



Kapitalmarkt

Rückblick Q2/2023 / Ausblick Q3/2023

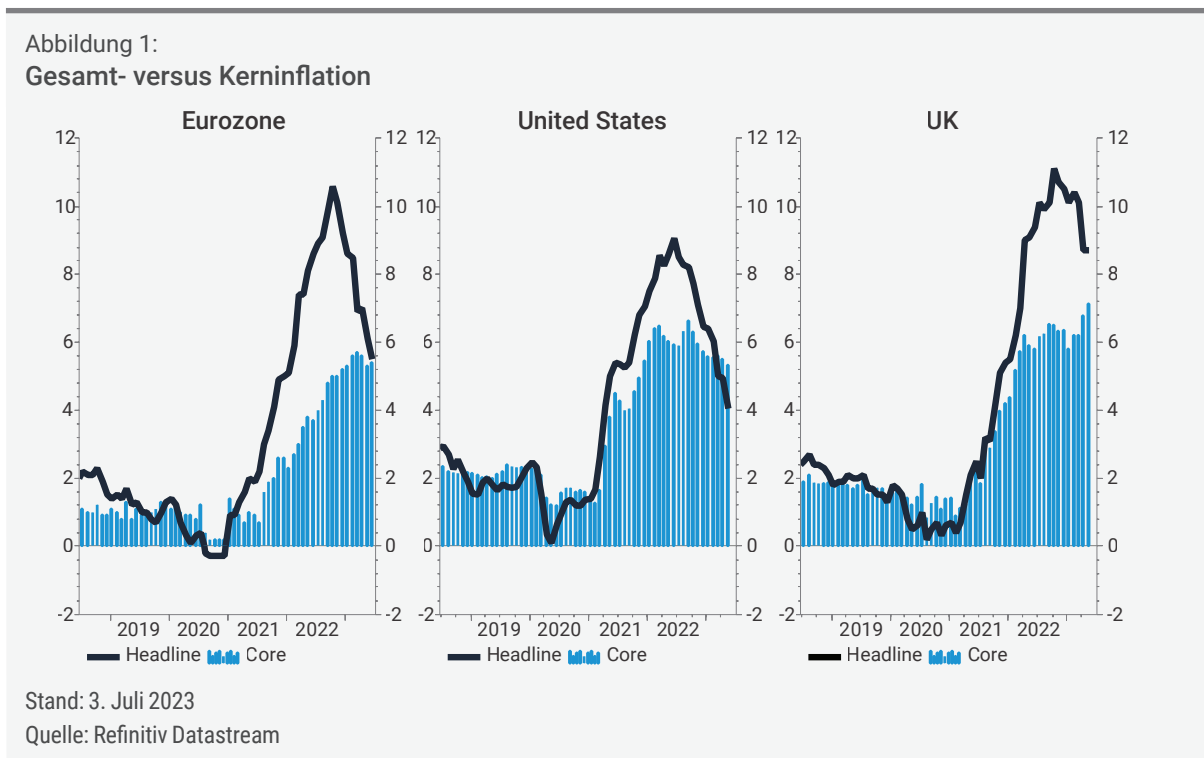
Verfasserin: DESIREE SAUER
Investmentstrategin

Verfasser: WERNER KRÄMER
Geschäftsführer & Economic Analyst

Marktrückblick

Seit dem letzten Jahr dominieren die Themen Inflation und Zentralbankpolitik die Kapitalmärkte. Ein bisschen „Ablenkung“ verschafften im März die Turbulenzen im Bankensektor, welche die Furcht der Marktteilnehmer vor einem Dominoeffekt schürten. Mit der Übernahme der First Republic Bank flauten diese Sorgen jedoch rasch wieder ab. Schnell stand dann der nächste Elefant im Raum: der US-Schuldenstreit. Anleger fragten sich, ob Amerikas Politiker eine Einigung finden können, denn eine Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung hätte die Welt ins Chaos gestürzt. Glücklicherweise konnte eine „Last-Minute“-Einigung zwischen den beiden Parteien erzielt werden und somit rückte die Inflations- und Zinspolitik wieder in den Mittelpunkt von Anlegern.

