

# Perspectives

## Analyse der Finanzmärkte

---

### Makroökonomisches Umfeld

3

- Die Turbulenzen im Bankensektor steigern das Rezessionsrisiko.
- Die Inflation hält sich im Dienstleistungssektor hartnäckig, dürfte aber mit einer Verschlechterung am Arbeitsmarkt im weiteren Jahresverlauf zurückgehen.
- Der Zinsstraffungszyklus der Zentralbanken neigt sich dem Ende zu.

---

### Finanzmärkte

9

- Geht man nicht davon aus, dass die großen Technologiewerte ihre Führungsrolle an der Börse zurückerobern werden, liegt die Outperformance des US-Marktes hinter uns.
- Der strukturelle Trend hin zu einer besseren Kapitalallokation der Unternehmen bleibt das Hauptargument für den japanischen Markt.
- Der Goldpreis nähert sich seinem Rekordhoch von 2020.

---

Besuchen Sie unsere Website

[www.bli.lu](http://www.bli.lu)

---

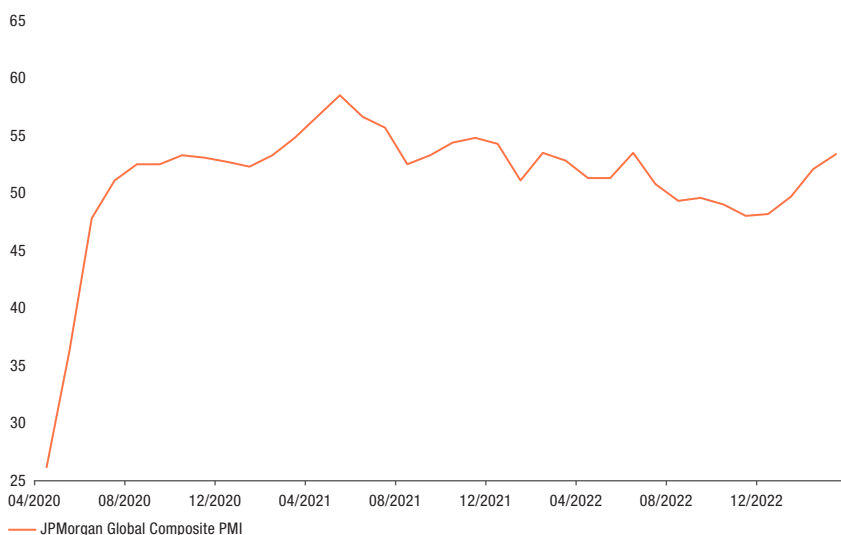
Eine Publikation von

**BLI - Banque de Luxembourg Investments**



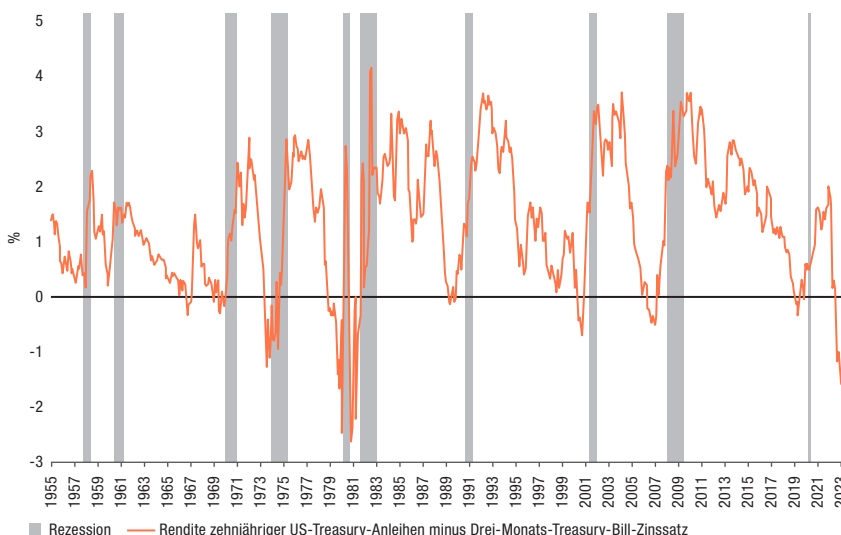
# Makroökonomisches Umfeld

## COMPOSITE-INDEX DER WELTWEITEN WIRTSCHAFTSAKTIVITÄT



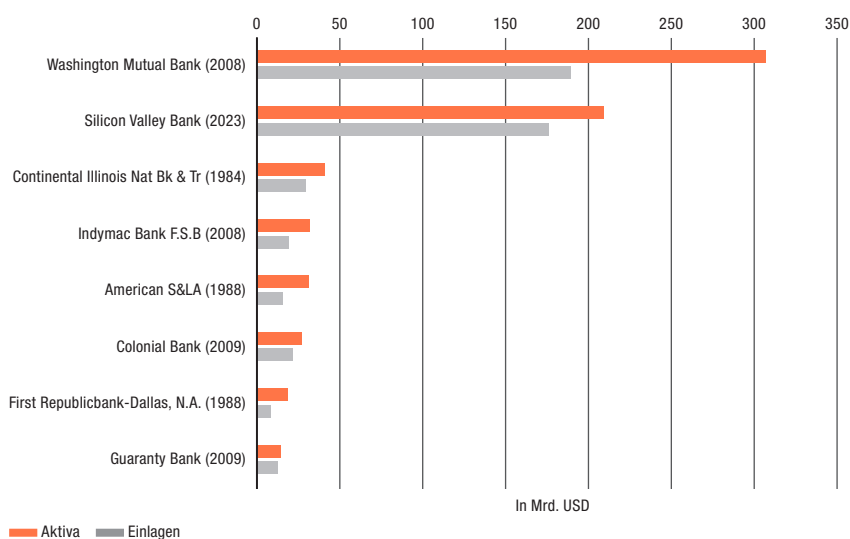
Im ersten Quartal zeigte sich die Weltwirtschaft trotz der starken geopolitischen Spannungen und der aggressiven geldpolitischen Straffung durch die Zentralbanken weiterhin erstaunlich resilient. Diese Widerstandskraft ist vor allem auf die stabilen Arbeitsmärkte zurückzuführen, da in den meisten Ländern weiterhin Vollbeschäftigung herrscht. Seit dem Ende der Corona-Einschränkungen profitiert der Dienstleistungssektor von einer ungebrochenen Nachfrage, denn durch den Wegfall von Freizeitaktivitäten und Reisen während der Pandemie scheint sich ein nicht enden wollendes Nachholbedürfnis angestaut zu haben. Zudem ist der Dienstleistungssektor weniger zyklisch als die Industrieproduktion, sodass die Wirtschaftsaktivität eine größere strukturelle Widerstandsfähigkeit gegenüber Hindernissen aller Art aufgebaut hat. Aber trotz der größeren Stabilität dürfte uns im zweiten Quartal eine Konjunkturwende bevorstehen. Auf die derzeit sichtbaren Anzeichen für eine Abkühlung, wie zum Beispiel die Schwäche im Immobiliensektor, den Auftragsrückgang im produzierenden Gewerbe und die rückläufigen Unternehmensgewinne, folgt in der Regel eine Verschlechterung am Arbeitsmarkt als Zeichen für den Beginn der Rezession.

## ZINSKURVE IN DEN USA



In den USA scheint die öffentliche Hand die Wirtschaft in einen „Boom and Bust“-Zyklus versetzt zu haben. Nach dem Rekordwachstum 2021, das von haushalts- und geldpolitischen Maßnahmen in nie dagewesenem Ausmaß befeuert wurde, bereiten die im März 2022 begonnene aggressive geldpolitische Straffung der US-Notenbank Fed und das Ende der staatlichen Hilfsprogramme den Boden für eine deutliche Abkühlung der Konjunktur im Jahresverlauf 2023. Da die Zinskurve historisch betrachtet schon immer bei weitem der beste Frühindikator war, ist die derzeitige Inversion ein entscheidender Hinweis auf eine bevorstehende Rezession. Jedes Mal, wenn die Differenz zwischen den zehnjährigen und den dreimonatigen Zinsen länger als drei Monate negativ war, folgte darauf ein Wirtschaftsabschwung. Eine Ausnahme im aktuellen Zyklus wäre umso erstaunlicher, da die Inversion der Zinskurve Anfang April auf über 150 Basispunkte gestiegen ist. Dieses Niveau wurde bisher nur Anfang der 1980er-Jahre während der beispiellosen Straffungsmaßnahmen der Fed unter dem legendären Präsidenten Paul Volcker erreicht. Da zwischen dem Beginn der Straffungsmaßnahmen und dem Eintritt in die Rezession normalerweise zwölf bis 18 Monate liegen, dürften die Zinserhöhungen, die im März 2022 begannen, im dritten oder spätestens im vierten Quartal einen ersten Rückgang des BIP nach sich ziehen.

