

# Perspectives

## Analyse der Finanzmärkte

---

### Makroökonomisches Umfeld

3

- Die US-Wirtschaft hat 2023 Widerstandsfähigkeit gezeigt, was aber nicht bedeutet, dass sie 2024 vor einer Rezession gefeit ist.
- Außerhalb der USA ist die Konjunktur schwach. Die Eurozone steht am Rande einer Rezession, China vor einer Deflation.
- Da die Inflation abflaut, hat die US-Notenbank bereits die Absicht signalisiert, ihre Leitzinsen 2024 zu senken – auch wenn sich der Arbeitsmarkt nicht merklich verschlechtert hat.

---

### Finanzmärkte

9

- Der Konzentrationsgrad der großen Aktienindizes spricht für eine aktive Anlageverwaltung.
- Der Aufwärtstrend des japanischen Marktes scheint fest etabliert zu sein.
- Gold dürfte von der Rückkehr der Zentralbanken zu einer expansiveren Geldpolitik profitieren.

---

Besuchen Sie unsere Website

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

---

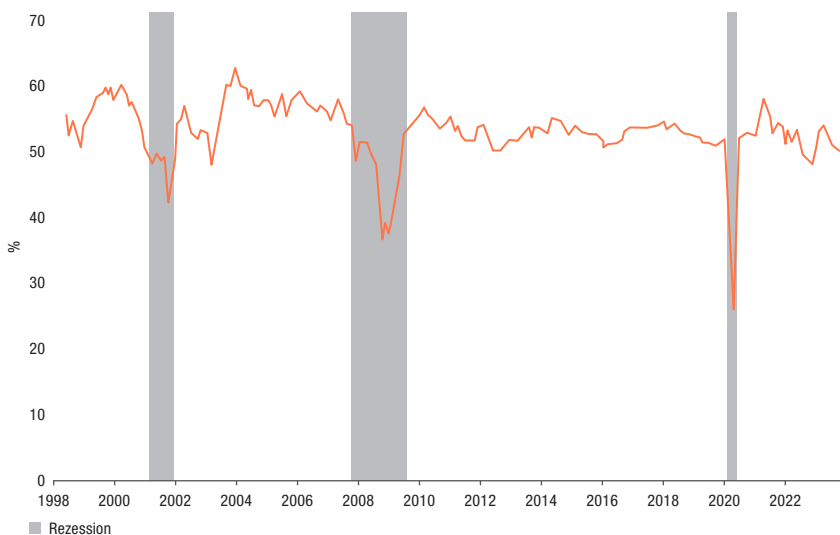
Eine Publikation von

**BLI - Banque de Luxembourg Investments**



# Makroökonomisches Umfeld

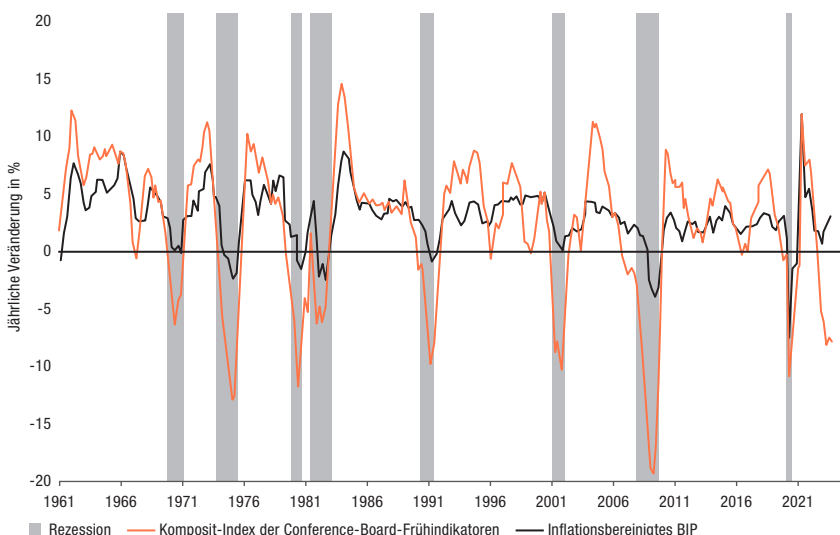
## WELTWEITER EINKAUFSMANAGER-KOMPOSIT-INDEX (PMI)



Quelle: Evercore ISI

Weltweit schwächt sich die Konjunktur weiter ab. Die einzige nennenswerte Ausnahme bilden die USA, wo die Wirtschaftsleistung relativ robust wächst. Gemäß dem Konsens der Analysten betrug das BIP-Wachstum in den USA 2023 2,4 %, was – sofern der Wert bestätigt wird – eine Steigerung gegenüber 2022 (+1,9 %) darstellt. In der Eurozone dagegen fiel das BIP-Wachstum 2023 auf 0,5 %, während es im Vorjahr noch 3,4 % betragen hatte. In China liegt das prognostizierte BIP-Wachstum für 2023 mit 5,2 % zwar höher als der Vorjahreswert von 3,0 %, spiegelt jedoch nicht die tatsächliche wirtschaftliche Lage wider, da die Wirtschaft während der Pandemie lange Lockdowns verkraften musste und die Werte für 2023 eine besonders niedrige Vergleichsbasis haben. Seit der Wiederöffnung der Wirtschaft Anfang 2023 lässt ein echter Aufschwung immer noch auf sich warten, da die anhaltenden Probleme des wichtigen Immobiliensektors das allgemeine Geschäftsklima im Land weiter deutlich belasten. Die weltweite Konjunktur bleibt insgesamt weiter schwach, zumal die geldpolitische Straffung der Zentralbanken ihre volle Wirkung erst im ersten Halbjahr 2024 entfalten dürfte.

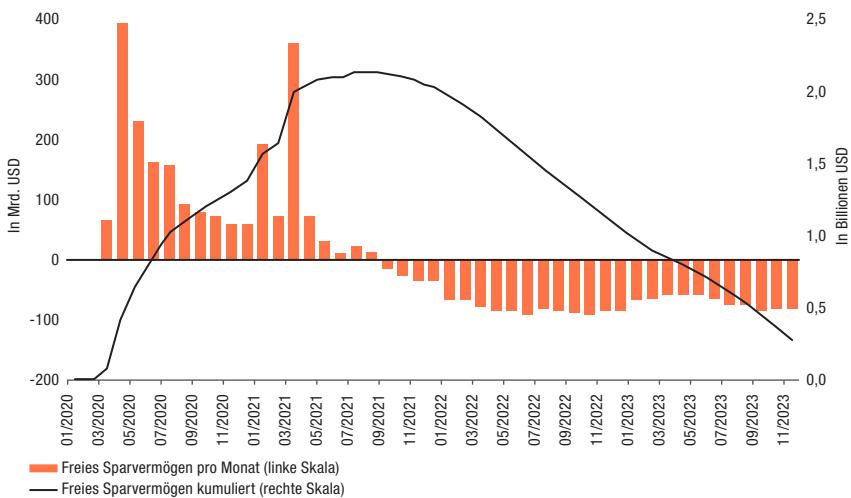
## FRÜHINDIKATOREN UND PIB-WACHSTUM IN DEN USA



Quelle: Conference Board, William Blair Equity Research

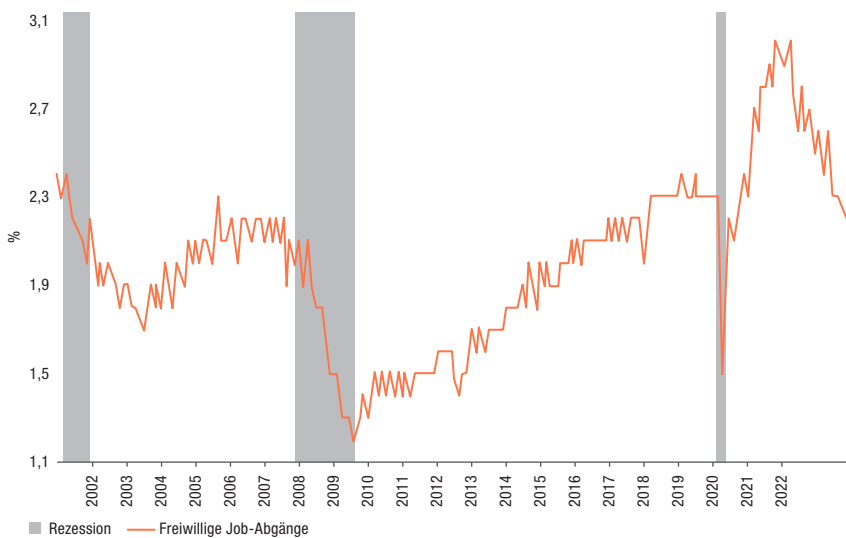
Vor Jahresfrist rechnete die überwiegende Zahl der Analysten noch mit einem Rezessionsszenario. Heute hingegen wird mehrheitlich davon ausgegangen, dass die US-Wirtschaft zu einer sanften Landung ansetzen wird. Grund für diesen Meinungsumschwung ist die günstige Entwicklung der Konjunktur 2023, die den Trend der Frühindikatoren zu widerlegen scheint. Diese Indikatoren haben sich in der Vergangenheit als äußerst zuverlässig erwiesen und alle Rezessionen der Nachkriegszeit korrekt vorhergesagt. Trotz der inversen Zinskurve, des sinkenden Kompositindex der Conference-Board-Frühindikatoren und der verschärften Finanzierungsbedingungen der Banken ist ein Schrumpfen der Konjunktur bislang ausgeblieben. Das bedeutet jedoch nicht, dass die Wirtschaft auch 2024 vor einer Rezession gefeit wäre. In der Vergangenheit dauerte es durchschnittlich 22 Monate vom Beginn eines Zinserhöhungszyklus der Federal Reserve bis zum Beginn einer Rezession. Da die Zinserhöhungen im März 2022 begannen, dürfte das erste Halbjahr 2024 der Zeitraum sein, in dem – basierend auf früheren Konjunkturzyklen – die Zinsanhebungen ihre maximale Wirkung entfalten. Mark Twain wird der Satz zugeschrieben: „Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich.“ Mit anderen Worten: Es scheint sehr viel wahrscheinlicher, dass sich der Beginn der Rezession etwas nach hinten verschiebt als dass er völlig ausbleibt – zumal nach einer der umfangreichsten Zinserhöhungen in der Geschichte der Federal Reserve.