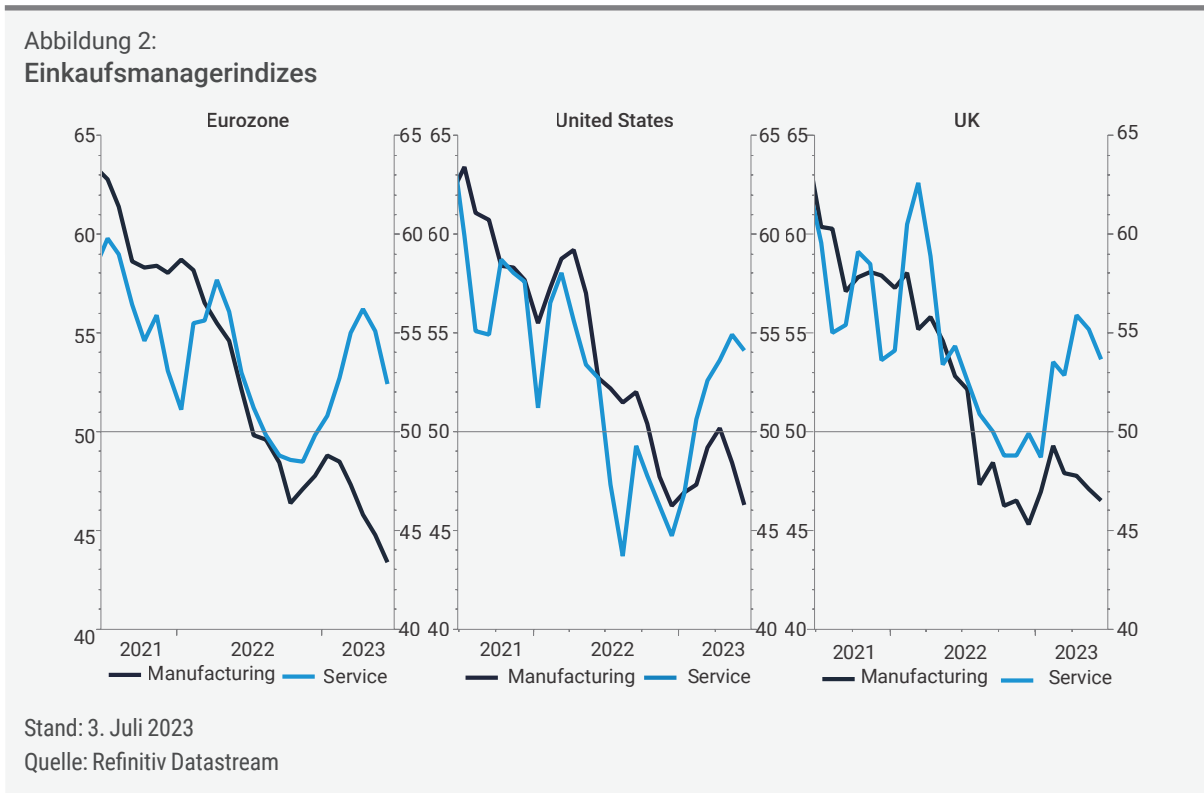
Aufgrund der stark gesunkenen Energiepreise ist die Gesamtinflation sowohl in der Eurozone als auch in den USA stark zurückgegangen. Einen Grund aufzuatmen, stellt das aber nicht dar, denn: In Großbritannien verharrt die Gesamtrate seit zwei Monaten bei fast 9 % und die Kerninflation zeigt sich mit über 5 % auf beiden Seiten des Atlantiks als sehr hartnäckig. Zwar beharren die Zentralbanken darauf, dass sie die Inflation wieder auf ihr Ziel von 2 % zurückbringen werden, doch dieses Ziel scheint noch in weiter Ferne zu liegen (vgl. Abbildung 1).



Nichtsdestotrotz, erste Anzeichen eines „Erfolges“ lassen sich womöglich bereits beobachten. So hat das gesamtwirtschaftliche Umfeld in den letzten Monaten die ersten leichten Risse bekommen:

So divergieren die Einkaufsmangerindizes des verarbeitenden Gewerbes und der Dienstleistungen stark auseinander. Während sich das verarbeitende Gewerbe in einem Abwärtstrend befindet und sich in einem eindeutig kontraktiven Bereich befindet, zeigen die Zahlen für den Sektors weiterhin einen Aufwärtstrend, auch wenn die jüngsten Werte etwas schwächer ausgefallen sind (vgl. Abb. 2). Der außergewöhnlich große Abstand zwischen den beiden Einkaufsmanger-