## DIE GRÖSSTEN BANKENSOLVENZEN IN DEN USA



Quelle: Federal Deposit Insurance Company, Wall Street Journal

Durch die Turbulenzen im Bankensektor nach der Insolvenz der Silicon Valley Bank wird eine Rezession im Jahresverlauf umso wahrscheinlicher. Der Zusammenbruch der kalifornischen Bank ist auf die straffere Geldpolitik der US-Notenbank und ein mangelhaftes Aktiv-Passiv-Management ihrer Bilanz zurückzuführen. Während des Technologie-Booms in der Pandemie hatte die Silicon Valley Bank ein hohes Einlagenvolumen angesammelt und diese Gelder in Staatsanleihen angelegt, die zu diesem Zeitpunkt sehr niedrig verzinst wurden. Da die Bank ihr Wertpapierportfolio nicht gegen eventuelle Zinssteigerungen abgesichert hatte, musste sie erhebliche Wertverluste realisieren, als die Kunden wegen des Abschwungs der Geschäfte im Technologiesektor einen Teil ihrer Einlagen abheben wollten. Die Ankündigung einer Kapitalerhöhung löste recht schnell eine Kapitalflucht aus, die der Silicon Valley Bank unwiderruflich den Todesstoß versetzte. Sie wurde damit zur zweitgrößten Bankenpleite in der US-Geschichte. Die Panik breitete sich sofort weiter aus und löste einen massiven Einlagentransfer von mittelgroßen zu Großbanken aus, die als systemrelevant eingestuft und somit zu groß sind, um bankrottgehen zu können.

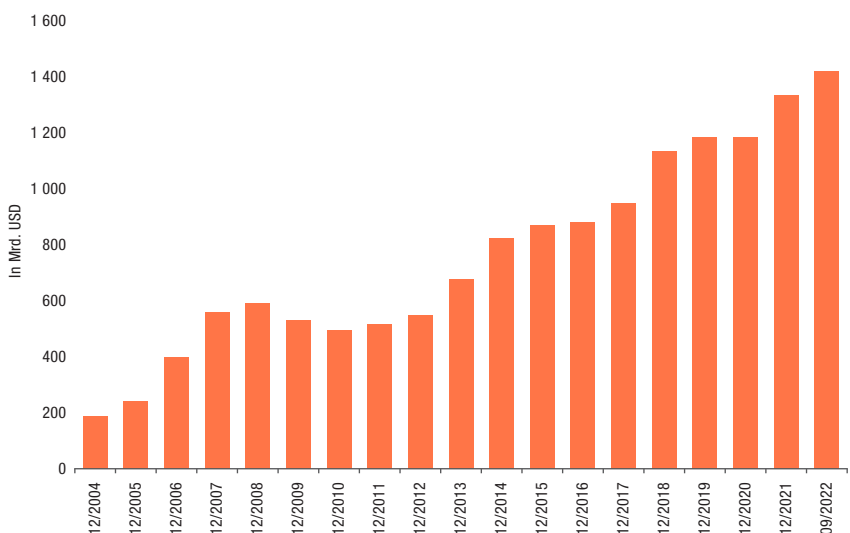
## BANKEINLAGEN UND VERMÖGEN DER GELDMARKTFONDS IN DEN USA



Quelle: Federal Reserve, Investment Company Institute, Bloomberg, Jefferies

Um den massiven Kapitalabfluss bei mittelgroßen Banken zu stoppen, hoben die US-Behörden die Einlagengarantie der insolventen Silicon Valley Bank über die von der FDIC (Federal Deposit Insurance Company) garantierten 250.000 US-Dollar an. Zudem gewährte die Fed eine zusätzliche Kreditlinie, die den Banken Liquidität verschafft, wenn ihre Kundschaft in großem Stil Einlagen abzieht. Diese Maßnahmen scheinen zwar die Kapitalströme von kleinen zu großen Banken gestoppt zu haben, aber den Trend, dass private Haushalte ihre Einlagen in Geldmarktfonds stecken, die höhere Zinsen bieten, werden sie wohl kaum bremsen. Die Einlagenflucht könnte die Banken zwingen, höhere Einlagenzinsen zu bieten, und dadurch ihre Zinsmargen reduzieren. Wenn sie ein Ungleichgewicht zwischen Kreditvergaben auf der Aktivseite und Einlagen auf der Passivseite ihrer Bilanz vermeiden wollen, dürften sie die Vergabe neuer Kredite begrenzen. Dadurch würde unweigerlich das Wirtschaftswachstum gebremst, weil die Finanzierungsmöglichkeiten sämtlicher Wirtschaftsteilnehmer deutlich geringer wären.

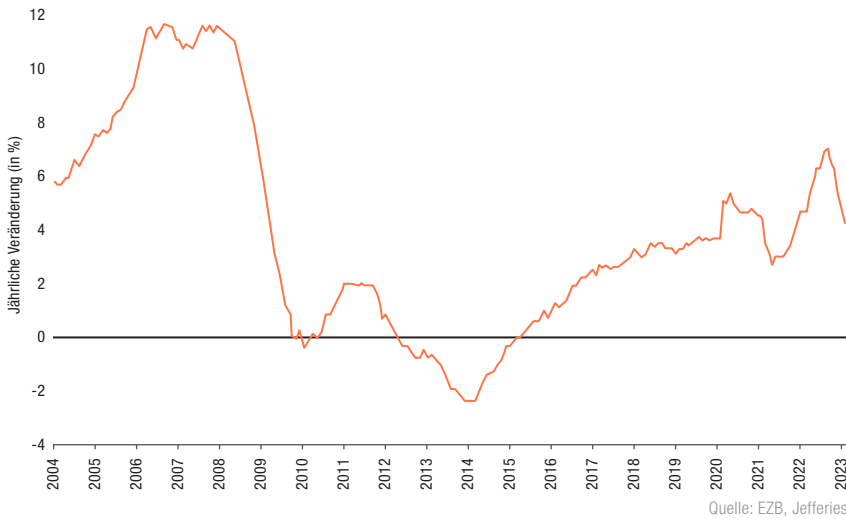
## LEVERAGED LOANS IN DEN USA



Quelle: Federal Reserve – Financial Stability Report, S&P Global, Jefferies

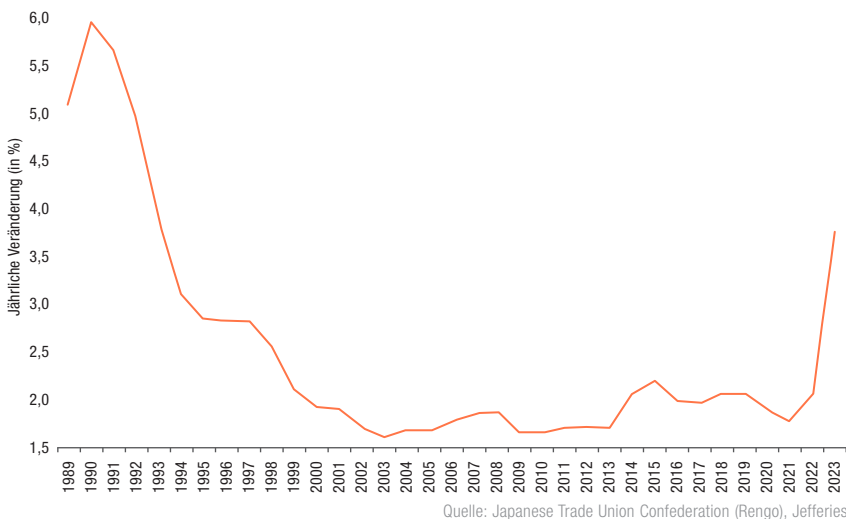
Neben den finanziellen Risiken im Bankensektor stellt auch das starke Wachstum der Private-Equity-Fonds nach der aggressiven geldpolitischen Straffung der US-Notenbank Fed eine potenzielle weitere Ursache für eine Krise dar. Tatsächlich sind Leveraged Loans, also Kredite, die an bereits stark verschuldete Unternehmen vergeben werden, die wichtigste Finanzierungsquelle für Private Equity. Da diese Branche wesentlich weniger streng reguliert wird als traditionelle Geschäftsbanken, könnte sie jederzeit einen größeren Zwischenfall auslösen. Zudem werden die meisten Leveraged Loans variabel verzinst und reagieren daher sehr sensibel auf Änderungen der Geldpolitik. Letztlich sind sämtliche Beteiligten der Private-Equity-Branche – Kapitalgeber, Fondsmanager oder Endinvestoren – daran interessiert, die Offenlegung der Preise so lange wie möglich hinauszuzögern. Die Straffung der Geldpolitik wirkt daher erst mit einer gewissen Verzögerung, da die Finanzlage der Fonds noch immer gut erscheint, obwohl sich die Fundamentaldaten der zugrunde liegenden Unternehmen bereits deutlich verschlechtert haben.