## FREIES SPARVERMÖGEN IN DEN USA SEIT BEGINN DER PANDEMIE 2020



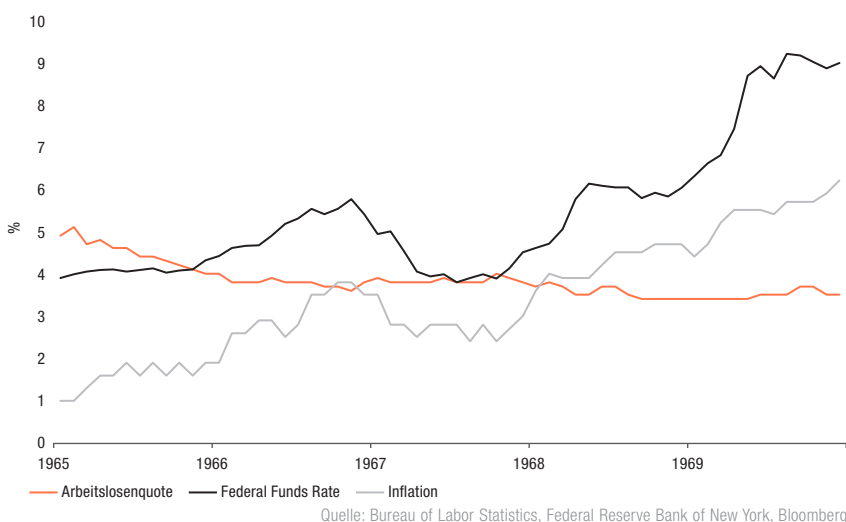
Die bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft ist im Wesentlichen das Ergebnis des starken privaten Konsums und der hohen öffentlichen Ausgaben. Die Widerstandsfähigkeit des privaten Konsums ist kein neues Phänomen. Selbst während der meisten Rezessionen seit dem Zweiten Weltkrieg brach der private Konsum in der Regel nicht ein, da Dienstleistungsbranchen und kurzlebige Konsumgüter relativ wenig zyklisch sind. Die große Finanzkrise von 2008 stellte eher eine Ausnahme als die Regel dar, weil seinerzeit der Einbruch der Immobilienpreise die Kaufkraft der privaten Haushalte beträchtlich reduzierte. Im aktuellen Konsumzyklus stärkt den Binnenkonsum zudem, dass die privaten Haushalte in der Pandemie Finanzreserven aufbauen konnten, mit denen sie den inflationsbedingten Kaufkraftverlust nun weitgehend ausgleichen können. Auch das hohe Haushaltsdefizit, das bei so niedriger Arbeitslosigkeit noch nie so hoch war, war ein unterstützender Faktor. In den kommenden Monaten könnten sich diese beiden Faktoren (Kaufkraft und Haushaltsdefizit) jedoch abschwächen. Die private Kaufkraft wird darunter leiden, dass die freien Sparvermögen langsam ausgeschöpft sind, und weitere fiskalpolitische Maßnahmen dürften sich komplizierter gestalten, da sowohl Demokraten als auch Republikaner immer weniger bereit sind, im Vorfeld der Wahlen im November Kompromisse einzugehen.

## KÜNDIGUNGSRATE IN DEN USA



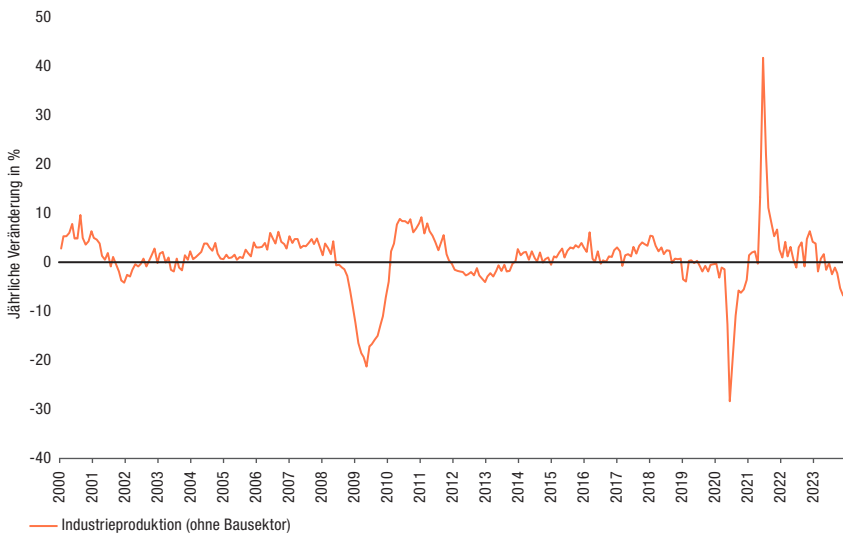
Eine deutliche Verschlechterung des Arbeitsmarkts, die in der Regel gleichbedeutend ist mit dem Beginn einer Rezession, ist bislang ausgeblieben. Allerdings mehren sich die Anzeichen für eine Abschwächung, die oft Vorboten einer deutlicheren Verschlechterung sind. Die Zahl der offenen Stellen sinkt, ebenso die der freiwilligen Weggänge aus Unternehmen und der befristeten Arbeitsplätze. Dies zeigt: Das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, das den Arbeitsmarkt seit dem Ende der Pandemie und der damit einhergehenden Erholung gekennzeichnet hat, gibt es nicht mehr. In den vergangenen sechs Monaten beschränkten sich neue Stellen im Wesentlichen auf den öffentlichen Sektor sowie die Bereiche Gesundheitswesen und Sozialfürsorge, während sich die Dynamik im verbleibenden privaten Sektor deutlich abgeschwächt hat. Bisher sind großflächige Kündigungen weitgehend ausgeblieben, weil die Unternehmen (so wie die privaten Haushalte) während des Pandemie-Booms große Finanzreserven aufbauen konnten. Das schwächere Umsatzwachstum im Zusammenspiel mit immer noch beachtlichen Lohn- und Gehaltssteigerungen dürfte bei Unternehmen in nicht allzu ferner Zukunft den traditionellen Reflex auslösen, Personalkosten und Investitionsausgaben zu kürzen, um Gewinnmargen und Cashflows zu schützen.

## ZINSEN, ARBEITSLOSIGKEIT UND INFLATION IN DEN USA 1965 BIS 1970



Die Hoffnung, einer Rezession zu entgehen, beruht darauf, dass die Federal Reserve die Zinsen vorzeitig senken würde, noch bevor es zu einer Verschlechterung des Arbeitsmarkts kommt. Als Vergleich kann die Situation von 1967 herangezogen werden, als die Federal Reserve bei inverser Zinskurve mit einer Senkung der Leitzinsen anfang, noch bevor die Arbeitslosenquote zu steigen begann. Der positive Effekt dieser Strategie war, dass die Wirtschaft sich erholte, noch bevor es zu Kündigungen kam. So konnte trotz der inversen Zinskurve eine Rezession vermieden werden – eine echte Ausnahme in der Zeit seit dem Zweiten Weltkrieg. Diese Geldpolitik führte allerdings zu einem rapiden Preisanstieg und wurde zum Ausgangspunkt einer exzessiven Inflation im gesamten folgenden Jahrzehnt. Heute stehen die Zinshüter vor einem ähnlichen Dilemma. Vorzeitige Zinssenkungen könnten das Abgleiten in eine Rezession zwar möglicherweise verhindern, brächten jedoch höchstwahrscheinlich schnell die Inflation zurück, was wiederum im nächsten Zinszyklus umso drastischere Zinserhöhungen erforderlich machen würde.

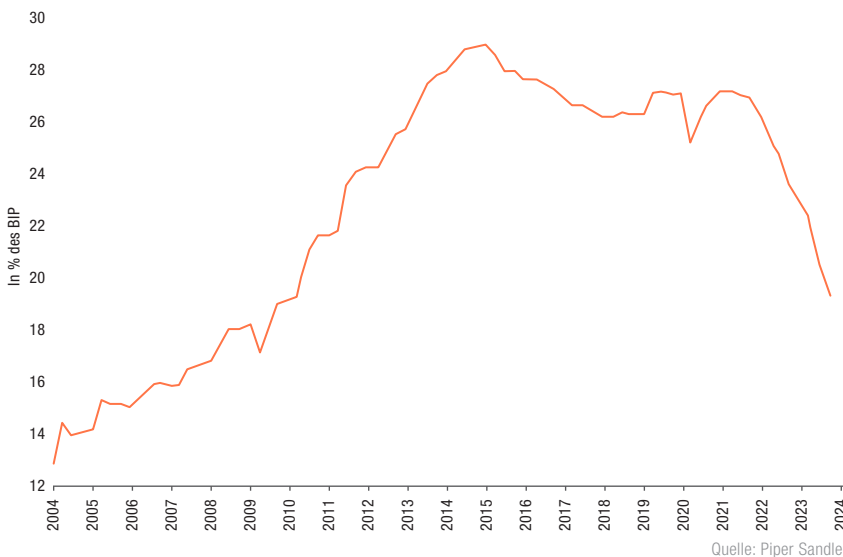
### INDUSTRIEPRODUKTION IN DER EUROZONE



Quelle: Eurostat, Bloomberg

In Europa ist die Konjunktur deutlich schwächer als in den USA. Gründe für diese relative Wachstumsschwäche in Europa sind die höheren Energiekosten und die geringere staatliche Unterstützung während der Pandemie. Seit mehreren Monaten geht die Industrieproduktion zurück, und in den Dienstleistungsbranchen geht dem Aufschwung, der nach dem Ende der Pandemie eingesetzt hatte, die Luft aus. Sollte das BIP in der Eurozone im vierten Quartal 2023 erneut schrumpfen (im dritten Quartal lag es bei -0,1 %), wäre das Kriterium von zwei aufeinanderfolgenden Quartalen mit Negativwachstum erfüllt, was allgemein als Definition einer technischen Rezession gilt. Derzeit ist schwer vorzustellen, von welchen Faktoren eine Belebung der europäischen Konjunktur ausgehen könnte. In Deutschland schränkt die in der Verfassung festgeschriebene Schuldenbremse den Handlungsspielraum der Regierung ein; bisher konnte nicht einmal der Bundeshaushalt für 2024 verabschiedet werden. In Frankreich werden die Konjunkturprognosen ebenfalls immer weiter nach unten korrigiert, da die Unternehmensinvestitionen und der private Konsum gleichermaßen lahmen. Die Hoffnungen ruhen auf einem raschen weiteren Rückgang der Inflation, der die Kaufkraft der privaten Haushalte beleben und so spätestens ab 2025 für eine Wachstumsbeschleunigung führen könnte.