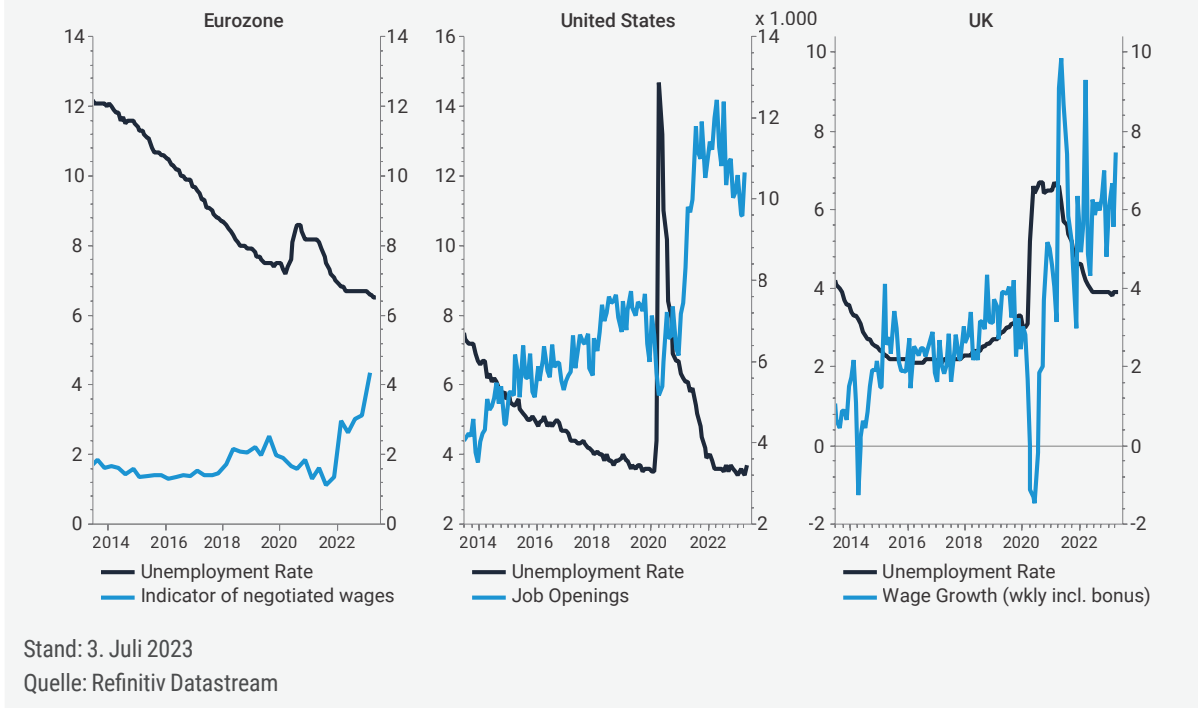
indizes lässt sich auf die Normalisierung (Nachholbedarf) nach der Pandemie in bestimmten Teilen des Dienstleistungssektors zurückführen, während der Einbruch des verarbeitenden Gewerbes erhebliche Rezessionsrisiken signalisiert. Auch der deutsche ifo Geschäftsklimaindex spiegelt die pessimistischen Erwartungen analog zum Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes wider.



Neben der schlechten Zahlen für das verarbeitende Gewerbe signalisieren auch die Zahlen für das Bruttoinlandsprodukt Alarmbereitschaft. So ist die Eurozone mit zwei aufeinanderfolgenden Quartalen negativen BIP-Wachstums bereits in eine „technische“ Rezession gerutscht. Die Kaufkraft der Verbraucher ist angesichts der hohen Inflationsraten stark zurückgegangen; das belastet die Wirtschaft. Unterdes konnte Großbritannien zu Beginn des Jahres eine Rezession gerade so vermeiden, während das Wachstum in den USA positiv ausfiel.

Als sehr robust zeigt sich bisweilen der Arbeitsmarkt (vgl. Abbildung 3). Die Arbeitslosenzahlen verharren sowohl in Europa als auch in den USA auf sehr niedrigen Niveaus. Die Nachfrage nach Arbeitnehmern bleibt hoch – qualifizierte Fachkräfte sind ein knappes Gut geworden (Nachfrage übersteigt Angebot). Der Mangel an guten Arbeitskräften in Kombination mit den hohen Inflationsraten verstärken den Lohndruck. Dieser ist nicht nur in den USA, sondern mittlerweile auch in Europa spürbar: Inflationsausgleich ist beispielsweise zentrales Thema in den Tarifverhandlungen geworden.