### STEIGERUNG DER KREDITVERGABE AN DEN PRIVATSEKTOR IN DER EUROZONE



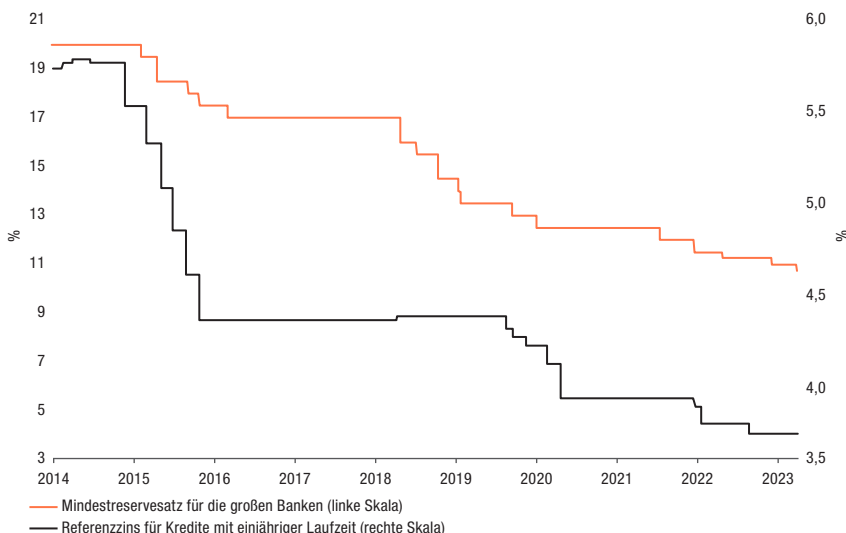
Die wirtschaftliche Lage in der Eurozone ist mit der in den USA vergleichbar. Die derzeitige Resilienz der Konjunktur ist vor allem auf die günstige Entwicklung des Arbeitsmarkts zurückzuführen, der noch keinerlei Anzeichen einer Verschlechterung erkennen lässt. Der Konsum von Dienstleistungen ist noch immer hoch, und die Einzelhandelsumsätze steigen nominal, weisen allerdings real eine gewisse Abwärtstendenz auf. Nach dem unerwartet milden Winter fielen die Gaspreise, daher hat sich die Industrieproduktion, anders als in der USA, sogar leicht erholt. Aber trotz der momentanen Resilienz dürfte sich die Konjunktur in den kommenden Monaten stärker abkühlen. Die Aktivitäten im Immobiliensektor beginnen sich in den meisten Ländern deutlich zu verlangsamen, auch wenn der relativ hohe Anteil an festverzinslichen Krediten eine Krise wie 2008, als variabel verzinsten Kredite weitgehend vorherrschten, verhindern dürfte. Die Turbulenzen im Bankensektor haben ebenfalls den europäischen Kontinent erreicht. Die Schweizer Behörden waren demnach gezwungen, eine umgehende Fusion der ins Wanken geratenen Credit Suisse mit dem Konkurrenten UBS zu organisieren, um eine Abwicklung des Instituts zu verhindern. Diese Turbulenzen werden die Bereitschaft der Banken, zusätzliche Risiken einzugehen, weiter reduzieren. Wie schon seit dem vierten Quartal 2022 zu beobachten war, werden sie die Kreditvergabe im Privatsektor wohl noch weiter einschränken.

### DURCHSCHNITTliche LOHNERHÖHUNG NACH FRÜHLINGS-TARIFVERHANDLUNGEN IN JAPAN



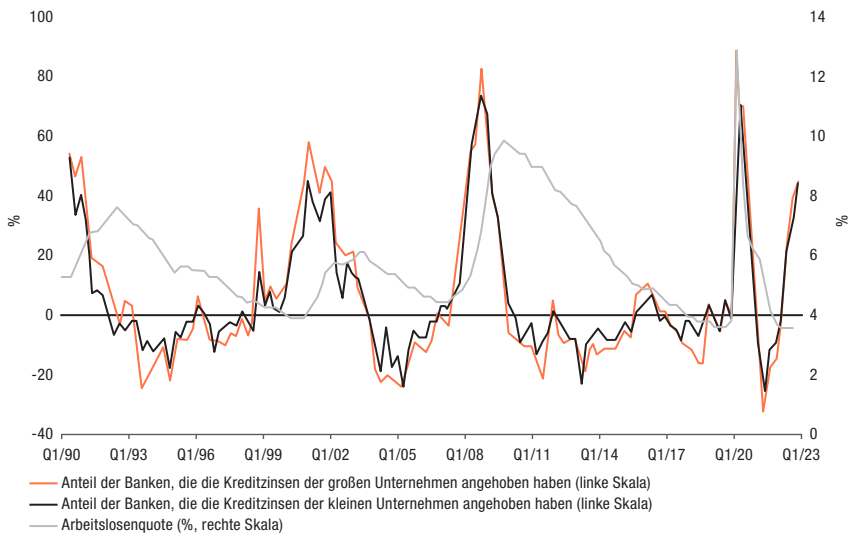
Nach der Übernahme des Chefpostens der Bank of Japan Anfang April äußerte der neue Gouverneur Kazuo Ueda keine Absicht, an der sehr lockeren Geldpolitik seines Vorgängers etwas zu ändern. Allerdings steht die höchste geldpolitische Instanz Japans vor einem Dilemma, das sich noch verschärfen dürfte. Einerseits könnte das Inflationsziel von 2 % durch die jährlichen Frühlings-Tarifverhandlungen in Gefahr geraten, die zu vorläufigen durchschnittlichen Erhöhungen von 3,8 % geführt haben. Dies entspricht der stärksten Erhöhung seit 30 Jahren mit einer Anhebung des Grundgehalts um 2,25 %. Andererseits ist die Inflation in Japan wesentlich niedriger als in den USA oder Europa und tendiert in jüngster Zeit wieder nach unten. Zudem werden die meisten Immobilienkredite in Japan trotz der niedrigen langfristigen Zinsen mit variablem Zinssatz abgeschlossen und reagieren daher sehr sensibel auf die kleinsten geldpolitischen Straffungsmaßnahmen. Schließlich würde die Aufgabe der Zinskurvensteuerung den japanischen Bankensektor einem ähnlichen Aktiv-Passiv-Bilanzmanagementrisiko aussetzen wie bei den US-amerikanischen und europäischen Banken. Nach dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank und der Credit Suisse wird Japan voraussichtlich versuchen, dieses Risiko zu vermeiden. Bei der nächsten Sitzung der Bank of Japan Ende April wird der neue Gouverneur die künftige geldpolitische Strategie des Landes voraussichtlich näher erläutern.

### GELDPOLITIK IN CHINA



In welchem Umfang die chinesische Wirtschaft sich nach der Coronapandemie erholt, ist momentan noch schwer abzusehen. Im Anschluss an die Wiederöffnung der Wirtschaft nach den langen Lockdown-Maßnahmen belebt sich der Dienstleistungssektor im Inland wie erwartet. Die Industrie hat jedoch Anlaufschwierigkeiten, weil die Auslandsnachfrage nachgelassen hat. Im Immobiliensektor stabilisiert sich die Lage und der Verkauf von bestehenden Wohnimmobilien hat wieder das Niveau vor der Pandemie erreicht. Der Ankauf von Grundstücken durch Immobilienentwickler – der entscheidende Faktor für eine Erholung der Baubranche – scheint noch hinterherzuhinken. Generell ist die Entwicklung hier gegenüber der Erholung des Sekundärmarkts um neun Monate verzögert. Obwohl die Inflation und damit die Zinssätze im Gegensatz zur westlichen Welt weiterhin niedrig sind, achten die chinesischen Behörden darauf, ein zu starkes Kreditwachstum zu vermeiden, und setzen stattdessen auf moderate Stützungsmaßnahmen, wie die jüngste Senkung des Mindestreservesatzes der Banken um 25 Basispunkte. Die Regierung in Peking scheint sich zum Ziel gesetzt zu haben, die Wirtschaftsaktivität wieder anzukurbeln, ohne die finanziellen Risiken übermäßig zu steigern.

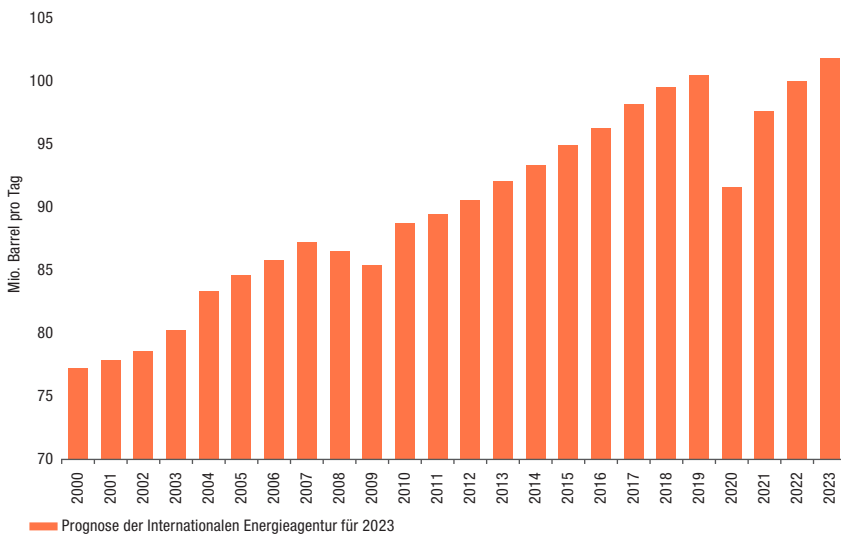
## STEIGENDE KREDITZINSEN UND ARBEITSLOSENQUOTE IN DEN USA



Quelle: Senior Loan Officer Opinion Survey, Bureau of Labor Statistics, Morgan Stanley Research

Nach dem starken Preisanstieg 2022 geht die Inflation inzwischen wieder leicht zurück. Vor allem bei Energie, Nahrungsmitteln und vielen Konsumgütern schwindet der Inflationsdruck, während er sich im Dienstleistungssektor hartnäckig hält. So ging die Gesamtinflationsrate in den USA von 9,1 % im Juni 2022 auf 5,0 % im März 2023 zurück. Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel), in der die Dienstleistungen dominieren, sank jedoch nur von 5,9 % auf 5,6 %. Bis zum Jahresende dürfte sich die Situation jedoch vor allem aus zwei Gründen verändern. Erstens dürfte sich der gewichtige Faktor Wohnkosten wieder moderater entwickeln, da sich die Mietsteigerungen nach und nach verlangsamen. Zweitens folgt auf die aktuelle Straffung der Kreditkonditionen im Bankensektor generell ein Anstieg der Arbeitslosenquote. Dadurch dürften die Löhne und Gehälter, deren Entwicklung stark mit der Kerninflation korreliert, weniger stark steigen. Verschlechtert sich die Lage am Arbeitsmarkt wie prognostiziert, dürfte die bisher hartnäckige Inflation im Dienstleistungssektor zu sinken beginnen.