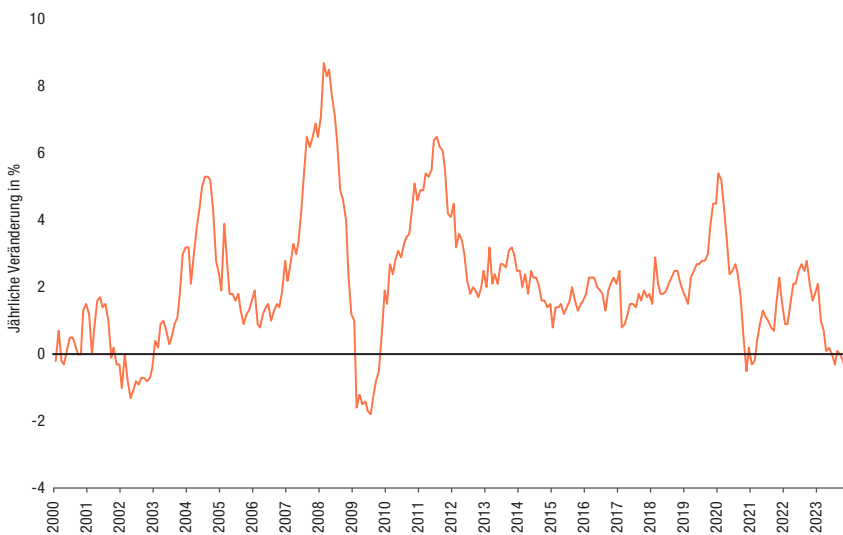
### IMMOBILIENINVESTITIONEN IN CHINA



Quelle: Piper Sandler

Auch wenn China sein Wachstumsziel von 5 % für 2023 leicht übertroffen hat, bleibt die wirtschaftliche Lage des Landes schwierig. Seit der Wiederöffnung der Wirtschaft Anfang 2023 ist es der Regierung nicht gelungen, den Konjunkturmotor wieder zum Laufen zu bringen. Hauptsorge bleibt die Verfassung des Immobiliensektors, der in der Wirtschaft ein übergroßes Gewicht eingenommen hatte. Die chinesische Regierung hatte in den vergangenen Jahren diverse Versuche unternommen, um das Wachstum dieser Branche zu bremsen. Vor allem wurde die Kreditaufnahme der Immobilienentwickler eingeschränkt. Die Parole von Präsident Xi, Häuser seien „zum Wohnen da, nicht zum Spekulieren“, die er seit 2016 mantrahaft wiederholt, ist zum Symbol für den Kampf gegen den ungebremsen Wohnungsbau geworden. Heute, d. h. acht Jahre später, kommt die Immobilienbranche nicht wieder in Gang. Einige große Entwickler stehen knapp vor der Insolvenz, den lokalen Verwaltungen, die auf Grundstücken sitzen bleiben, fehlen die entsprechenden Einnahmen, und die Bevölkerung zeigt sich misstrauisch angesichts der ungewissen Wertentwicklung einer Immobilienanlage. Sollte Peking nicht grundsätzlichere Maßnahmen ergreifen, könnte sich die Sanierung des Sektors nicht nur über Monate, sondern über Jahre hinziehen.

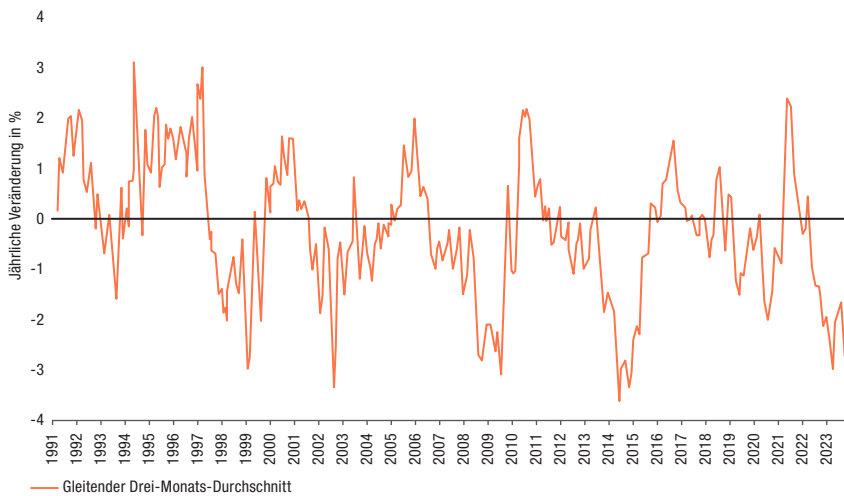
### INFLATION IN CHINA



Quelle: National Bureau of Statistics of China, Bloomberg

Kurzfristig könnte China versucht sein, eine Beschleunigung des Wachstums durch eine Steigerung der Exporte anzustreben. Auch wenn die Binnennachfrage nicht ernsthaft gefährdet scheint, bleibt das normalisierte Wachstum der Einzelhandelsumsätze (d. h. nach Herausrechnen der Pandemie-Effekte) deutlich hinter der Industrieproduktion zurück. Es kommt also zu Produktionsüberschüssen, die vom inländischen Konsum nicht aufgenommen werden können. Dieses Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage verstärkt den Druck auf die Preise. So lagen die letzten drei offiziellen Inflationszahlen im negativen Bereich. Inwiefern der Export gesteigert werden kann, ist allerdings fraglich. Weder die USA noch Europa werden hinnehmen, dass die (häufig unlauter operierende) Konkurrenz aus China das Überleben der heimischen Produzenten bedroht. Vielmehr versuchen die westlichen Regierungen, ihre Lieferketten zu sichern und die Abhängigkeit von der „Werkbank der Welt“ zu reduzieren. Mittel- und langfristig wird China sein Wachstumsmodell daher neu definieren müssen. Die strukturellen Probleme des Immobiliensektors, die rückläufige Geburtenrate und die damit verbundenen demographischen Auswirkungen sowie geopolitische Spannungen, die das Exportpotenzial vermindern, dürften in den kommenden Jahren zu dauerhaft geringeren Wachstumsraten in China führen.

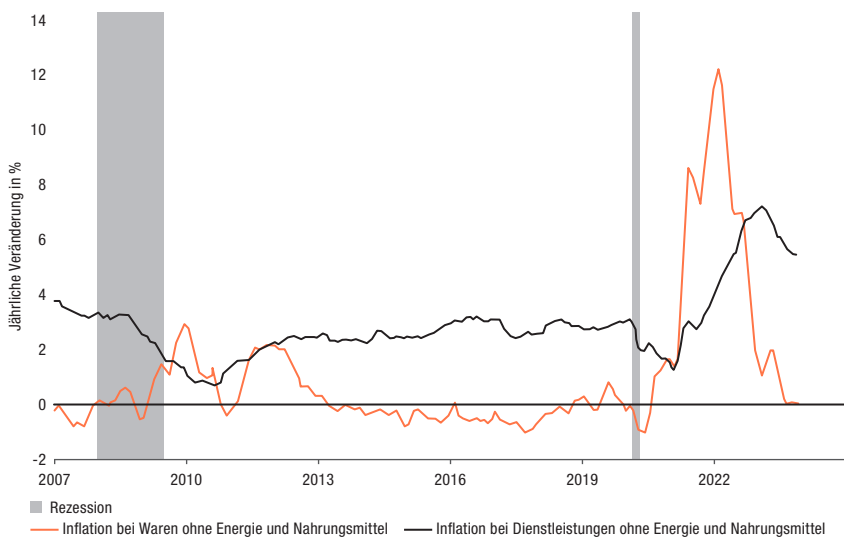
## DURCHSCHNITTLICHES MONATLICHES EINKOMMEN IN JAPAN (INFLATIONSBEREINIGT)



Quelle: Ministry of Health, Labour and Welfare, Jefferies

In Japan wird das BIP-Wachstum für 2023 auf 2 % geschätzt – eine Zunahme gegenüber dem Vorjahreswert von 1 %. Die Konjunktur profitierte vor allem von der günstigen Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und vom starken Export, der durch den schwächeren Yen begünstigt wurde. Die Kehrseite der Medaille: Ein schwacher Yen wirkt positiv auf die Inflation und reduziert damit die Kaufkraft der Haushalte. Diese sank inflationsbereinigt, obwohl die jüngsten Lohnabschlüsse die höchsten seit über 30 Jahren waren. Obwohl die Basisinflation (ohne frische Lebensmittel) 20 Monate in Folge bei über 2 % lag, hat sich die Bank of Japan immer noch nicht von ihrer Negativzinspolitik verabschiedet. Die jüngsten Äußerungen des Notenbankchefs deuten indes auf einen langsamen Weg hin zu einer Normalisierung der Geldpolitik hin. Das geplante Vorgehen und der Zeitplan wurden allerdings noch nicht mitgeteilt. Weil sich die Aussichten für den Export und die Unternehmensinvestitionen aufgrund der rückläufigen weltweiten Nachfrage verschlechtern, müssen stärkere Impulse vom privaten Konsum kommen, damit ein größerer Konjunkturrückgang im Jahresverlauf vermieden werden kann.