Abbildung 3:
Arbeitsmarkt

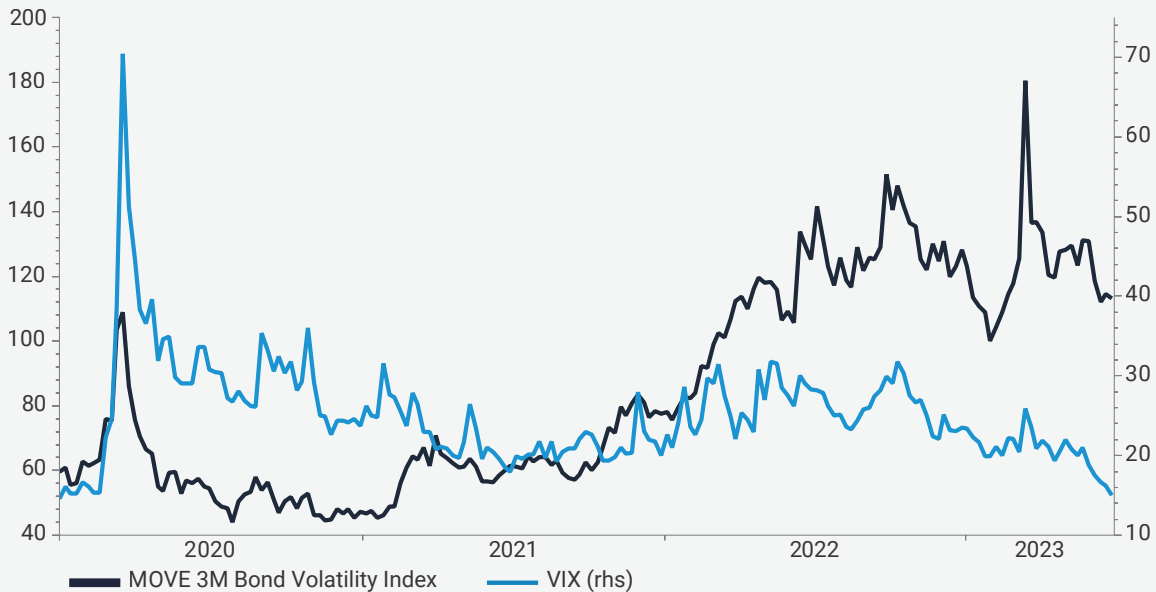


Die Kombination aus hartnäckig hoher (Kern-)Inflation, einer „noch“ relativ robusten Konjunktur und einem festen Arbeitsmarkt macht es den Zentralbanken nicht einfach. Die Mischung zwingt diese, weitere zinspolitische Eingriffe vorzunehmen. So hob die Europäische Zentralbank auf ihrer Juni-Sitzung den Zins um weitere 25 Basispunkte an. Darüber hinaus korrigierte diese einerseits ihre Inflationsprognose für dieses und nächstes Jahr nach oben, andererseits ihre Wachstumsprognose leicht nach unten. Auch die Bank of England nahm einen weiteren Schritt vor. Die Entscheidung, den Zins um 50 Basispunkte anzuheben, überraschte die Marktteilnehmer, die von nur 25 Basispunkten ausgingen.

Anders als die europäischen Zentralbanken, legte die amerikanische Notenbank im Juni eine Zinspause ein. Sie deutete aber bereits weitere Zinsschritte an, sollten sich die Inflations- und Wirtschaftsdaten nicht weiter schwächen. Die „gute“ Nachricht ist, dass die US-Zinspolitik bereits erste Früchte trägt: So verschärften die US-Banken ihre Kreditvergabebedingungen. Die Unternehmens- und Privatkundennachfrage nach Krediten ging gleichzeitig zurück.

Trotz der zahlreichen makroökonomischen Unsicherheitsfaktoren nahm die Volatilität an den Aktienmärkten weiter ab. Diese befindet sich auf dem tiefsten Stand seit Anfang des Jahres 2020 (vor der Pandemie). Es scheint, als würden die Aktienmärkte alle makroökonomischen Risiken komplett ausblenden. Ein anderes Signal kommt von den Anleihenmärkten. Hier ist die Volatilität in den letzten Monaten zwar zurückgekommen, doch diese liegt nach wie vor auf einem Niveau fast doppelt so hoch wie vor der Pandemie.

