

# Kapitalmarkt

Rückblick Q3/2023 / Ausblick Q4/2023

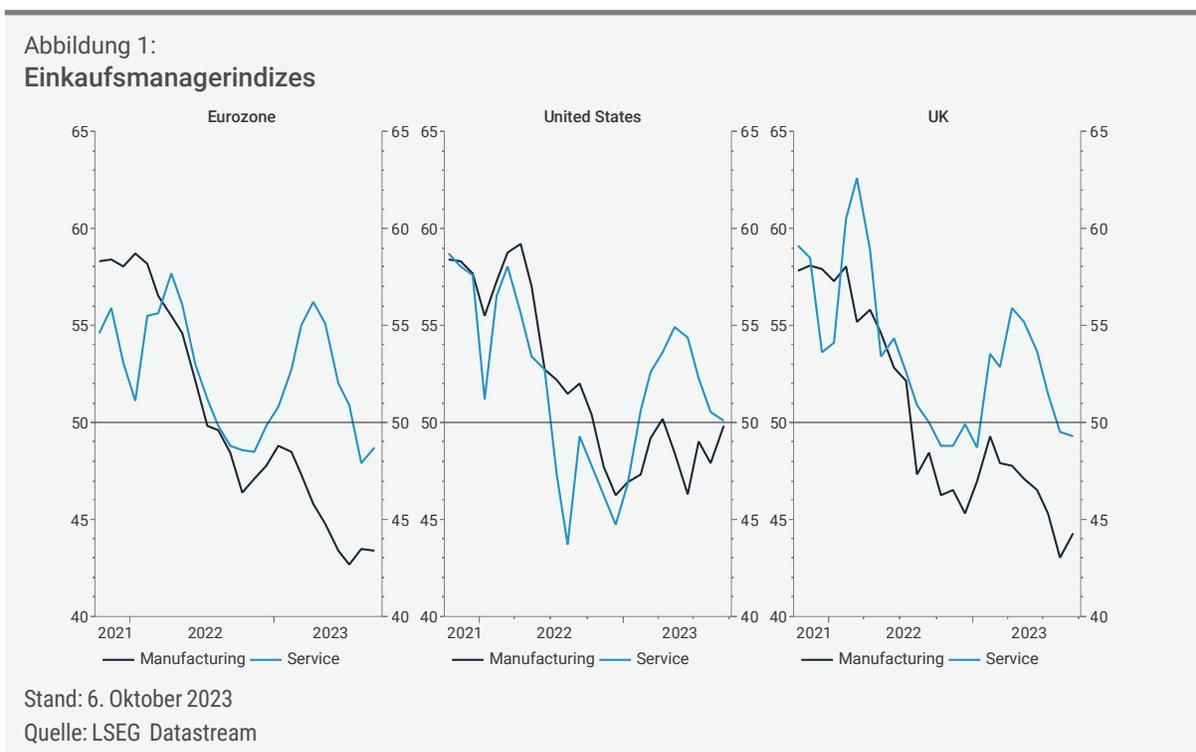
**Verfasserin: DESIREE SAUER**  
Investmentstrategin

**Verfasser: WERNER KRÄMER**  
Geschäftsführer & Economic Analyst

# Markrückblick

Die zahlreichen Zinserhöhungen der westlichen Zentralbanken in den letzten zwei Jahren - 12 durch die Federal Reserve, 10 durch die Europäische Zentralbank und 14 durch die Bank of England – zeigen allmählich Wirkung: Mittlerweile befindet sich nicht nur die CPI-Gesamtrate (mit den schwankungsreichen Energie- und Lebensmittelpreisen), sondern auch die Kernrate sowohl in den USA als auch in Europa auf dem Rückzug.

Ein regional gemischtes Bild zeigen hingegen die Konjunkturdaten. Es gibt eine starke Diskrepanz zwischen Europa und den USA. Während die straffe Geldpolitik in Europa zunehmend Erfolge in Form einer wirtschaftlichen Abschwächung feiern kann, erweist sich die US-Konjunktur als äußerst robust. So sind die USA weit weniger von der weltweiten Schwäche im verarbeitenden Gewerbe betroffen. In der Eurozone und in Großbritannien liegen die Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes allerdings weit unter dem Wert von 50 und somit im stark kontraktiven Bereich (vgl. Abbildung 1).



In einer besonders schlechten Form zeigt sich mittlerweile die deutsche Wirtschaft. Nach zwei Quartalen des negativen Wachstums stagnierte das Wachstum. Der internationale Währungsfonds geht davon aus, dass Deutschland 2023 schrumpfen wird, während das Wachstum in der Eurozone insgesamt positiv ausfallen sollte. Europas größte Volkswirtschaft hat sich von einem Wachstumsführer zu einem Nachzügler entwickelt und wurde von der Presse zwischenzeitlich wieder als „kranker Mann Europas“ betitelt. Aber auch in den restlichen Eurozonenländern sieht es nicht ganz so rosig aus. Die Europäische Kommission korrigierte ihre kurzfristigen Wachstumsprognosen bereits nach unten, da diese insgesamt eine stagnierende europäische Wirtschaft erwartet.