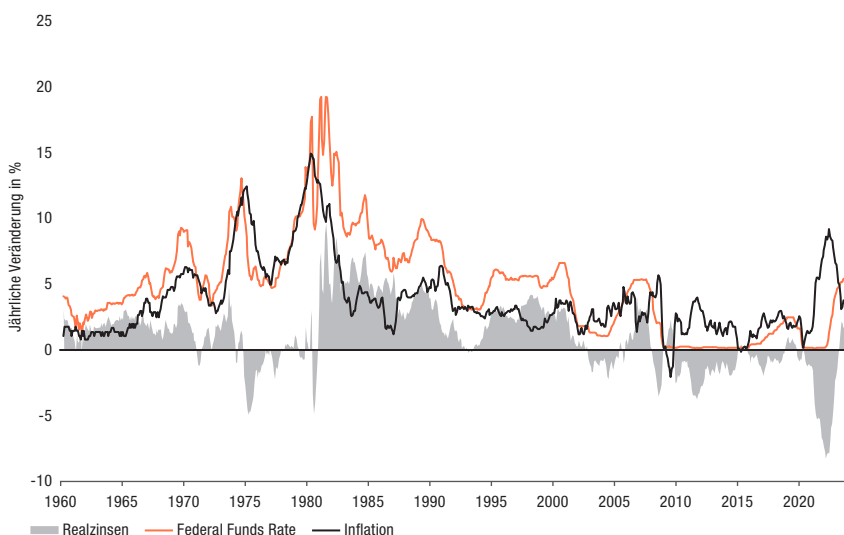
## INFLATION IN DEN USA



Quelle: Bureau of Labor Statistics, Evercore ISI

Während vor einem Jahr ein allgemeiner Inflationsrückgang noch relativ gut absehbar war, sind die Aussichten derzeit weniger klar. Im Warenverkehr haben sich die Lieferketten nach dem Ende der Pandemie wieder normalisiert; die Rohstoffpreise sind nach der Energiekrise von 2022 wieder gesunken. Beides musste dazu führen, dass der Preisauftrieb 2023 abflaute, zumal die Vergleichsbasis sehr hoch geworden war. Der weitere Spielraum für einen Rückgang der Inflation scheint jedoch begrenzt, da die Wareninflation mittlerweile bei quasi 0 % liegt. In den Dienstleistungssektoren hält sich der Teuerungsdruck hartnäckiger, da die Inflation der Dienstleistungen eng an die Lohnentwicklung gekoppelt ist und im vergangenen Jahr arbeitnehmerfreundliche Tarifverträge ausgehandelt wurden. Die weitere Inflationsentwicklung wird daher wesentlich von der Lage auf dem Arbeitsmarkt abhängen. Sollte sich unsere Hypothese bestätigen, dass in den kommenden Monaten eine Rezession in den USA aufzieht, würden steigende Arbeitslosenzahlen dazu führen, dass die Nachfrage in vielen Dienstleistungsbereichen sinkt und der Preisdruck nachlässt. Sollte die Wirtschaftsabschwächung hingegen tatsächlich in eine sanfte Landung münden, könnte sich die Inflation hartnäckiger halten und oberhalb der von den Zentralbanken angestrebten Zwei-Prozent-Marke verharren.

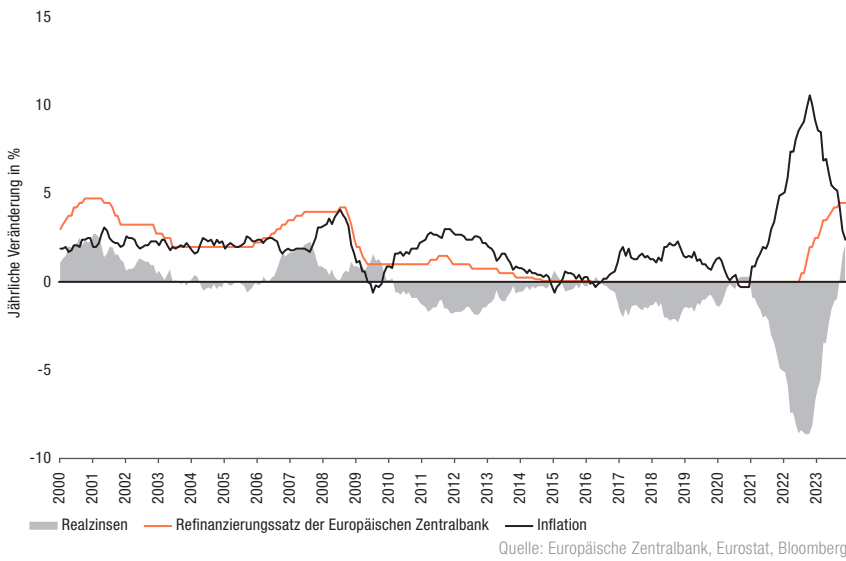
## GELDPOLITIK IN DEN USA



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

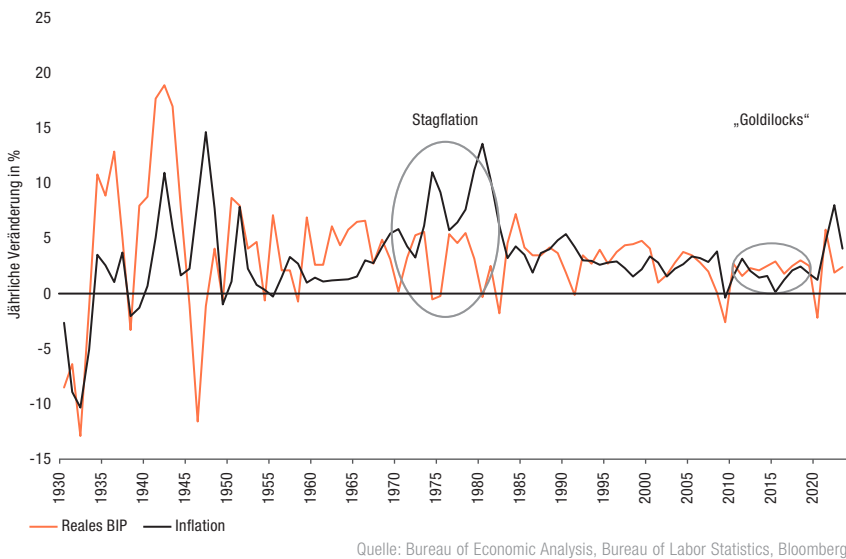
Seit der Zinserhöhung um 25 Basispunkte im Juli hat die US-Notenbank nicht mehr an der Zinsschraube gedreht; der Zielkorridor für die Fed Funds Rate liegt unverändert bei 5,25 % bis 5,50 %. Bei der letzten Sitzung des Offenmarktausschusses im Dezember vollzog Fed-Chef Jerome Powell eine bemerkenswerte Wende und gab zum ersten Mal seit Beginn des Zinsstraffungszyklus zu verstehen, dass der nächste Zinsschritt nach unten gehen könnte. Die Kursänderung ist umso erstaunlicher, als der oberste Währungshüter der USA in den Wochen zuvor stets wiederholt hatte, dass höhere Zinsen auf längere Sicht unabdingbar seien, um das Inflationsziel von 2 % zu erreichen. Andererseits bestätigte Powell damit nur die Erwartungen der Analysten, die aufgrund der rückläufigen Inflation 2023 für das kommende Jahr mit sechs Zinssenkungen rechnen – immer noch doppelt so viele wie die, die von der Federal Reserve offiziell vorhergesagt werden. Kommt es zu größeren Zinssenkungen noch bevor sich die Arbeitsmarktlage abschwächt, droht als größte Gefahr eine schnell steigende Inflation (wie 1967). Dies wiederum würde in der Folgezeit eine umso drastischere Straffung der Geldpolitik erfordern.

**GELD- UND ZINSPOLITIK IN DER EUROZONE**



In der Eurozone fand die letzte Leitzinserhöhung im September statt. Seither beließ die Europäische Zentralbank ihren Einlagenzins unverändert bei 4,0 % und ihren Refinanzierungssatz bei 4,5 %. Anders als ihre Kollegen in den USA zeigt sich EZB-Chefin Christine Lagarde in der Frage nach einem möglichen Kurswechsel in der Zinspolitik zurückhaltender, obwohl das Wirtschaftswachstum in der Eurozone schwächer ist als in den USA. Einer der Gründe hierfür könnte sein, dass die beiden Notenbanken unterschiedliche Mandate haben. Während die EZB ausschließlich für die Preisstabilität verantwortlich ist, soll die Federal Reserve auch den Arbeitsmarkt im Blick behalten. Ein anderer Grund könnte die Verschiebung der Konjunkturzyklen sein. Die EZB folgt den Entscheidungen der Federal Reserve oft erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung. Trotz des unveränderten Kurses von Lagarde gehen die Analysten mehrheitlich davon aus, dass die Leitzinsen in Europa, so wie in den USA, bis Dezember 2024 um etwa 1,5 % gesenkt werden. Auch wenn diese Erwartungen deutlich von den offiziellen Verlautbarungen abweichen, werden Zeitpunkt und Umfang der Zinssenkungen wesentlich von der wirtschaftlichen Entwicklung im Jahresverlauf abhängen. Sollte sich die Abschwächung der Konjunktur in Europa verschärfen, dürfte eine Zinssenkung im genannten Ausmaß eine realistische Option sein.