Abbildung 4:
Volatilität an Aktien- und Rentenmärkten



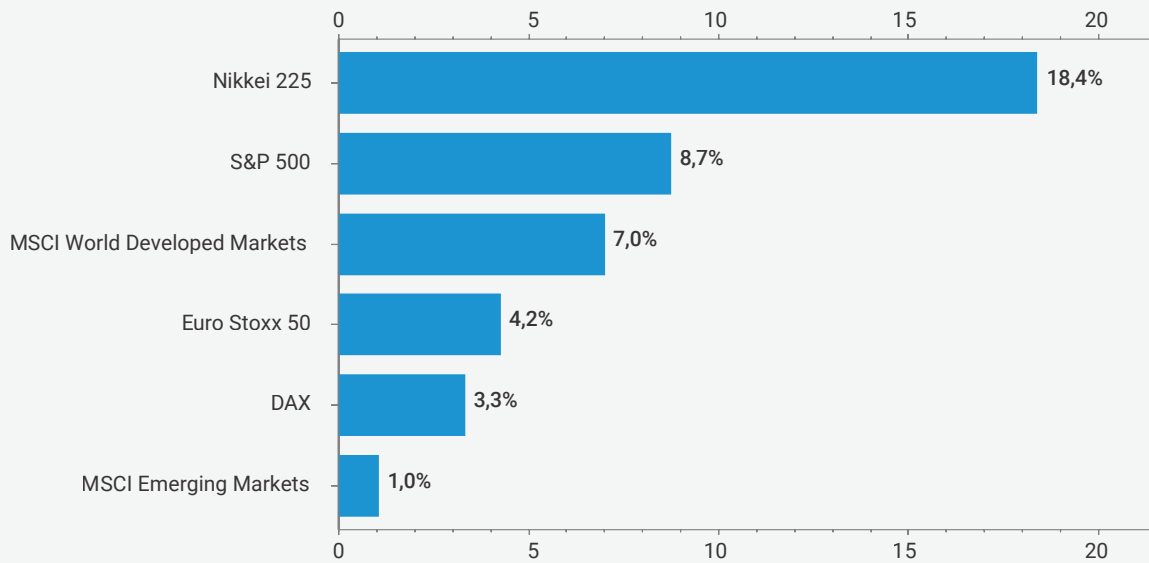
Stand: 3. Juli 2023

Quelle: Refinitiv Datastream

Kein Wunder also, dass es an den Aktienmärkten in den letzten Monaten zu einer beeindruckenden Rallye kam (vgl. Abb. 5). Der Optimismus bei Aktienanlegern scheint ungebrochen. So hat ChatGPT eine Welle der Begeisterung für künstliche Intelligenz ausgelöst. Das hat sich in einem gewaltigen Boom bei der Bewertung von Technologie-Unternehmen niedergeschlagen. So ist OpenAI zwar privat, aber der S&P 500 Index enthält viele Firmen, die z. B. KI-Software entwickeln oder die KI möglich machen. Doch nicht nur die Tech-Unternehmen florieren; der KI-Boom fiel mit einer allgemeinen Erholung der Aktienmärkte zusammen.

Neben den Technologieaktien performten insbesondere japanische Aktien hervorragend. Die jüngsten Ankündigungen von Aktienrückkäufen und Dividendenerhöhungen im Zuge der Verschärfung der Börsen-Zulassungsstandards an der Tokioter Börse, sowie Warren Buffetts positive Kommentare über japanische Unternehmen, trugen zu einer starken Dynamik am japanischen Aktienmarkt bei.

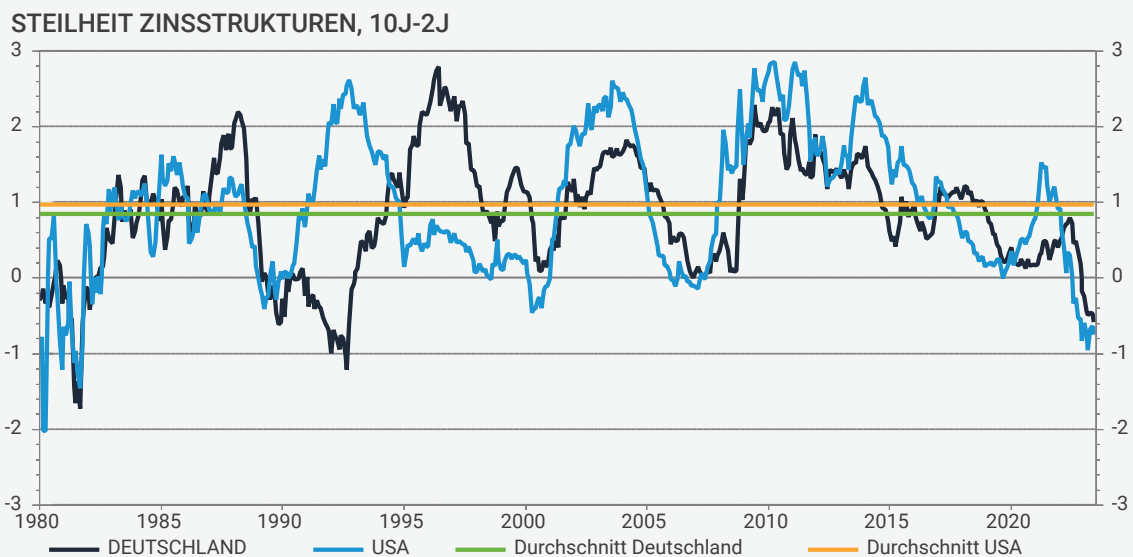
Abbildung 5:
QTD-Aktienmarktperformance (in Lokalwährung)