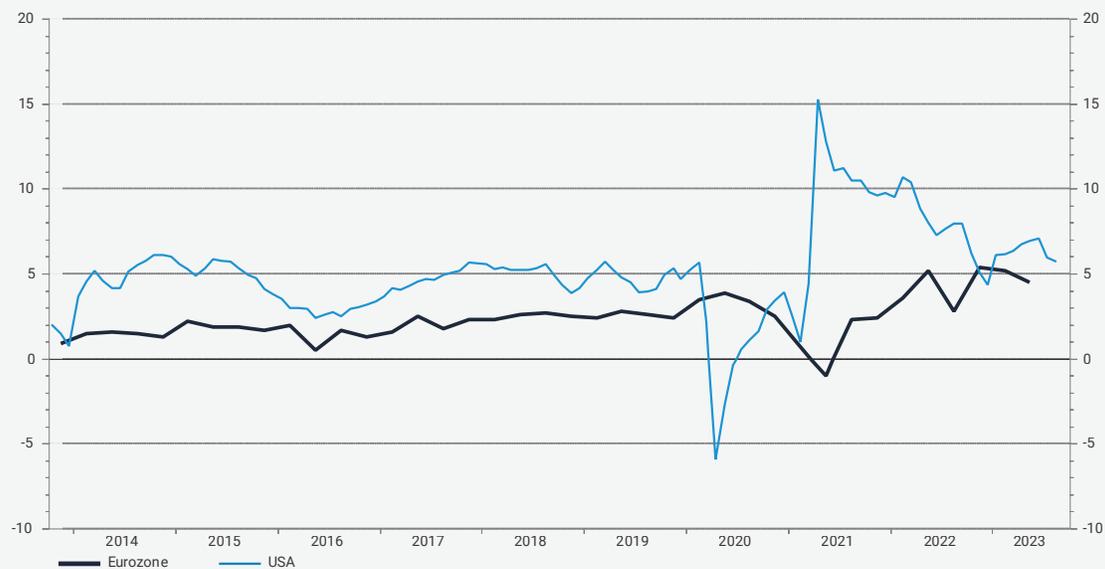
Gegenwind kommt auch aus China. Neben Problemen wie der hohen Jugendarbeitslosigkeit, der schleppenden wirtschaftlichen Erholung nach der Pandemie und eingetrübten Wachstumsaussichten hat sich die Lage am chinesischen Immobilienmarkt immer weiter zugespitzt. Nach Evergrande geriet im August mit Country Garden ein weiterer Immobilienentwickler ins Straucheln. Der Immobiliensektor macht fast ein Drittel der chinesischen Wirtschaft aus und steht seit der Verschärfung der Maßnahmen der chinesischen Regierung gegen Wohnungsbauunternehmen im Jahr 2020 unter enormen Druck. Diese Negativentwicklung drückt die weltweite Stimmung und könnte sich auch negativ auf die Weltwirtschaft auswirken (z. B. geringere chinesische Nachfrage nach europäischen Luxusgütern, verhaltene Reisetätigkeit).

Trotz der ausgeprägten Rezessionssignale in Europa entschied sich die Europäische Zentralbank im September, die Zinsen um weitere 25 Basispunkte anzuheben. Zwar sprach die wirtschaftliche Abkühlung für eine Zinspause, aber laut EZB gehen die Inflationszahlen in einem zu langsamen Tempo runter. Erschwerend kommen die gestiegenen Energiepreise hinzu, welche wieder Inflationsdruck ausüben. Waren sinkende Ölpreise maßgeblich für einen Rückgang der Inflation in der ersten Jahreshälfte verantwortlich, stiegen diese jedoch seit dem Sommer wieder stark an. So sah sich die Europäische Kommission bereits veranlasst, ihre Inflationsprognosen nach oben zu korrigieren.

Anders als die EZB entschieden sich sowohl die Bank of England als auch die Federal Reserve. Beide legten eine Zinspause ein, wobei die Entscheidung der BoE mit fünf zu vier Stimmen für eine Zinspause sehr knapp ausfiel. Beide Zentralbanken versicherten aber bereits, dass sie weitere Zinsschritte in Zukunft nicht ausschließen.