**REALES BIP UND INFLATION IN DEN USA SEIT 1930**



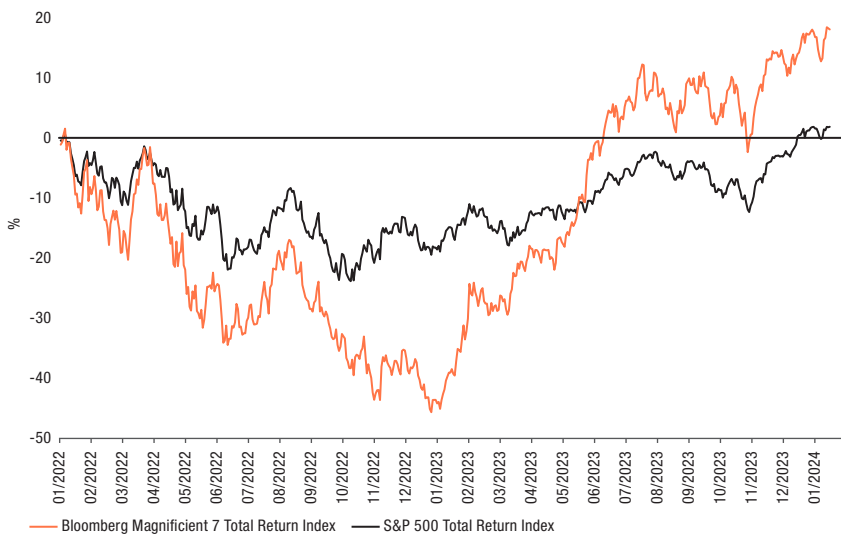
Derzeit sieht es so aus, als könnte 2024 zu einem entscheidenden Jahr werden, in dem sich zeigen wird, welchen Weg die Weltwirtschaft in den kommenden Jahren einschlägt. Wird die Wirtschaft in den USA nach einer Abschwächung schließlich zu einer sanften Landung ansetzen, und wird die Inflation ohne Schrumpfung zur Zwei-Prozent-Marke zurückkehren? Wird sich also ein Szenario ähnlich wie in den Jahren 2012 bis 2019 wiederholen, der Zeit vor der Pandemie, die von moderatem Wachstum und niedriger Inflation gekennzeichnet war, und die nach der Märchenfigur R. Southeys als „Goldlöckchen-Wirtschaft“, einer Metapher für den perfekten Mittelweg, bezeichnet wird? Oder wird die Konjunkturabschwächung in eine Rezession münden, so wie dies in der Vergangenheit (von einer Ausnahme abgesehen) immer dann der Fall war, nachdem eine Inversion der US-Zinskurve stattgefunden hatte, auf die dann ein volatileres Konjunkturmilieu folgen wird, in dem sich Jahre mit stärkerem und schwächerem Wachstum und ebensolcher Inflation abwechseln, ähnlich der Stagflationsphase der 1970er-Jahre, und das zudem von geopolitischen Spannungen, einer ungebremsten Ausgabenpolitik und von Arbeitskräfte- und Rohstoffmangel geprägt sein wird? Auch wenn wir das zweitgenannte Szenario für wahrscheinlicher halten, wird – wie immer – erst die Zukunft die Antwort auf diese Frage geben.





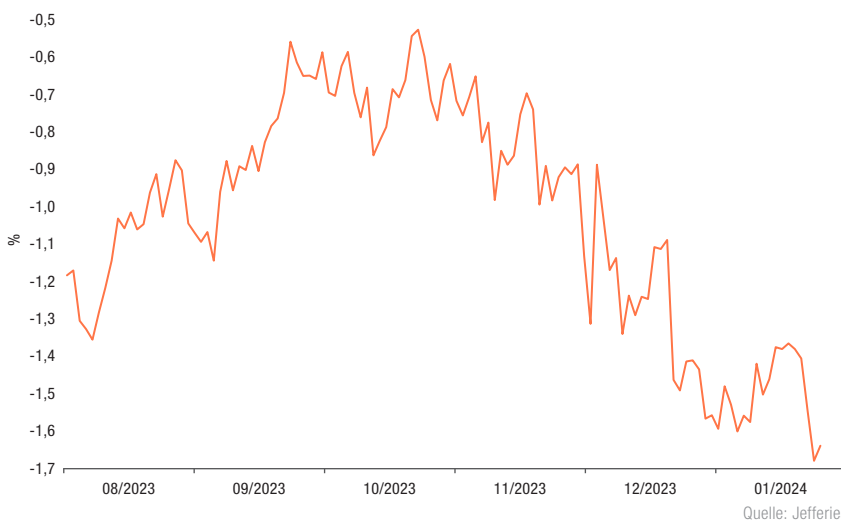
# Finanzmärkte

## S&P 500 UND MAGNIFICENT 7 ÜBER ZWEI JAHRE



An den Aktienmärkten war 2023 ein Jahr für die Optimisten. Die Kurserholung, die im vierten Quartal 2022 begonnen hatte, setzte sich fort und ermöglichte es den wichtigsten Indizes, die Verluste von 2022 wieder wettzumachen, oder sogar neue Höchststände zu erreichen. Zwei Faktoren scheinen für diesen wiedergewonnenen Optimismus verantwortlich zu sein. Erstens lösten sich die Befürchtungen, dass die US-Wirtschaft in eine Rezession abgleiten könnte, allmählich auf und wurden durch die Erwartung einer sanften Landung der Wirtschaft ersetzt. Zweitens hat das Aufkommen des Themas Künstliche Intelligenz die Phantasie der Anleger beflügelt und den großen Technologiewerten neuen Auftrieb gegeben. Diese waren es dann auch, die den Anstieg der Indizes ermöglichten, angefangen mit dem S&P 500 in den USA, dessen Hausse hauptsächlich auf der Performance der sogenannten „Magnificent 7“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla) beruht.

## VOM MARKT ERWARTETER RÜCKGANG DES LEITZINSES DER US-NOTENBANK FÜR 2024 (IN %)



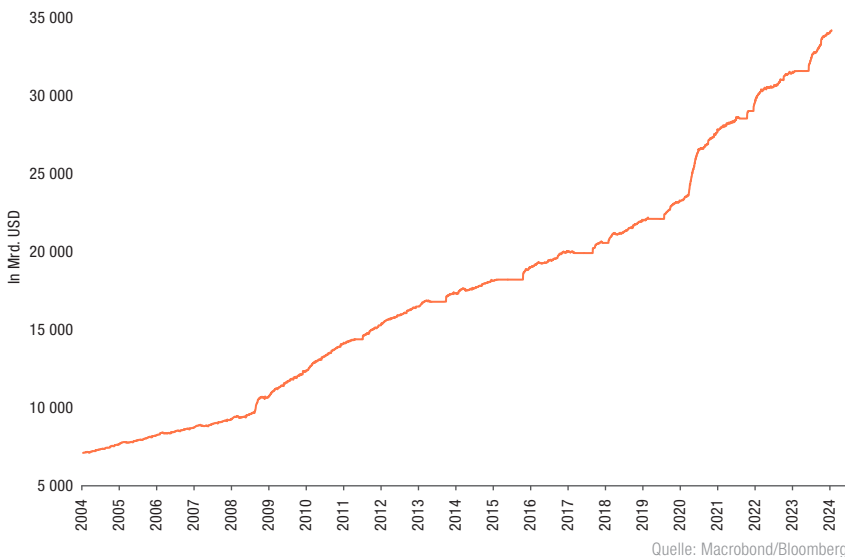
Anfang 2023 machte sich eine große Anzahl von Anlegern Sorgen über eine mögliche Rezession in den USA und eine weitere Straffung der Geldpolitik durch die Zentralbanken. Zu Beginn des Jahres 2024 sind diese Befürchtungen sehr optimistischen Erwartungen gewichen. Man geht davon aus, dass die US-Wirtschaft eine weiche Landung hinlegt und die Unternehmensgewinne sich positiv entwickeln. Gleichzeitig rechnen die Anleger mit einer deutlichen Lockerung der Geldpolitik der Federal Reserve, bei der die US-Zentralbank ihren Leitzins um etwa 150 Basispunkte senken würde. Die Tatsache, dass diese beiden Szenarien etwas widersprüchlich sind, scheint die Märkte nicht zu beunruhigen. Denn wenn sich die US-Wirtschaft als widerstandsfähig erweist, gibt es keinen Grund, warum die Währungshüter ihre Geldpolitik so stark lockern sollten. Wenn sie sich jedoch dazu gezwungen sehen, bedeutet dies wohl, dass sich die Wirtschaftsaktivität stärker als erwartet verschlechtert hat. Ganz zu schweigen davon, dass die Federal Reserve in einem Wahljahr normalerweise von größeren Änderungen ihrer Politik absieht, um sich nicht dem Vorwurf der Wahlbeeinflussung auszusetzen.

## ENTWICKLUNG DES KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSSES DER MAGNIFICENT 7 ÜBER EIN JAHR



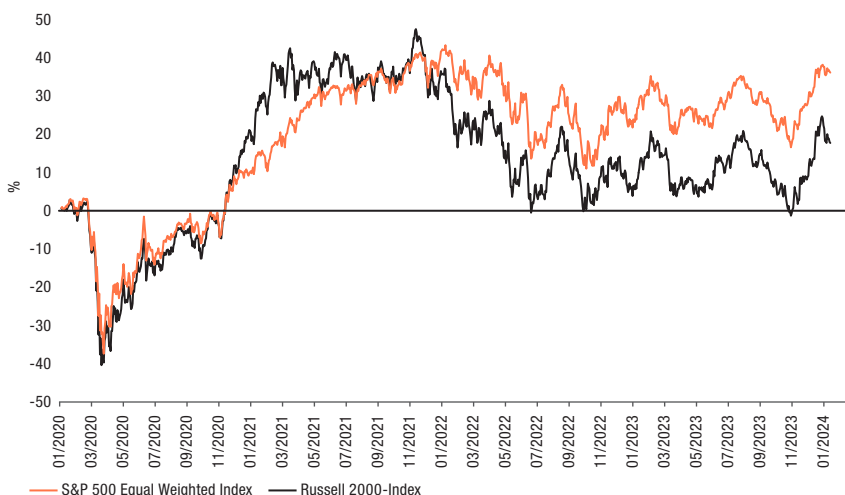
2023 war erneut sehr schwierig für aktives Management, insbesondere in den USA. Sofern man nicht davon ausgeht, dass die Aktienindizes weiterhin von einer begrenzten Anzahl von Aktien nach oben getrieben werden, dürften sich die Dinge jedoch allmählich ändern. So ist der Konzentrationsgrad des S&P 500 historisch gesehen hoch. In der Vergangenheit war ein solcher Konzentrationsgrad kein gutes Zeichen für die zukünftige Performance des Marktes. Außerdem ist der starke Kursanstieg der Magnificent 7, die heute praktisch eine eigene Anlageklasse bilden, 2023 zu einem sehr großen Teil auf einen Anstieg ihrer Bewertungen zurückzuführen und nicht auf deutlich höheren Gewinnen. Dieser Bewertungsanstieg mag vor dem Hintergrund einer weiteren geldpolitischen Straffung durch die Zentralbanken in der ersten Jahreshälfte und steigender langfristiger Zinsen (bis Oktober) erstaunen. Apple, Amazon, Alphabet oder Microsoft sind sicherlich hervorragende Unternehmen, aber sie waren es auch Ende 2021. Trotzdem hat sich ihr Aktienkurs 2022 teilweise halbiert.