Stand: 3. Juli 2023
Quelle: Refinitiv Datastream

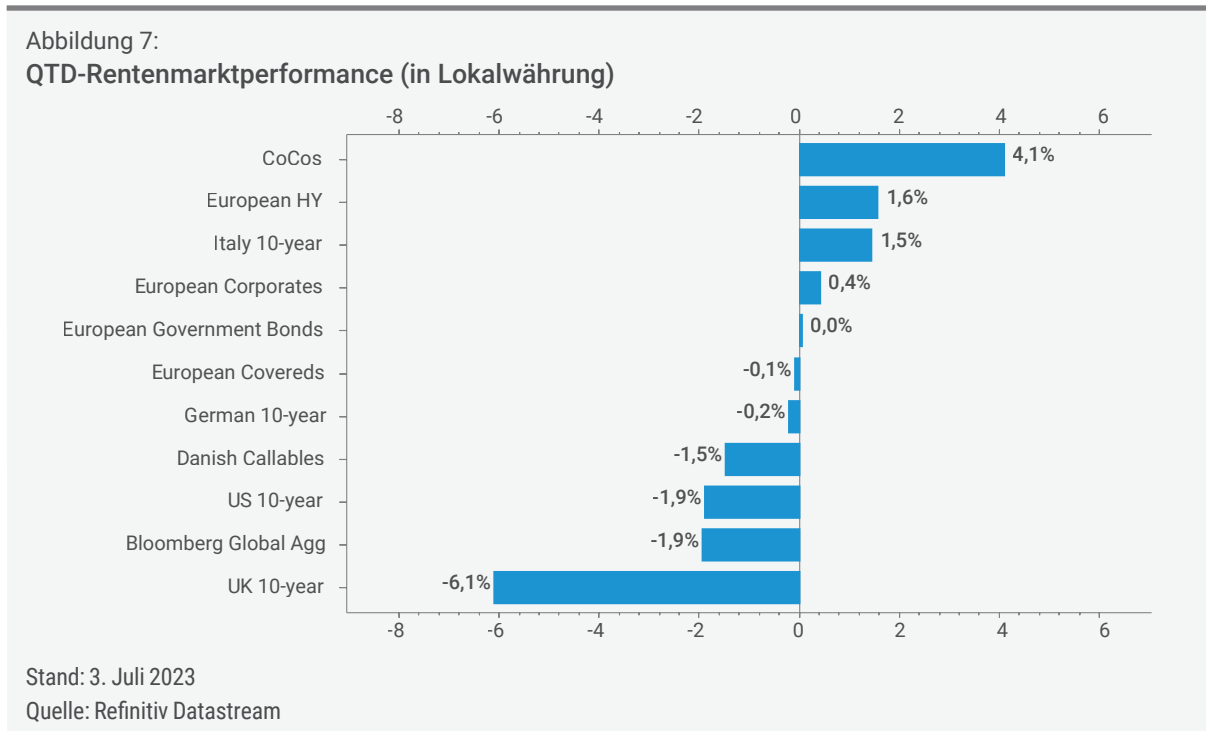
Von der positiven Stimmung am Aktienmarkt ist auf den Rentenmärkten jedoch nichts zu spüren (vgl. Abb. 6), von Optimismus ist hier weit und breit nichts in Sicht. Die inversen Zinsstrukturkurven signalisieren ein deutliches Rezessionsrisiko.

Abbildung 6:
Steilheit der Zinsstrukturkurve



Stand: 3. Juli 2023
Quelle: Refinitiv Datastream

Die Quartalsperformance auf den Rentenmärkten war zwischen den Risikoklassen recht unterschiedlich (vgl. Abb. 7). Während risikoreichere Rentenanlagen (z. B. Cocos oder Europäisches HY) eine sehr gute Wertentwicklung aufwiesen, sah dies bei eher risikoarmen Anleihe-segmenten (z. B. US-Staatsanleihen) anders aus. Die gute Performance risikoreicherer Anlagen lässt sich durch die mit der abgeklungenen Bankenkrise gesunkenen Risikoaufschläge erklären. 10-jährige Staatsanleihen aus Großbritannien performten dieses Quartal besonders schlecht. Grund hierfür sind die angesichts der unerwartet guten Arbeitsmarktzahlen hochgeschwellten Renditen, die zwischenzeitlich das höchste Niveau seit der Finanzmarktkrise erreichten.