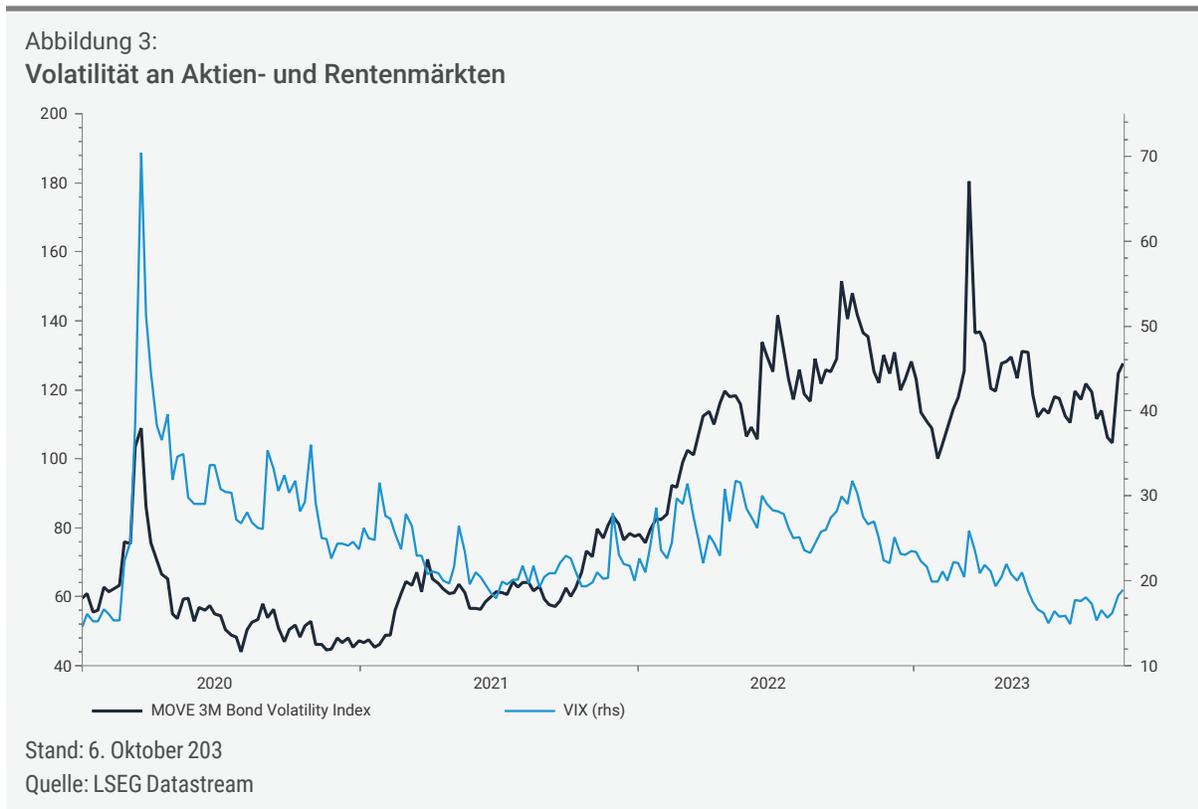
Als schwieriger Indikator für die Zentralbanken zeigt sich bisweilen der auf beiden Seiten des Atlantiks robuste Arbeitsmarkt. Die Nachfrage nach Arbeitnehmern bleibt hoch – qualifizierte Fachkräfte sind ein knappes Gut geworden. Der Mangel an guten Arbeitskräften in Kombination mit den hohen Inflationsraten verstärken den Lohndruck. In der Eurozone und in den USA liegen die Lohnsteigerungen mittlerweile bereits über der Inflationsrate, das heißt die Verbraucher haben mittlerweile positive Realeinkommenszuwächse (vgl. Abbildung 2). Das dürfte wiederum das Verbrauchervertrauen stärken.

Abbildung 2:  
Lohnwachstum Eurozone und USA



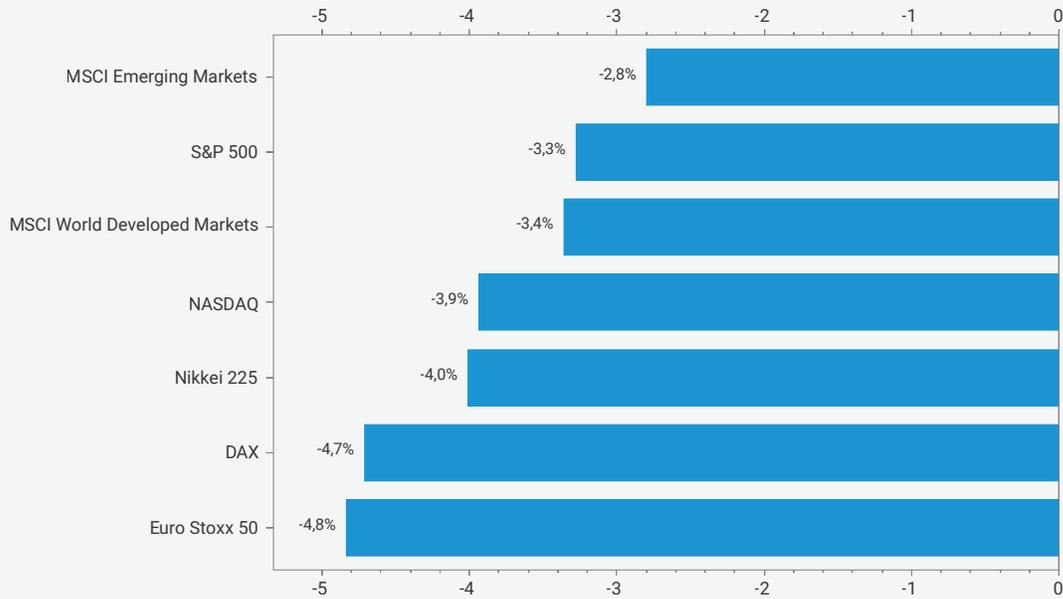
Stand: 6. Oktober 2023  
Quelle: LSEG Datastream