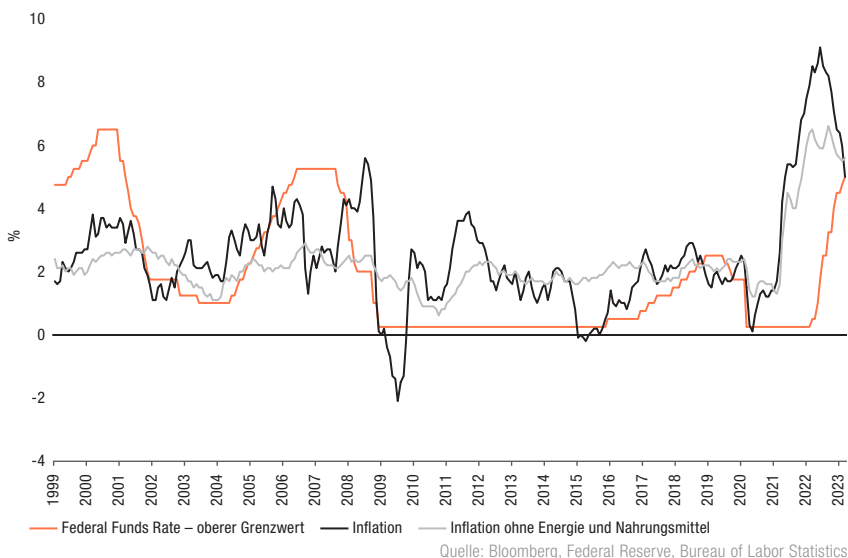
## WELTWEITE ÖLNACHFRAGE



Quelle: Internationale Energieagentur (IEA), Jefferies

Der jüngste Beschluss der OPEC+ zur Verringerung der Ölförderung um 1,16 Millionen Barrel pro Tag zeugt von einer beispiellosen Disziplin der erdölexportierenden Länder und ihrer Verbündeten. Bereits im Oktober 2022 war eine Produktionsverringerung um zwei Millionen Barrel am Tag beschlossen worden; beide Maßnahmen sollen angesichts einer erwarteten weltweiten Rezession einen Preisverfall verhindern. Diese Maßnahmen zeigen, dass der Einfluss der USA auf Saudi-Arabien nach und nach schwindet. Zusammen mit den anderen Ländern des Golf-Kooperationsrats nähert sich das Land immer stärker China an, dessen Energiebedarf stetig ansteigt. Die Ausarbeitung von Verträgen zur Bezahlung des saudi-arabischen Rohöls in Renminbi sowie die spektakuläre Annäherung zwischen Saudi-Arabien und dem Iran unter chinesischer Verhandlungsführung zeugen ebenfalls von der Veränderung der geopolitischen Allianzen. Die Entscheidung der OPEC+ zur Verringerung der Ölförderung könnte den Ländern des Westens daher doppelt schaden. Sie konterkariert die Maßnahmen ihrer Zentralbanken zur Inflationsbekämpfung und verstärkt gleichzeitig die Schwäche der Weltwirtschaft zu einer Zeit, in der sie vor dem Eintritt in eine Rezession steht.

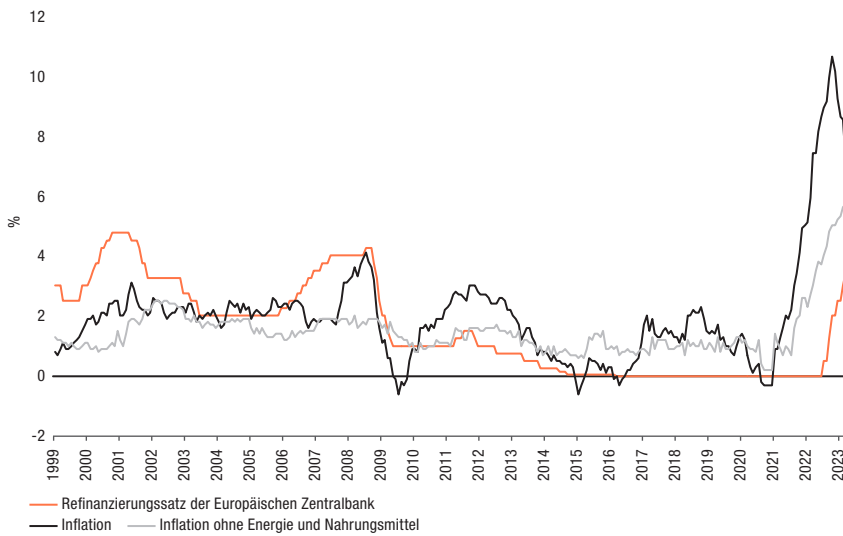
## GELDPOLITIK IN DEN USA



Quelle: Bloomberg, Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics

Bei beiden Sitzungen im ersten Quartal hat die US-Notenbank Fed das Zielband für die Fed Funds Rate um 25 Basispunkte auf derzeit 4,75 % bis 5,00 % angehoben. Seit Beginn der geldpolitischen Straffungsmaßnahmen im März 2022 wurde das Zielband somit um 475 Basispunkte angehoben. Eine derart umfangreiche Zinssteigerung löste in der Vergangenheit letztlich immer eine Finanzkrise aus. In den kommenden Monaten müssen die Verantwortlichen der US-Geldpolitik also ein ausgewogenes Verhältnis zwischen dem Erreichen der Inflationsziele und der Stabilität des Bankensektors anstreben. Die Hartnäckigkeit der Inflation im Dienstleistungssektor ist ein Argument für eine weitere geldpolitische Straffung, um der Erwartung einer steigenden Inflation endgültig den Boden zu entziehen. Andererseits spräche nach dem Abzug der Bankeinlagen, der vom Zusammenbruch der Silicon Valley Bank ausgelöst und den höheren Einlagenzinsen der Geldmarktfonds verstärkt wurde, vieles für ein schnelles Ende der Zinssteigerungen. Die pragmatische Lösung, zu der die Federal Reserve anscheinend tendiert, besteht darin, den Zielkorridor der Fed Funds Rate im Mai ein letztes Mal um 25 Basispunkte anzuheben, und dann abzuwarten und zu beobachten, wie sich die geldpolitische Straffung auf die Wirtschaftstätigkeit im Allgemeinen und den Finanzbereich im Besonderen auswirkt.