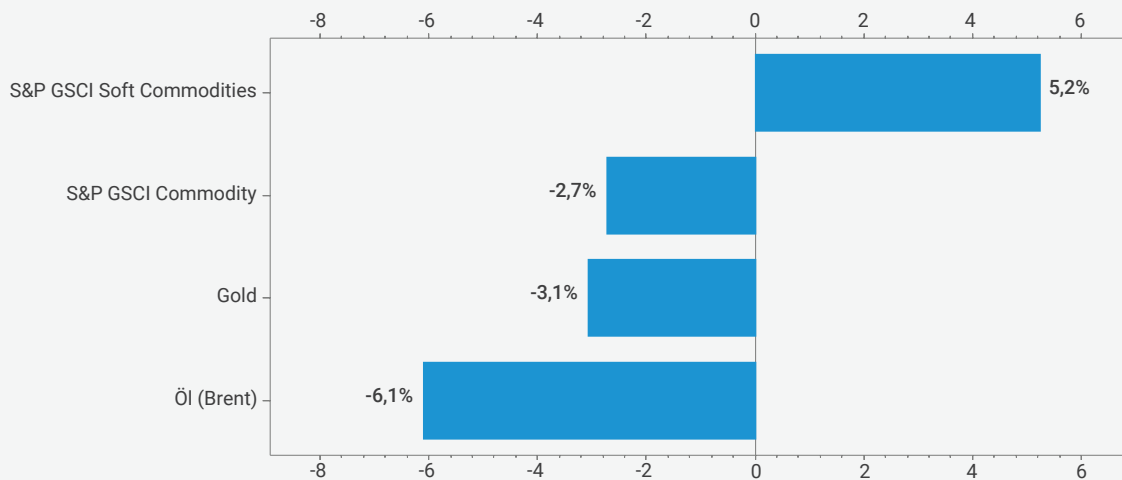


Auf den Rohstoffmärkten gehörte Öl zu den Performanceverlierern und das trotz der Ankündigung der OPEC, drastische Kürzungen bei den Fördermengen vorzunehmen. Die Zeiten seit dem Einmarsch Russlands, seit dem jede ungute Nachricht die Preise in die Höhe schießen ließen, scheinen vorüber. Grund für den Preisrutsch ist einerseits die nachlassende Nachfrage aufgrund der Rezessionsorgen, andererseits der enttäuschende Aufschwung Chinas nach der Abkehr von der Null-Covid-Politik.

Abbildung 8:

QTD-Performance Rohstoffe

QTD Commodity Performance in %



Stand: 3. Juli 2023

Quelle: Refinitiv Datastream

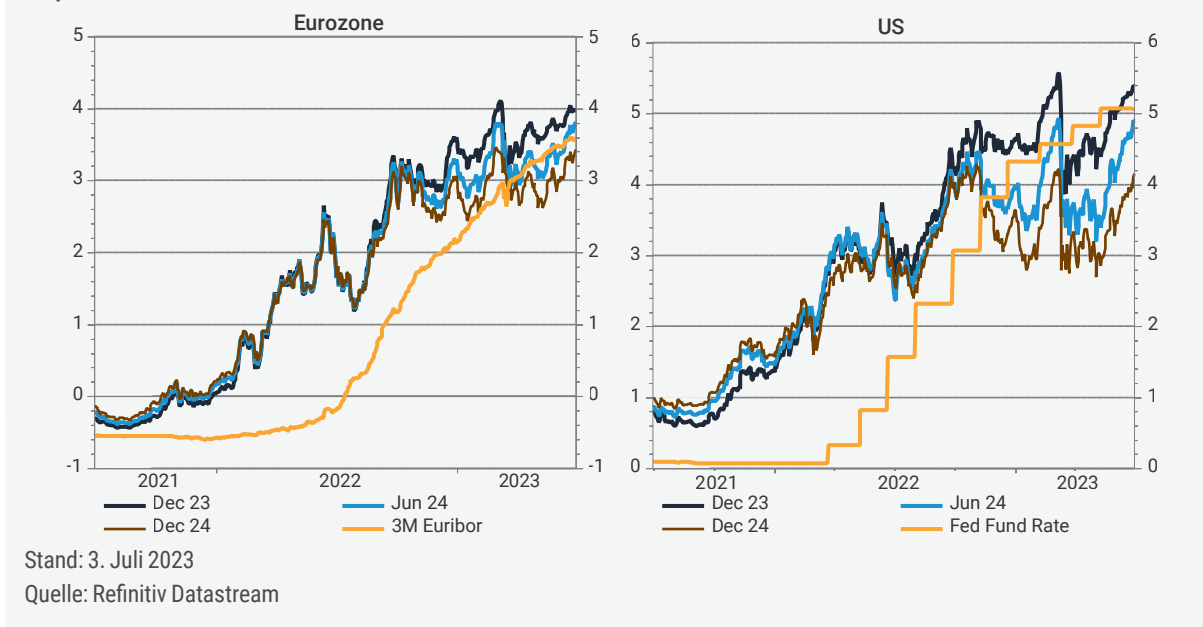
Marktausblick

Auf den ersten Blick sieht es so aus, als wäre die Weltwirtschaft mit nur wenigen Blessuren davongekommen. Die Gesamtinflation geht zunehmend zurück und die Konjunktur hat sich als recht widerstandsfähig erwiesen, denn obwohl sich die Eurozone „technisch“ gesehen in einer Rezession befindet, gab es bisher kaum Anzeichen einer harten Landung, und das trotz des noch nie dagewesenen Zinserhöhungszyklus. Auch in den USA ist von Rezession weit und breit nichts zu spüren. Problematisch ist aber, dass die Zentralbanken das Inflationsmonster noch nicht wirklich zähmen konnten und weitere Zinschritte erforderlich sind. Die Kerninflation hält sich hartnäckig (über 5 %) und wird zunehmend durch die sogenannten strukturellen Effekte genährt. Zu diesen Inflationstreibern gehören z. B. die zunehmenden Kosten für die Energiewende, aber z. B. auch die Kosten der Deglobalisierung. Darüber hinaus besteht Lohndruck und das Angstgespenst der Lohn-Preis-Spirale geht um (stecken wir vielleicht schon mittendrin?).