## GESAMTBESTAND DER STAATSSCHULDEN IN DEN USA



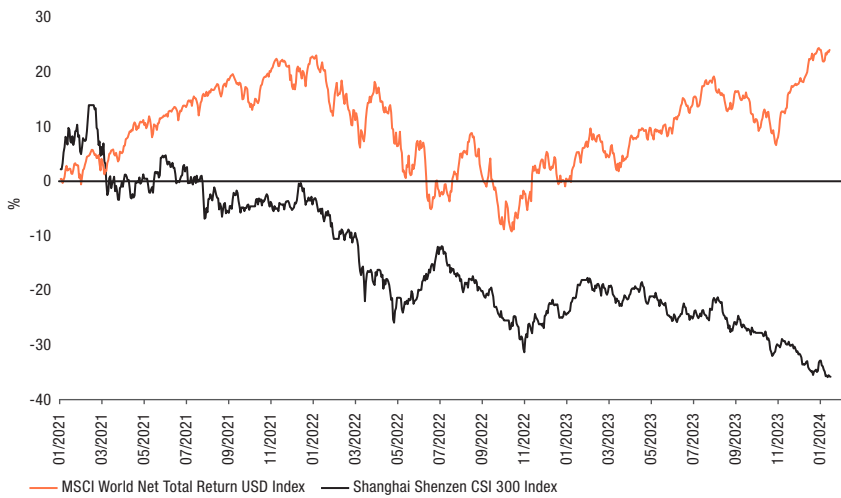
Ein Faktor, der für die großen US-Technologiewerte gesprochen, und auch weiterhin sprechen könnte, ist, dass sie das Potenzial haben, die US-Staatsanleihen in den Portfolios der großen ausländischen Investoren zu ersetzen. In dem Maße, in dem die USA ein großes Defizit in ihrer Handelsbilanz verzeichnen, müssen sie einen Überschuss in ihrer Kapitalbilanz verzeichnen. Die von Ausländern aufgrund ihres Handels mit den USA gehaltenen überschüssigen Dollars wurden lange Zeit in US-Staatsanleihen angelegt. Die Fragmentierung der Weltwirtschaft, der kontinuierliche Anstieg der US-Staatsverschuldung bei einem immer größeren Haushaltsdefizit und die Angst vor einer Monetisierung der US-Schulden haben jedoch das Vertrauen der ausländischen Anleger in die lange Zeit als sicherer Hafen angesehenen US-Staatsanleihen erschüttert. Dies könnte dazu führen, dass sie ihre Dollars lieber in Aktien der großen Technologieunternehmen investieren. Dies gilt umso mehr, als diese Unternehmen regelmäßig ihre eigenen Aktien zurückkaufen und so ihr Angebot verringern, während das Angebot an Staatsanleihen unter dem Einfluss der anhaltenden Haushaltsdefizite stetig steigt.

## ENTWICKLUNG DES S&P 500- UND RUSSELL 2000-INDEX ÜBER FÜNF JAHRE



Abgesehen von den Technologiewerten, die das Jahr 2023 geprägt haben und zu denen man auch die Pharmaunternehmen Eli Lilly und Novo Nordisk mit ihren Blockbuster-Medikamenten gegen Fettleibigkeit zählen könnte, haben viele Werte nur wenig oder gar nicht am Anstieg der Märkte teilgenommen. Diese Aktien wurden entweder durch steigende Zinsen, wirtschaftliche oder geopolitische Unsicherheiten beeinträchtigt oder waren einfach nicht in der Lage, die Phantasie der Anleger anzusprechen. So schnitten die Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung deutlich schlechter ab als ihre größeren Pendanten. In den USA liegt der Russell 2000-Index immer noch rund 20 % unter seinem Stand von Ende 2021, während der S&P 500-Index seinen damaligen Stand wieder erreicht hat. Auch der Schweizer Markt ist ein gutes Beispiel dafür, dass viele Werte nicht an der Hausse des vergangenen Jahres teilgenommen haben. Der SMI-Index umfasst eine große Anzahl qualitativ hochwertiger Unternehmen, hat aber im vergangenen Jahr deutlich weniger zugelegt. Er wurde durch seine eher defensive Zusammensetzung beeinträchtigt, zu einem Zeitpunkt, als die Rezessionsängste allmählich verschwanden, und dadurch, dass es ihm an Technologiewerten mangelt.

### ENTWICKLUNG DES CHINESISCHEN MARKTES UND DES GLOBALEN AKTIENINDEX ÜBER DREI JAHRE



Quelle: Macrobond/Bloomberg

Der chinesische Markt setzte seine Talfahrt im vergangenen Jahr fort. In den vergangenen zwei Jahren betrug seine Underperformance gegenüber dem globalen Index rund 60 %. Die Gründe für diese Underperformance reichen von geopolitischen Spannungen über wirtschaftliche Enttäuschungen bis hin zu der Befürchtung, dass die Kommunistische Partei jederzeit die Spielregeln ändern könnte. Da der chinesische Markt eine wichtige Rolle in den asiatischen Indizes spielt, haben einige Indexanbieter damit begonnen, Indizes anzubieten, die China ausschließen. Es gibt heute im Wesentlichen zwei Möglichkeiten, sich dem chinesischen Markt zu nähern. Die erste besteht darin, sich zu sagen, dass man dort nicht investieren sollte, da die Spielregeln in China anders sind und die Interessen der Partei eindeutig über den Interessen der Aktionäre stehen. Die zweite darin, eine besonders hohe Risikoprämie zu fordern, um in chinesische Aktien zu investieren. Mit anderen Worten: Ihre Bewertungen müssen niedrig sein. Dies ist heute der Fall. Der chinesische Markt wird von in- und ausländischen Anlegern vernachlässigt und bietet eine Risikoprämie, die weit über ihrem historischen Durchschnitt liegt.

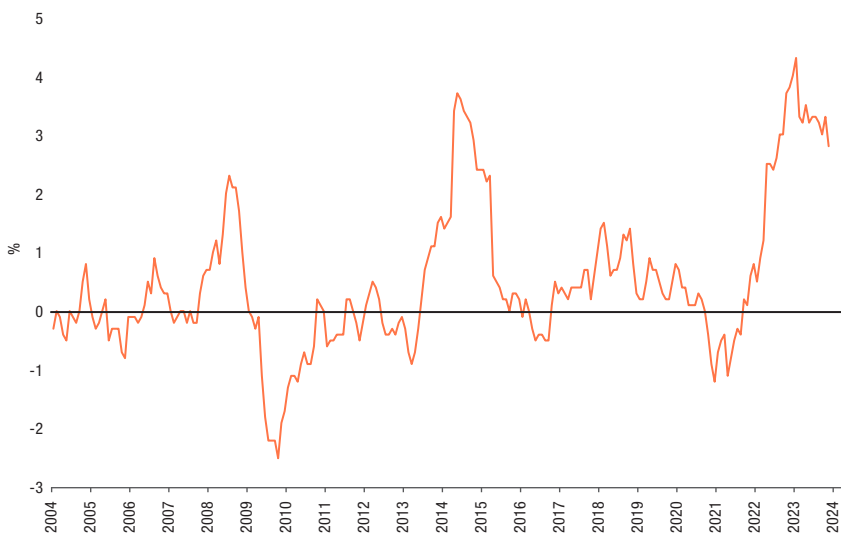
### ENTWICKLUNG DER INDIZES S&P 500, STOXX 600 UND TOPIX ÜBER DREI JAHRE



Quelle: Macrobond/Bloomberg

Im Jahr 2023 erreichte der Nikkei 225-Index endlich wieder die Marke von 30.000, die er 1989 zum ersten Mal passiert hatte. In lokaler Währung verzeichnet der japanische Markt in den vergangenen drei Jahren eine deutlich bessere Performance als der US-amerikanische und der europäische Markt. Zwischenzeitliche Korrekturen sind immer möglich, aber der Aufwärtstrend des japanischen Marktes scheint fest etabliert. Er beruht auf der Verbesserung der Unternehmensführung. Zwar haben japanische Unternehmen stets operative Effizienz bewiesen, doch ihre Effizienz bei der Kapitalallokation ließ stark zu wünschen übrig. Ihr Hauptziel war es, Marktanteile zu gewinnen, was häufig zu einer schlechten Kapitalallokation und einer niedrigen Rendite auf das investierte Kapital führte. Darüber hinaus wurden die Interessen der Aktionäre nur selten berücksichtigt. All dies begann sich vor etwa zehn Jahren mit dem Abenomics-Programm des damaligen Premierministers Shinzo Abe zu ändern. Heute beschleunigen sich die Dinge mit dem Auftreten vieler aktivistischer Investoren und unter dem Druck lokaler institutioneller Investoren.