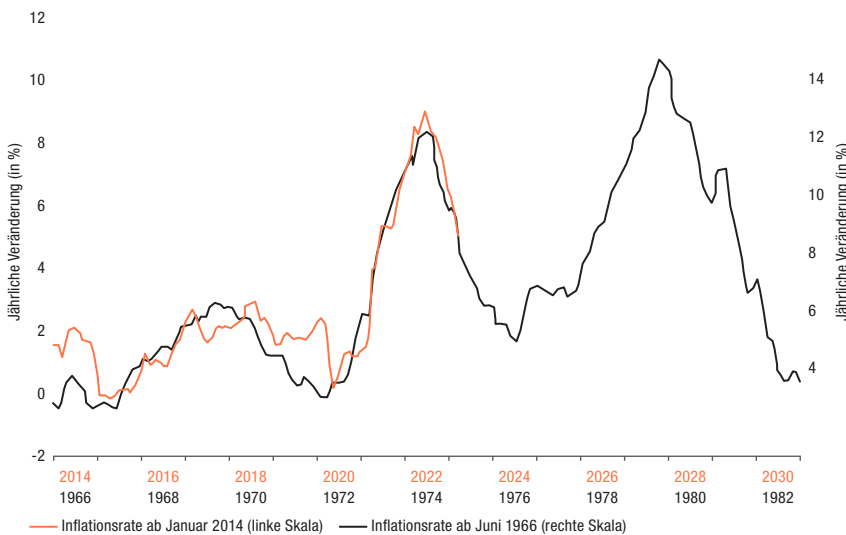
### GELDPOLITIK IN DER EUROZONE



Quelle: Bloomberg, Europäische Zentralbank, Eurostat

Da der Konjunkturzyklus in Europa gegenüber den USA ein paar Monate Verzögerung aufweist, steigt die Inflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) in der Eurozone weiter an, was darauf hindeutet, dass die Straffung der Geldpolitik in Europa wohl noch länger andauern könnte. Trotzdem sind die Verantwortlichen der Europäischen Zentralbank seit der Notrettung der Credit Suisse in ihren Prognosen zurückhaltender geworden. Bei der vergangenen Sitzung des EZB-Rats, bei dem der Refinanzierungszins der EZB um 50 Basispunkte auf 3,5 % angehoben wurde, verzichtete Präsidentin Christine Lagarde gänzlich darauf, den Finanzmärkten genauere Hinweise bezüglich der zukünftigen Geldpolitik mit auf den Weg zu geben. Statt dessen wartet sie die Veröffentlichung der nächsten Inflationsstatistiken ab und verfolgt die Entwicklungen im Bankensektor, bevor sie deutlichere Aussagen machen wird. Wenn weitere besondere Ereignisse ausbleiben, dürften die EZB-Leitzinsen trotzdem weiter steigen – wenn auch eher um jeweils 25 Basispunkte als wie bisher um 50. Trotzdem, und obwohl die für die Geldpolitik Verantwortlichen stets betonen, wie robust die Banken im Vergleich zur Lage vor der Eurokrise 2012 sind, ist den Behörden die höhere Wahrscheinlichkeit finanzieller Turbulenzen vollkommen klar. Daraus folgt, dass sich selbst in Europa eine eventuelle Anhebung der Zinsen im Mai nachträglich als die letzte im aktuellen Straffungszyklus erweisen könnte.

### INFLATION IN DEN USA



Quelle: BCA Research 2023

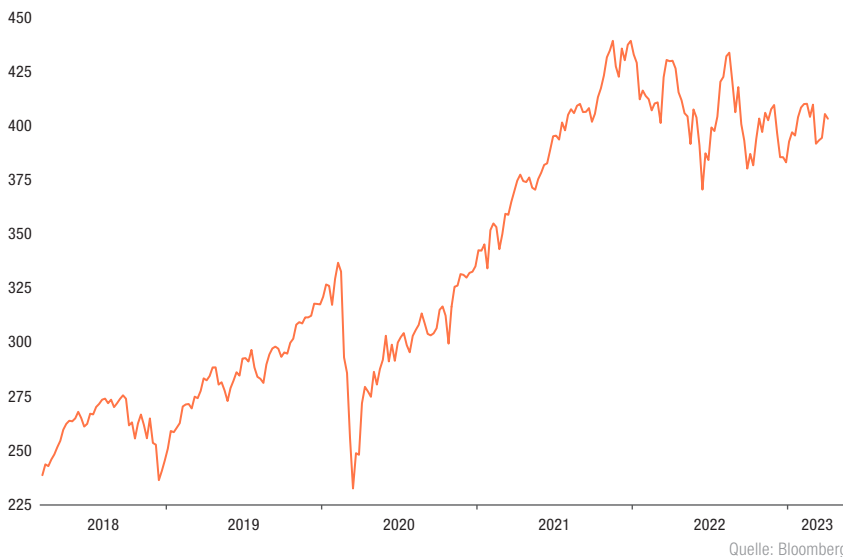
Obwohl sich die Inflation im Laufe dieses Jahres verlangsamt, könnte sie sich im kommenden Jahrzehnt sowohl als volatil als auch als durchschnittlich höher erweisen. Von den vier deflationären Tendenzen der vergangenen 20 Jahre scheint sich nur die Digitalisierung fortzusetzen. Die drei anderen Tendenzen – Globalisierung, restriktive Haushaltspolitik und der Überschuss an Arbeitskräften und Rohstoffen – werden nach und nach von geopolitischen Spannungen, expansiver Haushaltspolitik und einem Mangel an Arbeitskräften und natürlichen Ressourcen verdrängt. Die Weltwirtschaft scheint einen strukturellen Wandel durchzumachen, der sich in diesem Ausmaß nur etwa alle 50 Jahre vollzieht. Die derzeitige Situation erinnert an die 1970er-Jahre, in denen die USA die Gold-Konvertibilität des US-Dollar beendeten und mit den arabischen Ländern über die Einführung des Petrodollar verhandelten. So veränderten sie seinerzeit das Währungssystem, das seit dem Abkommen von Bretton Woods nach dem Zweiten Weltkrieg bestanden hatte. Die jüngsten Entwicklungen deuten darauf hin, dass das derzeitige, auf dem US-Dollar als ultradominanter Reservewährung basierende Währungssystem nach und nach zu Ende geht. In solchen Übergangsphasen herrscht meist eine starke Volatilität auf allen Ebenen – der Inflation, den Zinsen oder dem Wert von Finanzwerten – die viele Risiken, aber auch zahlreiche Chancen mit sich bringt.





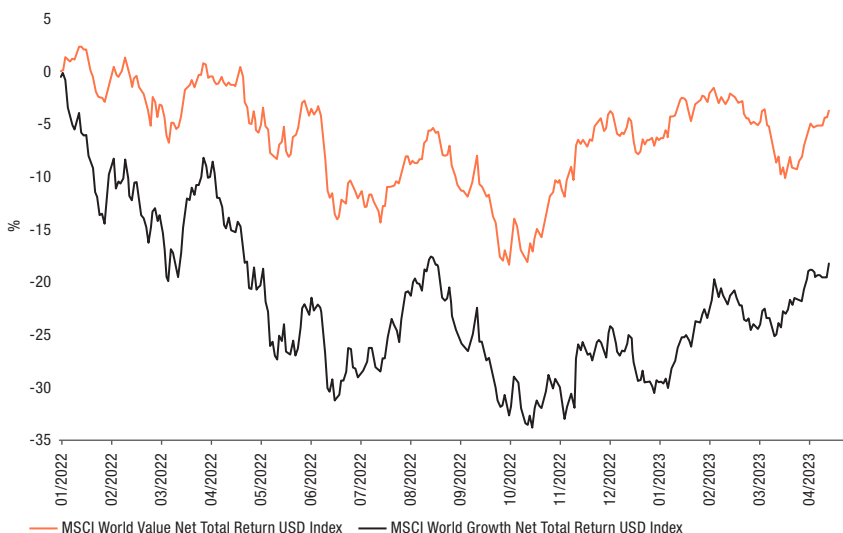
# Finanzmärkte

## MSCI WORLD INDEX IN EURO



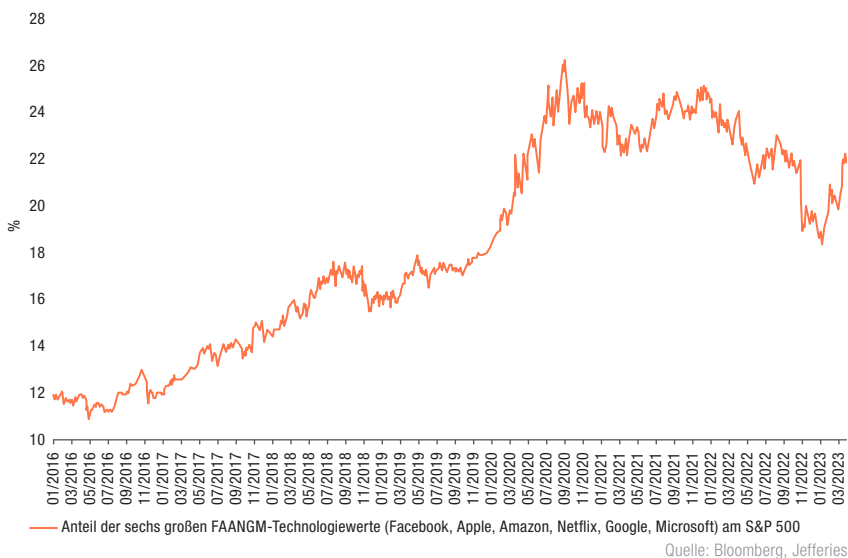
Nach ihrem Rückgang 2022 haben sich die Finanzmärkte im ersten Quartal erholt. Insbesondere der Januar war für sie sehr günstig. Der Inflationsrückgang deutete auf ein baldiges Ende der geldpolitischen Straffung durch die Zentralbanken hin, während Anzeichen einer widerstandsfähigen Wirtschaftstätigkeit die Erwartungen einer sogenannten sanften Landung der Weltwirtschaft nährten. Der Februar war weniger positiv, da die Inflationszahlen weniger ermutigend ausfielen, und insbesondere die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) hartnäckig blieb. Der März war dann von den Spannungen im Bankensektor geprägt. Diese Spannungen belasteten den Bankensektor stark und führten zu einem leichten Rückgang des europäischen Marktes, hinderten den globalen Aktienindex jedoch nicht daran, weiter zu steigen, unterstützt vom Rückgang der Anleihezinsen. Über das gesamte erste Quartal verzeichneten die europäischen Märkte die beste Performance, während die asiatischen Märkte etwas hinterherhinkten.