Keine leichte Aufgabe also für die Zentralbanken, die weiter beteuern, dass sie alle Anstrengungen unternehmen werden, um ihr Inflationsziel (2 %) zu erreichen. Die Frage ist, zu welchem Preis kann das Ziel erreicht werden? Eines scheint vielen mittlerweile klar: Die Bekämpfung der Inflation wird nicht einfach, sondern qualvoll; aus den leichten Blessuren könnten tiefere, schmerzhaftere Wunden werden. Nichtsdestotrotz gibt es noch eine Gruppe von Investoren, deren Optimismus ungebremst scheint: Aktienanleger. Diese sind immer noch froher Hoffnung, dass die Zentralbanken die Inflation wieder auf ihr Ziel bringen können, und das, ohne eine (tiefe) Rezession auszulösen.

Wir gehen davon aus, dass die Inflation für längere Zeit auf einem höheren Niveau, als es das Ziel der Zentralbanken vorgibt, liegen wird. Das lässt die Zentralbanken dann mit zwei Optionen zurück. Entweder sie setzen ihren aggressiven Zinserhöhungszyklus fort, mit der Gefahr einer harten und schmerzhaften Landung (Rezession, wackelnde Finanzstabilität), oder sie akzeptieren eine „etwas“ höhere Inflation von 3 oder 4 %. Letzere Alternative halten wir für realistischer. Wir gehen zwar davon aus, dass die Zentralbanken weitere zinspolitische Interventionen vornehmen, aber sehr maßvoll, um keine tiefgreifenden Konjunktüreintrübe und schlimme Marktreaktionen auszulösen. Auch die Marktteilnehmer, welche zuvor noch von Zinssenkungen noch in diesem Jahr ausgingen, preisen mittlerweile weitere Erhöhungen ein (vgl. Abb. 9).

Abbildung 9:
Implizite Zinsen



Alles in allem bleibt das makroökonomische Umfeld folglich schwierig.

Die Zinsvolatilität wird aufgrund des unsicheren makroökonomischen Klimas wahrscheinlich noch einige Zeit erhöht bleiben. Positiv zu vermerken ist jedoch, dass europäische Anleger jetzt mit relativ risikoarmen festverzinslichen Anlagen, wie Investment-Grade-Anleihen mit kurzer Laufzeit, attraktive Renditen erzielen können. Bei risikoreicheren festverzinslichen Anlagen bleiben wir jedoch vorsichtig, da die strengeren Finanzierungsbedingungen für einige Emittenten von Hochzinsanleihen schwerwiegende Probleme verursachen könnten. Wir sehen jedoch eine Ausnahme: den nordischen High Yield-Markt, welcher attraktive Renditen, eine Duration von weniger als einem Jahr und Diversifizierungsvorteile bietet.

Generell haben die steigenden Zinsen dazu geführt, dass Anleihen gegenüber Aktien an relativer Attraktivität zugenommen haben. Die Aktienmärkte sind unserer Meinung nach angesichts des makroökonomischen Hintergrunds und der verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung zu sonnig gestimmt. Aktienanleger sollten sich daher in den nächsten Quartalen auf härtere Zeiten einstellen. Ein Fokus auf hochqualitative Aktien bleibt aus unserer Sicht unabdingbar. Nichtsdestotrotz gehen wir davon aus, dass der „Techaktienhype“ noch einige Zeit andauern wird. Viele Anleger haben Angst, zu früh raus zu gehen oder aber diese Chance zu verpassen.

Zusammenfassend lässt sich also sagen, dass der Rest des Jahres aufgrund der makroökonomischen Risiken eine Herausforderung darstellen mag. Dennoch wird es höchstwahrscheinlich einige attraktive Anlagemöglichkeiten, insbesondere im Rentenbereich, geben.

Verfasserin: Desiree Sauer
E-Mail: desiree.sauer@lazard.com

Verfasser: Werner Krämer
E-Mail: werner.kraemer@lazard.com



Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen („Lazard“) wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen („Lazard“) ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt.

Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handeln eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes, sonstigen Vermögenswertes oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken, und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.