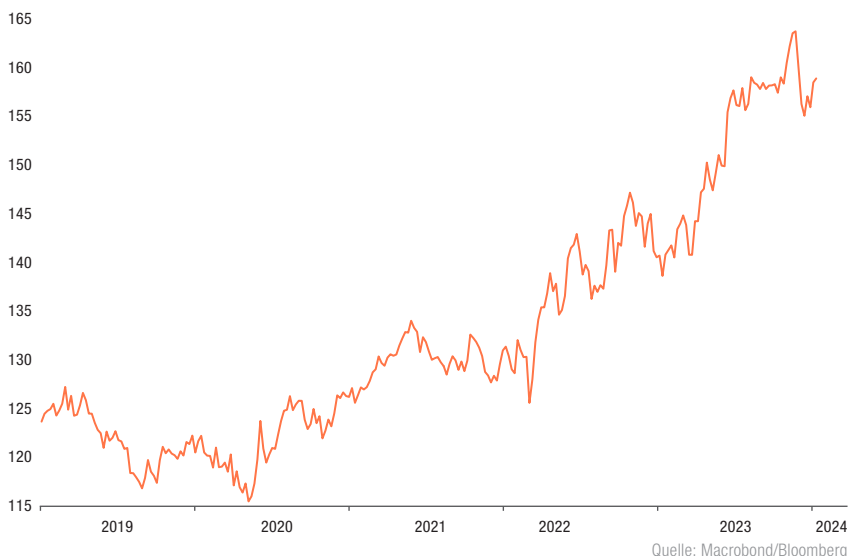
### INFLATIONSRATE IN JAPAN



Quelle: Macrobond/Bloomberg

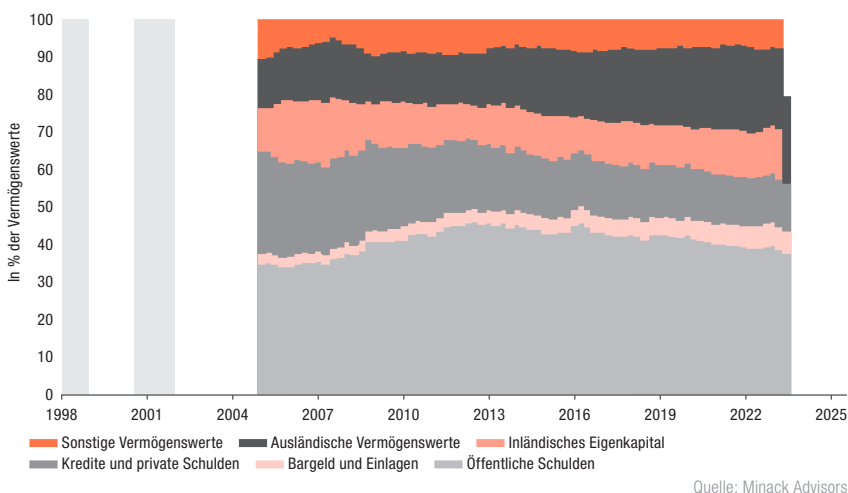
Die Verbesserung der Unternehmensführung ist zwar das Hauptargument für den japanischen Markt, doch auch andere Faktoren dürften ihm helfen. Das Ende der Deflation wirkt sich positiv auf die Unternehmensergebnisse aus. Für die Unternehmen ist es sicherlich einfacher, ihre Umsätze in einem Umfeld mit einem nominalen Wachstum von 3 % bis 4 % (1 % bis 2 % reales Wachstum +2 % Inflation) zu steigern, als bei 0 % (1 % bis 2 % reales Wachstum – 1 % bis 2 % Inflation). In einer fragmentierten Weltwirtschaft scheint Japan zudem in einer guten geopolitischen Position zu sein. Insbesondere dürfte es von der wirtschaftlichen Integration der eurasischen Region profitieren. Japanische Unternehmen gehören zudem häufig zu den Weltmarktführern in ihren jeweiligen Branchen. Ihre Bewertungen sind attraktiv, insbesondere wenn man das Potenzial zur Verbesserung der Bilanzeffizienz berücksichtigt. Auch der Verschuldungsgrad liegt unter dem ihrer westlichen Pendanten. Es ist jedoch zu beachten, dass der japanische Markt recht zyklisch ist und viele japanische Unternehmen von einer starken Abschwächung der Weltkonjunktur betroffen wären.

### ENTWICKLUNG DES EUR/JPY-WECHSELKURSES ÜBER FÜNF JAHRE



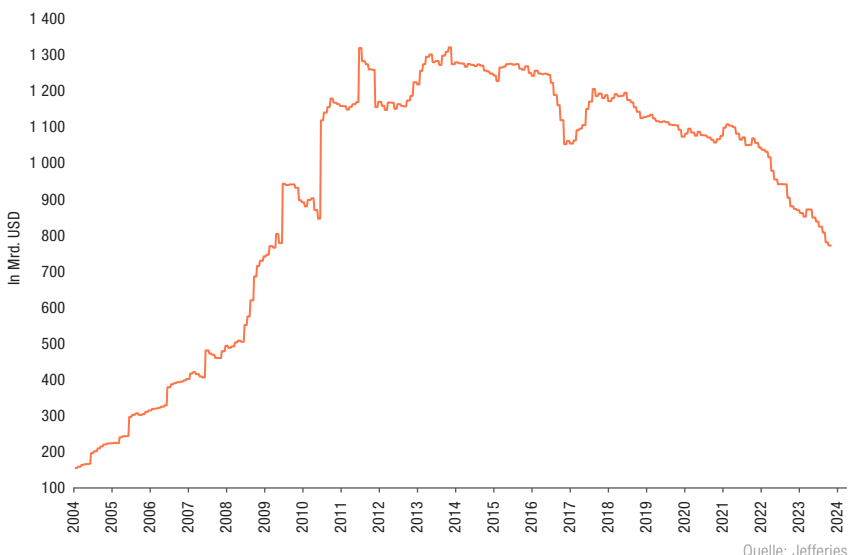
Für einen Euro-Anleger wurde ein großer Teil der guten Performance des japanischen Marktes 2023 durch die Abwertung des Yen zerstört. So hat die japanische Währung seit 2020 gegenüber dem Euro und dem US-Dollar um mehr als 25 % an Wert verloren. Der Grund für diese Abwertung ist die Zunahme der Zinsdifferenz zwischen diesen Währungen und dem Yen. Auf der einen Seite haben die Zentralbanken der USA und Europas ihre Geldpolitik deutlich gestrafft. Auf der anderen Seite hielt die Bank of Japan an ihrer Nullzinspolitik und der Kontrolle der Zinskurve fest. Dadurch wurde der Yen zu einer Finanzierungswährung, da Investoren in dieser Währung Kredite aufnahmen, um dann in andere Währungen zu investieren. Die Dinge sind jedoch im Begriff, sich zu ändern. In Europa und den USA scheint die Straffung der Geldpolitik abgeschlossen zu sein und die Behörden haben verlauten lassen, dass sie für 2024 Zinssenkungen in Betracht ziehen. In Japan hat der neue Gouverneur der Bank of Japan eine Normalisierung der Geldpolitik deutlich angedeutet. Auch wenn es offensichtlich scheint, dass die Zinssätze in Japan nicht das US-amerikanische oder europäische Niveau erreichen werden, dürfte die Verringerung der Zinsdifferenz zu einer Aufwertung des Yen führen, dies umso mehr, als dass die japanische Währung extrem unterbewertet scheint.

### PROZENTUALER ANTEIL DER VON PENSIONSFONDS UND VERSICHERUNGSGESELLSCHAFTEN IN JAPAN GEHALTENEN VERMÖGENSWERTE, DER IN INLÄNDISCHE AKTIEN INVESTIERT IST



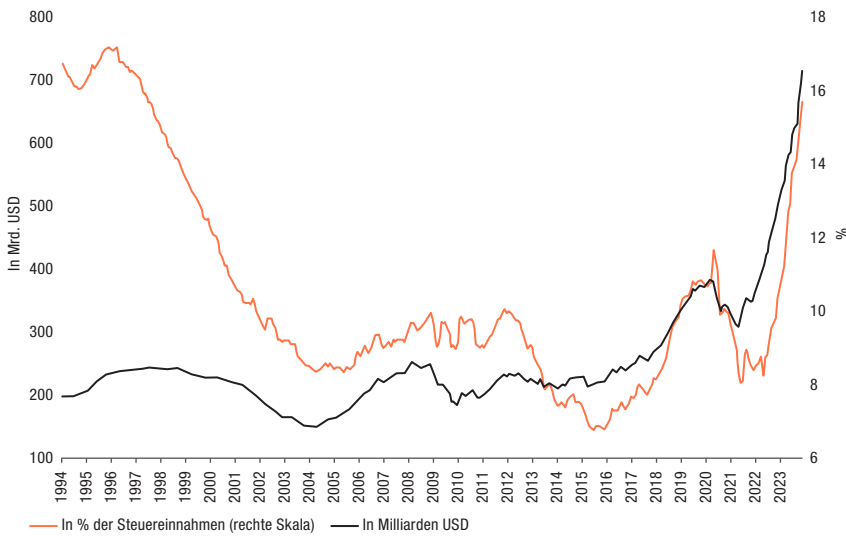
Im Gegensatz zu dem, was man erwarten würde, können eine Aufwertung des Yen und ein Anstieg der Zinssätze im Falle Japans als günstig für den Aktienmarkt angesehen werden. Dies würde die Kapitalrückführung aus dem Ausland fördern (Japan hat nach wie vor einen großen Handelsbilanzüberschuss und bleibt ein Gläubigerland); Kapital, welches dann in inländische Vermögenswerte investiert werden könnte. Viele Experten sind der Ansicht, dass ein Zehnjahres-Zinssatz von 1% es Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften ermöglichen würde, ihre Aktiva und Passiva aufeinander abzustimmen, so dass diese Institutionen weniger Grund hätten, im Ausland nach Rendite zu suchen. Gleichzeitig sind in- und ausländische Investoren nach wie vor stark unterinvestiert in Aktien. Eine Aufwertung des Yen würde zudem die Unternehmensergebnisse nicht allzu sehr gefährden. Exportunternehmen verwenden derzeit bei ihren Gewinnschätzungen im Durchschnitt einen Wechselkurs von 135 USD/JPY. Sie sind beim derzeitigen Kurs von 150 USD/JPY äußerst wettbewerbsfähig. Eine allmähliche und geordnete Aufwertung ihrer Währung würde sie daher nicht benachteiligen.

### VON CHINA GEHALTENE US-STAATSANLEIHEN



Die Anleihemärkte waren im vergangenen Jahr turbulent. Nach einem Rückgang zwischen Januar und März begann die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe bis Oktober einen steilen Anstieg, bevor sie in den vergangenen beiden Monaten des Jahres deutlich zurückging und 2023 fast auf demselben Niveau endete, auf dem sie begonnen hatte. Viel Lärm um nichts, außer dass die Befürchtung eines Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage bei Staatsanleihen zum ersten Mal wirklich aufkam. Auf der Angebotsseite wird sich ein großer und steigender Finanzierungsbedarf des Staates in umfangreichen Emissionen von Staatsanleihen widerspiegeln. Auf der Nachfrageseite sind eine Reihe von Ländern, die traditionell bereit waren, ihre Überschüsse in US-Staatsanleihen zu recyceln, nicht nur nicht mehr dazu bereit, sondern beginnen im Gegenteil, ihre Positionen zu reduzieren. Dieses Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bei Anleihen dürfte allmählich an Bedeutung gewinnen. Kurzfristig könnte jedoch eine deutliche Verschlechterung der Wirtschaftsaktivität in den USA die Nachfrage ankurbeln. In einer Rezession senkt die Federal Reserve den Leitzins typischerweise um etwa 300 bis 400 Basispunkte. Sollte dies auch diesmal wieder der Fall sein, könnten die langfristigen US-Zinsen vorübergehend auf unter 3 % sinken.