## ENTWICKLUNG DER MSCI WORLD GROWTH UND VALUE INDIZES IN DOLLAR



Innerhalb der Aktienmärkte profitierten die Wachstumswerte und insbesondere die Technologiewerte besonders von der geringeren Risikoaversion der Anleger und dem Rückgang der Anleihezinsen. In den USA waren drei Werte – Apple, Nvidia und Microsoft – für mehr als die Hälfte des Anstiegs des S&P 500-Index im Quartal verantwortlich. Ihre Performance war in diesem Fall hauptsächlich auf einen Anstieg ihrer Bewertung zurückzuführen. Am anderen Ende der Skala wurden Sektoren, die normalerweise mit dem Value-Stil in Verbindung gebracht werden, vernachlässigt. So belastete der Ölpreiskröpfung den Energiesektor, der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank in den USA und die Erholung der Credit Suisse in Europa den Finanzsektor und die wachsenden Sorgen um das US-Wachstum den Grundstoffsektor. Der MSCI World Growth Index entwickelte sich im ersten Quartal um 13 % besser als der MSCI World Value Index, nachdem er im vergangenen Jahr um fast 25 % schlechter abgeschnitten hatte.

### ANTEIL DER SECHS GROSSEN TECHNOLOGIEWERTE AM S&P 500



Der Anstieg im Technologiesektor führte dazu, dass der Anteil der sechs 'großen' Technologiewerte (Apple, Meta, Alphabet, Amazon, Netflix und Microsoft) am S&P 500-Index erneut stieg, von 18 % Anfang Januar auf 22 % Ende März. Im September 2020 hatte dieser Anteil einen Höchststand von 26 % erreicht. Wie üblich, scheinen die Anleger in den Rückspiegel zu blicken und davon auszugehen, dass die Gewinner der vergangenen Jahre auch die Gewinner der Zukunft sein werden. Technologiewerte waren in der Tat in den Jahren nach der Finanzkrise die großen Gewinner an den Aktienmärkten. Ihre Fähigkeit, in einem Umfeld mit mäßigem Wirtschaftswachstum ein starkes Gewinnwachstum und eine gute Visibilität für die zukünftige Entwicklung ihrer Erträge zu zeigen, führte dazu, dass sie als Aktien mit hoher Duration galten und immer noch gelten. Als solche profitierten sie von einem starken Anstieg ihrer Bewertungen als Folge fallender Zinsen. Ihr Aktienkurs wurde demnach von einem doppelten Effekt getrieben: steigende Gewinne und eine höhere Bewertung dieser Gewinne. Außerdem bewirkte der Trend zum passiven Management, dass diese Aktien umso mehr Kapital anzogen, je höher ihre Kurse und ihre Gewichtung im S&P 500 stiegen.

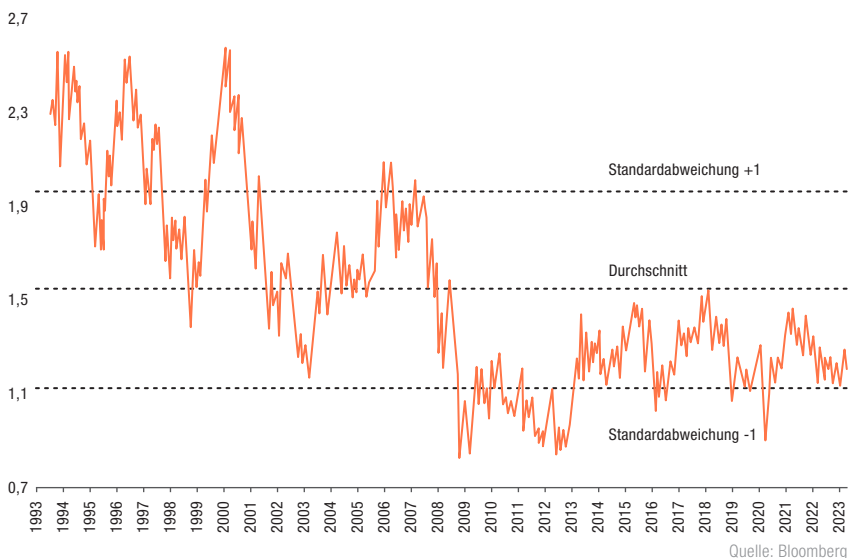
### GEWINN UND BEWERTUNG VON ALPHABET, APPLE UND MICROSOFT

	Gewinn je Aktie		Kurs/Gewinn-Verhältnis	
	2012	2022	2012	2022
Apple	1,58	6,11	15	23
Microsoft	2,69	9,16	11	28
Alphabet	0,87	4,56	20	20

Quelle: Bloomberg

Sofern man nicht davon ausgeht, dass das Umfeld der kommenden Jahre genauso sein wird wie das der Jahre nach der Finanzkrise, scheint es nicht realistisch, auf eine erneute dauerhafte Outperformance der Technologiewerte zu setzen. Zwar ist es noch zu früh, um von einem Paradigmenwechsel zu sprechen, und ein weiterer Rückgang der Anleihezinsen ist im Falle einer ausgeprägten Konjunkturabschwächung immer möglich. Doch muss man feststellen, dass die Zeiten eines Umfelds mit einer dauerhaft niedrigen und stabilen Inflation und historisch niedrigen Zinsen vorbei zu sein scheinen. Das Hauptargument, das gegen eine Rückkehr der wenigen großen Technologiewerte zu einer dauerhaften Führungsrolle spricht, beruht jedoch auf dem gesunden Menschenverstand und ist im Basiseffekt begründet. Die Gewinne dieser Unternehmen und ihre Bewertungen sind heute deutlich höher als 2009. Geht man nicht davon aus, dass die großen Technologiewerte ihre Führungsrolle an der Börse zurückerobern werden, liegt auch die Outperformance US-Marktes hinter uns.

### KURS-EIGENKAPITAL-VERHÄLTNISS DES TOPIX-INDEX



Der strukturelle Trend hin zu einer besseren Kapitalallokation der Unternehmen bleibt das Hauptargument für den japanischen Markt. Während Japan lange Zeit in Bezug auf die Behandlung der Aktionäre ein Spiegelbild der USA war, begannen sich die Dinge im ersten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts zu ändern. Die Rentabilität der japanischen Unternehmen verbessert sich stetig, und diese sind bereit, ihre Aktionäre durch höhere Dividenden und Aktienrückkäufe daran teilhaben zu lassen. Die jüngste Entscheidung der japanischen Börse, Reformen bei Unternehmen zu fördern, die unter ihrem Eigenkapital gehandelt werden, geht in die gleiche Richtung. Dies wurde von den Anlegern noch nicht honoriert, und der japanische Markt ist sowohl absolut als auch relativ (im Vergleich zu Anleihen und anderen Aktienmärkten) attraktiv bewertet. Hinzu kommt, dass der Yen für viele Beobachter stark unterbewertet ist. Der japanische Markt bietet somit die seltene Kombination aus Aktienkurs- und Währungsaufwertungspotenzial.

**WECHSELKURS DES YEN GEGENÜBER DEM US-DOLLAR**



Es wird interessant sein zu sehen, ob sich die Geldpolitik der Bank of Japan mit der Ankunft von Kazuo Ueda als neuem Gouverneur ändern wird. Eine Beibehaltung der aktuellen Politik wäre in einem Umfeld, in dem die erklärten Hauptziele der Geldpolitik der vergangenen Jahre – höhere Inflation und Lohnwachstum – offenbar erreicht wurden, schwer zu rechtfertigen. Eine mögliche Normalisierung der Zinskurve würde auch die lokalen institutionellen Anleger dazu veranlassen, eine Umschichtung ihrer Vermögenswerte vorzunehmen. Derzeit wird die Aktienallokation von Pensionsfonds und Lebensversicherungsgesellschaften auf 8 % bzw. 6 % geschätzt, und das, obwohl Aktien seit der Einführung einer Reihe von Maßnahmen Ende 2012, die als Abenomics bekannt sind, eine deutliche Outperformance gegenüber Anleihen erzielt haben und die Dividendenrendite von Aktien die von Staatsanleihen übersteigt. Eine solche Normalisierung der Zinskurve würde in der Regel mit einer Aufwertung des Yen einhergehen und somit den Appetit japanischer Anleger auf ausländische Vermögenswerte einschränken.

**MSCI CHINA INDEX IN DOLLAR**



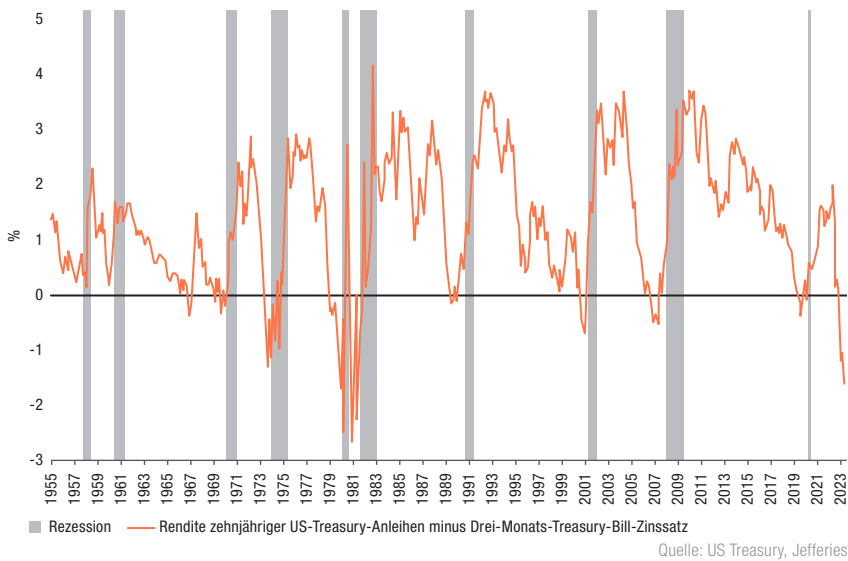
Die Abkehr von der 'Null-Covid'-Gesundheitsstrategie und die Wiedereröffnung der Wirtschaft hatten zwischen Anfang November und Anfang Februar zu einem starken Aufschwung des chinesischen Marktes geführt. Seitdem hat der Markt einen Teil dieses Anstiegs wieder abgegeben. Viele Anleger sind nach wie vor misstrauisch gegenüber dem chinesischen Markt, da die chinesischen Behörden gegen bestimmte Sektoren vorgingen und die Spannungen zwischen China und den USA zunehmen. So bleiben sie diesem Markt weitgehend fern, obwohl China ein Drittel des Schwellenländerindex ausmacht. Die chinesischen Behörden bemühen sich seit einiger Zeit, die Anleger von ihrer Bereitschaft zu überzeugen, eine marktfreundliche Politik zu verfolgen, und von ihrer Absicht, die Eigentumsrechte zu sichern. So wurde die Entscheidung, das Unternehmen Alibaba in sechs Einheiten aufzuteilen, von den Märkten positiv aufgenommen. Es bleibt jedoch festzuhalten, dass der chinesische Markt anderen Regeln folgt als der US-amerikanische Markt. Die Ziele der Kommunistischen Partei haben Vorrang vor den Rechten und Interessen der Aktionäre, was sich in einer höheren Risikoprämie niederschlägt, die von den Anlegern verlangt wird, und somit zu niedrigeren Aktienbewertungen führt.

**RENDITE DER ZEHNJÄHRIGEN US-STAATSANLEIHE**



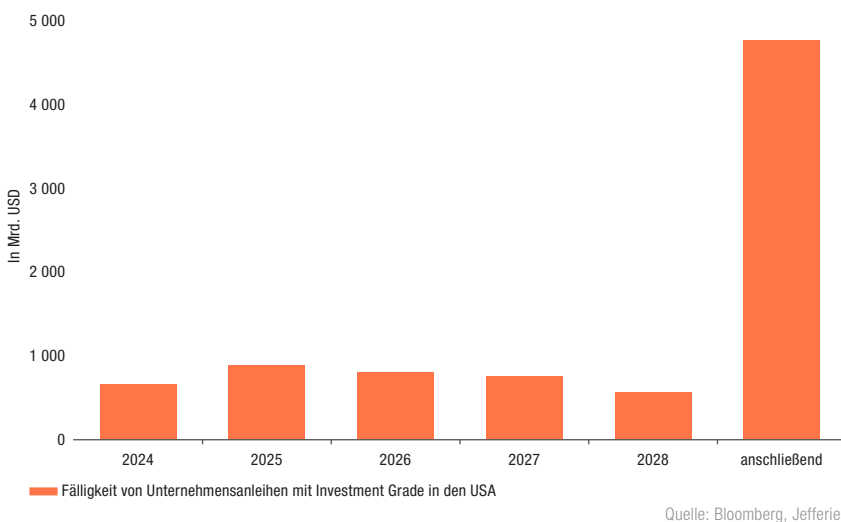
Nach ihrem historischen Rückgang 2022 erholten sich die Anleihemärkte im ersten Quartal. Der Rückgang der Inflation, die Konjunkturabschwächung, die Erwartung eines baldigen Endes der geldpolitischen Straffung durch die Zentralbanken und die im März aufgetretenen Spannungen im Bankensektor waren die Gründe für diese Erholung, die eigentlich schon im Oktober vergangenen Jahres begonnen hatte. Nach einem Höchststand von 4,25 % Ende Oktober 2022 beendete die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe das Jahr bei 3,87 %. Im ersten Quartal ging sie weiter zurück und lag Ende März bei 3,47 %. Anders sieht es in der Eurozone aus, wo die deutschen und französischen Zehnjahres-Renditen heute immer noch fast auf demselben Niveau wie im Oktober vergangenen Jahres liegen. Zwischen dem weiteren Anstieg der Leitzinsen der Federal Reserve und dem Rückgang der langfristigen Zinsen hat sich die Inversion der US-Zinskurve verstärkt. So ist der Abstand zwischen dem Zehnjahres-Zinssatz und dem Dreimonats-Zinssatz seit April 2022 von 200 Basispunkten auf minus 140 Basispunkte gesunken. Eine solche negative Differenz war seit Anfang der 1980er-Jahre nicht mehr verzeichnet worden.

## ZINSKURVE IN DEN USA



Die anhaltende Konjunkturabschwächung dürfte die Kurse von Staatsanleihen auch 2023 weiter stützen. In einem Umfeld, in dem demografische Trends, Umweltauflagen, Militärausgaben und soziale Forderungen zu einem stetig steigenden Finanzierungsbedarf der Staaten führen und die Inflation strukturell höher ausfallen könnte, scheinen die längerfristigen Aussichten für diese Anlageklasse hingegen deutlich ungünstiger zu sein. Um zu verhindern, dass ein zu starker Anstieg der Anleihezinsen die Kosten der Staatsverschuldung in die Höhe treibt, könnten die Zentralbanken ihr Ziel, ihre Bilanzsumme zu verringern, aufgeben und wieder Anleihen kaufen, obwohl sie heute bereits zwischen 20 % (Federal Reserve) und 50 % (Bank of Japan) der Staatsanleihen ihrer jeweiligen Länder halten. In einem solchen Szenario würden die realen, inflationsbereinigten Renditen, die diese Anleihen bieten, jedoch weitgehend negativ werden, so dass Staatsanleihen für rationale Investoren dann wenig Sinn machen würden.

## FÄLLIGKEIT VON UNTERNEHMENSANLEIHEN MIT INVESTMENT GRADE IN DEN USA



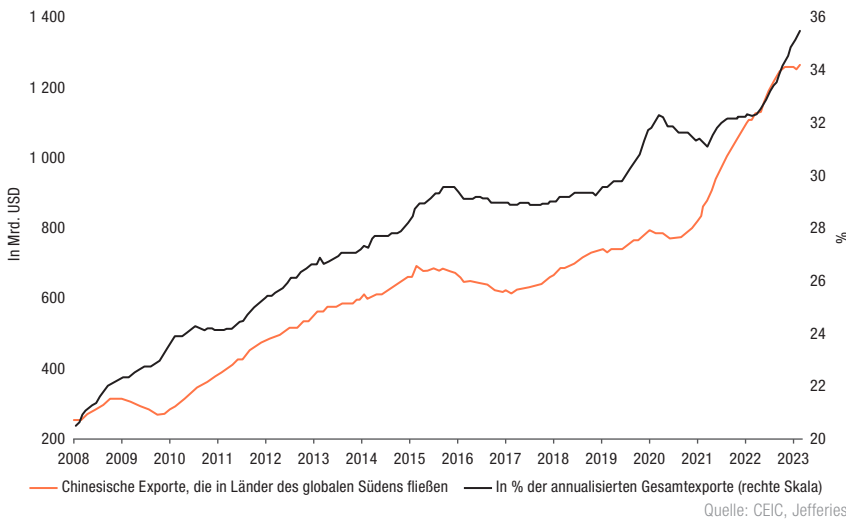
Die Anleihen des Privatsektors haben sich bislang gut gegen steigende Zinsen und die Konjunkturabschwächung behauptet. Nachdem die Zinsdifferenz zu Staatsanleihen in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres gestiegen war, ist sie nun wieder zurückgegangen und bleibt auf einem niedrigen Niveau. Es ist richtig, dass viele Unternehmen das besonders niedrige Zinsniveau der vergangenen Jahre genutzt haben, um sich längerfristig zu verschulden. Dies hat dazu geführt, dass in den Jahren 2023 und 2024 nur relativ wenige Anleihen fällig werden und der Finanzierungsbedarf daher relativ gering ist. Je länger die Zinssätze auf dem derzeitigen Niveau bleiben oder sogar noch weiter steigen, desto größer wird jedoch das Risiko, dass verschiedene Emittenten in finanzielle Schwierigkeiten geraten. Hinzu kommt, dass viele Kredite ihren Ursprung im Schattenbankensystem haben, insbesondere im Private-Equity-Bereich. Da dieses System weitaus weniger reguliert und überwacht wird als das traditionelle Bankensystem, ist es schwierig, sich ein Bild vom Ausmaß der Risiken zu machen.