**USA: NETTOZINSAHLUNGEN IN PROZENT DER STEUEREINNAHMEN**



Quelle: Jefferies

Ein weiteres Element, das einen möglichen Anstieg der Zinssätze begrenzen könnte, sind die Kosten für die Bedienung der Staatsschulden. Der Anstieg der Zinssätze in den vergangenen beiden Jahren hat dazu geführt, dass der Anteil der Steuereinnahmen, der für die Zahlung von Schuldzinsen aufgewendet werden muss, von 8 % auf über 15 % gestiegen ist. Im Gegensatz zu Unternehmen, die die Niedrigzinsphase zur Refinanzierung und Verlängerung der Laufzeiten ihrer Schulden nutzen, finanzierte sich der US-amerikanische Staat größtenteils durch Emissionen mit kurzer Laufzeit. Mehr als die Hälfte der US-Staatsschulden muss bis Ende 2026 refinanziert werden. Es scheint unvorstellbar, dass die politischen Behörden akzeptieren, dass die Kosten für den Schuldendienst weiter steigen und damit ihren Handlungsspielraum bei anderen Kategorien öffentlicher Ausgaben einschränken. Dies könnte zu einer Art finanzieller Repression führen, bei der die Zinsen unter dem Niveau gehalten werden, das durch die wirtschaftlichen Fundamentaldaten gerechtfertigt wäre. Gleichzeitig könnte eine höhere Inflationsrate von den Behörden toleriert werden, um die realen Kosten der Schulden allmählich zu senken. Nach ihrem Anstieg in den vergangenen 18 Monaten dürften die Realzinsen (inflationbereinigte Nominalzinsen) daher mittelfristig wieder sinken. Ein solches Szenario spricht für inflationsgebundene Anleihen. Es ist somit auch nicht verwunderlich, dass die deutsche Regierung Ende 2023 ankündigte, dass sie die Ausgabe solcher Anleihen einstellen werde.

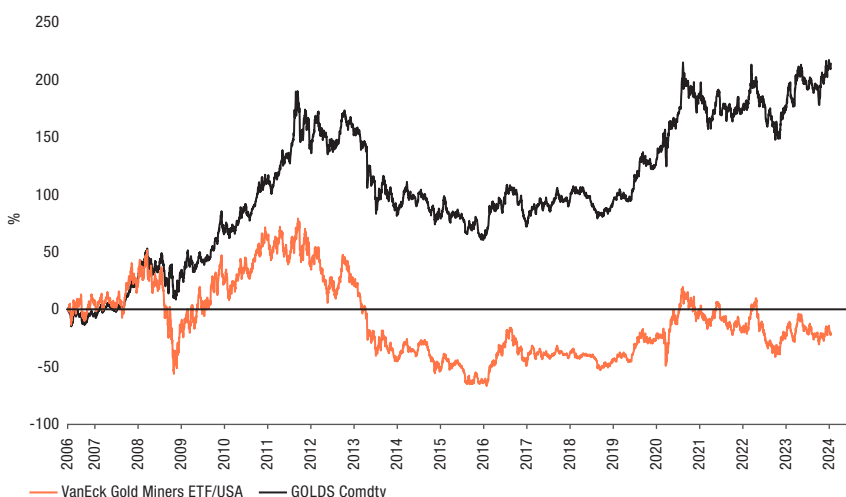
**ENTWICKLUNG DES GOLDPREISES**



Quelle: Macrobond/Bloomberg

Der Anstieg des Goldpreises setzte sich 2023 fort, wobei der Kurs des gelben Metalls gegenüber dem US-Dollar und dem Euro um mehr als 13 % stieg. Dieser Anstieg mag vor dem Hintergrund steigender Realzinsen überraschen. In der Vergangenheit war der Goldpreis negativ mit den Realzinsen korreliert, was logisch ist, da das gelbe Metall keine Zinsen zahlt. Der Anstieg der Realzinsen 2023 führte tatsächlich zu erheblichen Goldverkäufen seitens der Finanzinvestoren, wie die Abflüsse in börsengehandelten Goldprodukten (ETCs, Exchange-traded commodities) zeigen. Diese Abflüsse wurden jedoch durch den Anstieg der physischen Nachfrage, insbesondere durch die Käufe der Zentralbanken, mehr als ausgeglichen. Diese Käufe stammen hauptsächlich von den östlichen Zentralbanken. Sie zeugen vom wachsenden Misstrauen der nicht-westlichen Länder gegenüber dem US-Dollar und US-Anleihen und spiegeln den Willen dieser Länder, allen voran China, wider, eine Alternative zum derzeitigen, auf dem Greenback basierenden Finanzsystem aufzubauen. Gold bewegt sich daher weiterhin von West nach Ost.

**ENTWICKLUNG DES GOLDPREISES UND DES INDEX DER GOLDUNTERNEHMEN ÜBER 20 JAHRE**



Quelle: Macrobond/Bloomberg

Die Bedingungen für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends bei Gold scheinen heute gegeben zu sein. Die physische Nachfrage dürfte weiterhin stark bleiben und die Nachfrage der Finanzinvestoren könnte mit der erwarteten Lockerung der Geldpolitik der Federal Reserve zurückkehren. Diese Nachfrage könnte umso größer sein, als ein möglicher weiterer Inflationsanstieg die Zentralbanken in die unangenehme Lage versetzen würde, sich entscheiden zu müssen, ob sie die Inflation bekämpfen oder die Kosten für den Schuldendienst begrenzen wollen. Da Gold eher einen Inflationsschutz im monetären Bereich als in der Realwirtschaft darstellt, würde jede Rückkehr der Zentralbanken zu einer weitaus weniger restriktiven Geldpolitik oder gar zu einer quantitativen Lockerung den Kurs des gelben Metalls ankurbeln. Nach einem guten Jahresbeginn enttäuschten die Goldunternehmen erneut. Ihre Underperformance gegenüber dem Metall ist zum Teil auf das Desinteresse der Finanzinvestoren an diesem Sektor zurückzuführen, aber auch auf den Anstieg ihrer Kosten, der oftmals über dem des Goldpreises liegt. Hinzu kommt ein gewisses Misstrauen der Anleger gegenüber diesen Unternehmen, da sie in der Vergangenheit häufig enttäuschende Ergebnisse bei der Wertschöpfung für ihre Aktionäre erzielt haben. Dennoch bietet ihre Underperformance Chancen, sofern man die hohe Volatilität dieser Anlageklasse in Kauf nimmt.

# Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich an den Finanzmärkten zu Beginn des Jahres eine gewisse Selbstgefälligkeit breit gemacht hat. So erwartet der Konsens der Analysten einen Anstieg der Unternehmensgewinne im S&P 500 um mehr als 10 %, glaubt aber gleichzeitig, dass die Federal Reserve ihren Leitzins um fast 150 Basispunkte senken wird, obwohl eine solche Lockerung der Geldpolitik in einem Umfeld, welches ein Gewinnwachstum von mehr als 10 % zulässt, im Prinzip nicht erforderlich wäre. Mit anderen Worten: Der Markt rechnet mit erheblichen Zinssenkungen, scheint aber die Möglichkeit auszuschließen, dass die Wirtschaftsaktivität so schwach ist, dass sie eine solche Zinssenkung rechtfertigen würde. Geopolitische Unsicherheiten und die Wahlen in den USA und sogar in Taiwan sind weitere Faktoren, die nach dem starken Anstieg der Aktienkurse in den vergangenen Monaten des vergangenen Jahres zu einer gewissen Vorsicht mahnen.

Mittel- bis langfristig sollte man jedoch realen Vermögenswerten den Vorzug vor Geldwerten geben und somit Aktien Anleihen bevorzugen. Zwar konnten die Zentralbanken in den vergangenen beiden Jahren ihre Glaubwürdigkeit etwas wiederherstellen, doch ihr Zeitfenster, um im Kampf gegen die Inflation sehr entschlossen aufzutreten, schließt sich allmählich. Eine sehr hohe Staatsverschuldung und die Notwendigkeit, wachsende Staatsdefizite zu finanzieren, sind einfach nicht mit hohen realen Zinssätzen vereinbar. Da Anleihen und Aktien die beiden wichtigsten Anlageklassen sind, dürften die Probleme der einen Klasse der anderen zugutekommen, ungeachtet der Tatsache, dass die Bewertungen der westlichen Aktienmärkte im Allgemeinen sicherlich nicht niedrig sind. Das Risiko einer deutlich stärkeren Konjunkturabschwächung als erwartet rechtfertigt jedoch derzeit eine Investition in langfristige Staatsanleihen.

Ein weiterer Faktor, der zur Vorsicht mahnt, ist der Konzentrationsgrad an den Aktienmärkten, wobei die USA rund 70 % des Weltindexes und die Magnificent 7 mehr als 30 % des US-Indexes ausmachen. Er bietet jedoch auch Chancen für aktives Management. Wir bevorzugen defensive Qualitätsunternehmen, und zwar sowohl aus Bottom-up- (attraktivere Bewertungen) als auch aus Top-down-Gründen (weniger von der Weltkonjunktur abhängige Gewinne). Auf regionaler Ebene dürfte der japanische Markt weiterhin von günstigen strukturellen Elementen profitieren.

Gold hat weiterhin seinen Platz in einem ausgewogenen Portfolio. Die Tatsache, dass das gelbe Metall 2023 trotz steigender Realzinsen zulegen konnte, ist ein Zeichen für seine inhärente Stärke.

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. **178** – 1. Quartal 2024

**Perspectives**

Redaktionsschluss:

15.01.2024

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)