## WECHSELKURS EUR/USD



Nachdem der US-Dollar seine Ende 2020 begonnene Aufwertung in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres fortgesetzt hatte, verlor er seither mehr als 10 % gegenüber der Einheitswährung. Die Faktoren, die für die Aufwertung des Greenbacks verantwortlich waren, weichen allmählich. Die Federal Reserve, die ihre geldpolitische Straffung vor den anderen großen Zentralbanken begonnen hatte, dürfte sie auch vor den anderen abschließen. Wenn dies der Fall ist, wird sich die Zinsdifferenz bei den kurzfristigen Zinsen zwischen dem Dollar und den anderen Währungen verringern. Die Zinsdifferenz bei den Langfristzinsen hat sich bereits stark verringert. Die Probleme des Bankensektors haben die Federal Reserve außerdem veranlasst, dem System erneut Liquidität zuzuführen. Darüber hinaus wird sich die US-Leistungsbilanz verschlechtern, wenn sich die Erschöpfung der Schiefergasvorkommen bestätigt. Schließlich hat die Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft dazu geführt, dass die Dollar-Ersparnisse der Chinesen wieder in das System zurückfließen.

**PROZENTUALER ANTEIL DER CHINESISCHEN EXPORTE, DIE IN LÄNDER DES GLOBALEN SÜDENS FLIEßEN**



Ein Wort, das derzeit sehr in Mode ist, ist das der Dedollarisierung. Dieses Wort beschreibt die Idee, dass der US-Dollar bei den Handelsgeschäften zwischen Ländern (insbesondere bei Rohstoffgeschäften) und den Devisenreserven der Zentralbanken zunehmend durch andere Währungen ersetzt wird. Es ist offensichtlich, dass infolge der zunehmenden Fragmentierung der Weltwirtschaft und der Entscheidung der USA, den Dollar zunehmend als geopolitische Waffe einzusetzen, viele Länder heute daran interessiert sind, ihre Abhängigkeit vom Dollar zu verringern. So versucht China, seine Beziehungen und seinen Einflussbereich im Nahen Osten auszubauen, zu einer Zeit, in der sich die Beziehungen zwischen Saudi-Arabien und den USA stark verschlechtert haben. Insbesondere strebt sie an, ihre Rohstoffimporte in Renminbi zu bezahlen. Die lateinamerikanischen Länder versuchen, sich von den USA zu emanzipieren, und der Krieg in der Ukraine trägt zur Spaltung der Welt bei. Das Dollar-Netzwerk beginnt daher zu schrumpfen, und dieser Trend dürfte sich noch beschleunigen. Auch wenn es noch keine Währung gibt, die den Dollar als Weltreservewährung ersetzen kann, und das Dollarsystem durch jede der jüngsten Krisen gefestigt und gestärkt wurde, beginnt sich in einigen Teilen der Welt ein alternatives, rohstoffbasiertes und von den Produzenten kontrolliertes Währungssystem herauszubilden.

**GOLDPREIS**



Anfang April näherte sich der Goldpreis seinem Höchststand vom August 2020. Das gelbe Metall profitierte in diesem Fall von einem schwachen US-Dollar, sinkenden Anleiherenditen und einer steigenden Risikoaversion. Auch wenn Korrekturen immer möglich sind, scheint der Aufwärtstrend heute fest verankert zu sein. Das Hauptargument für Gold ist, dass die Notwendigkeit, hohe Defizite zu finanzieren, zu einem kontinuierlichen Angebotsanstieg der wichtigsten Papierwährungen führen wird. Es besteht daher die Gefahr, dass die derzeit in den G7-Staaten stattfindende Straffung der Geldpolitik endet, bevor der Inflationsdruck nachhaltig besiegt wurde. Der Wert der Währungen dieser Länder im Vergleich zu einer harten Währung wie Gold wird daher sinken, zumal das zukünftige Angebot an gelbem Metall durch den Mangel an Investitionen in neue Vorkommen der vergangenen Jahre begrenzt sein wird.

**VANECK-INDEX DER GOLDUNTERNEHMEN**



Goldminenunternehmen bieten einen Hebeleffekt, um von einer weiteren Aufwertung des Goldpreises zu profitieren. Der Goldminenindex ist seit Ende September um rund 60 % gestiegen, liegt aber immer noch 45 % unter seinem Höchststand vom August 2011. Die Goldminenunternehmen zahlen derzeit noch immer für die Fehler der Vergangenheit. Sie neigten dazu, prozyklisch zu handeln, indem sie ihre Investitionen erhöhten oder Übernahmen tätigten, wenn der Goldpreis hoch war. Diese Investitionen und Übernahmen erwiesen sich dann in der Folge oft als unrentabel, wenn der Goldpreis wieder sank. Die Branchenunternehmen scheinen jedoch aus diesen Fehlern gelernt zu haben und gehen heute bei der Kapitalallokation disziplinierter vor. Dennoch ist es wichtig, in diesem Sektor sehr wählerisch zu sein.

# Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung, die von den Zentralbanken im März vergangenen Jahres eingeleitet wurde, immer deutlicher sichtbar werden. Die Konjunktur dürfte sich daher weiter abschwächen, und ein Eintritt in die Rezession scheint in der zweiten Jahreshälfte oder Anfang 2024 möglich. Sollte dies der Fall sein, könnten die Aktienmärkte einen zweiten Abwärtstrend erleben, der auf rückläufige Gewinne zurückzuführen sein wird, während der Abwärtstrend des vergangenen Jahres auf fallende Bewertungen zurückzuführen war.

Sofern wir nicht davon ausgehen, dass die großen Technologiewerte ihre Führungsrolle an der Börse zurückerobern werden, scheint die Outperformance des US-Marktes hinter uns zu liegen. Eine solche Wiedererlangung der Führungsrolle würde eine Rückkehr zu dem Umfeld erfordern, das die Jahre 2009 bis 2021 geprägt hatte und das von moderatem Wachstum, stabiler Inflation und immer niedrigeren Zinssätzen gekennzeichnet war. Die Möglichkeit, dass ein neues strukturelles Umfeld entsteht, in dem eine höhere Inflation zu einem stärkeren nominalen Wachstum führt, hätte hingegen positive Auswirkungen auf andere Märkte, insbesondere Japan.

Staatsanleihen dürften auch 2023 von der Konjunkturabschwächung und dem Inflationsrückgang profitieren, auch wenn die langfristigen Zinsen teilweise bereits eine Verschlechterung der Wirtschaftsaktivität und ein Ende der geldpolitischen Straffung durch die Zentralbanken vorwegnehmen. Ihre langfristigen Aussichten scheinen hingegen angesichts des Finanzierungsbedarfs der Staaten und des Risikos einer dauerhaft höheren Inflation wenig attraktiv.

Gold hat weiterhin seinen Platz in einem diversifizierten Portfolio, vor allem angesichts der Möglichkeit, dass die Zentralbanken ihre geldpolitische Straffung vorzeitig aufgeben könnten. Eine Investition in das gelbe Metall sollte jedoch als Versicherung und nicht als kurzfristige Anlage gesehen werden.

Wenn Sie „Perspectives“ nicht mehr erhalten möchten,  
können Sie sich hier abmelden:

[www.bdl.lu/noperspectives](http://www.bdl.lu/noperspectives)

---

Dieses Dokument wurde mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen herausgegeben von BLI - Banque de Luxembourg Investments („BLI“). Die in dieser Publikation veröffentlichten Darstellungen und Meinungen stellen jene der Autoren dar und nicht die von BLI. Die in dieser Publikation veröffentlichten Finanz- und Wirtschaftsinformationen dienen ausschließlich zu Informationszwecken auf Basis der Informationen, die zum Publikationstermin bekannt waren. Diese Informationen enthalten weder eine Anlageberatung, -empfehlung oder -aufforderung zu investieren noch eine rechtliche oder steuerliche Beratung. Jede Information sollte mit größter Sorgfalt verwendet werden. BLI übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit, Aktualität oder Vollständigkeit dieser Informationen. BLI kann nicht haftbar gemacht werden für die Ergebnisse dieser Informationen oder Entscheidungen auf Basis dieser Informationen, die eine Person, unabhängig, ob BLI-Kunde oder nicht, trifft; diese Personen bleiben weiterhin verantwortlich für ihre eigenen Entscheidungen. Interessierte Personen müssen zusichern, dass sie die Risiken, die ihren Anlageentscheidungen zugrunde liegen, verstehen, und sollten von Investments solange Abstand nehmen, bis sie, in Verbindung mit ihren eigenen professionellen Beratern, die Angemessenheit ihrer Investments im Hinblick auf ihre persönliche finanzielle Situation sorgfältig abgewägt haben, insbesondere im Hinblick auf rechtliche, steuerliche und buchhalterische Aspekte. Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung eines Finanzinstruments in der Vergangenheit keine Garantie für zukünftige Erträge ist.

Nr. **175** – 2. Quartal 2023

**Perspectives**

Redaktionsschluss:  
17.04.2023

Autor und Herausgeber:  
BLI - Banque de Luxembourg Investments  
16, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Tel.: (+352) 26 26 99 33 18  
info@bli.lu  
[www.bli.lu](http://www.bli.lu)