Nachdem der Aktienmarkt im zweiten Quartal alle Risiken ignorierte, nahm die Volatilität im dritten Quartal aufgrund der makroökonomischen Unsicherheitsfaktoren sowohl an den Renten- als auch an den Aktienmärkten wieder stark zu (vgl. Abbildung 3).



Der Optimismus bei Aktienanlegern, insbesondere im KI-Bereich, scheint mittlerweile gebrochen (vgl. Abbildung 4). Schwach ausfallende Konjunkturdaten haben aber insbesondere die europäischen Aktienmärkte einbrechen lassen, während sich die US-Märkte auch dank der robusteren Wirtschaftsdaten etwas besser hielten.

Abbildung 4:  
QTD-Aktienmarktperformance (in Lokalwährung)



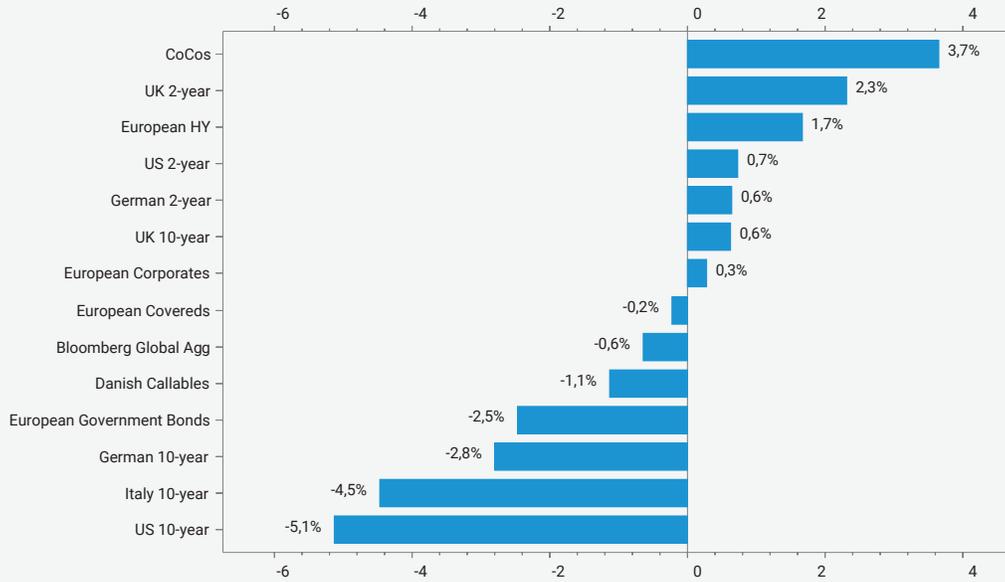
Stand: 6. Oktober 2023  
Quelle: LSEG Datastream

Auf den Anleihemärkten sah das Bild gemischt aus (vgl. Abbildung 5). Mit der Ausnahme von 10-jährigen GILTs kam es im dritten Quartal bei langlaufenden sicheren Staatsanleihen zu weiteren Renditeanstiegen (und somit zu Performanceeinbuen). So erreichten beispielsweise in den USA die 10-jährigen Treasury-Renditen zwischenzeitlich ihr höchstes Niveau seit Juli 2007. Die robusten US-Wirtschaftsdaten unterstreichen die Widerstandsfähigkeit gegenüber den steigenden Zinsen und schüren die Erwartung, dass die Zinsen noch für eine längere Zeit auf einem hohen Niveau liegen werden. Am kurzen Laufzeitenende sah das Bild hingegen ganz anders aus; hier sanken die Renditen. Dementsprechend hat sich die Zinsstrukturkurve wieder etwas versteilert, ist aber nach wie vor invers und zeigt damit Rezessionsrisiken an (vgl. Abbildung 6).

Für ein kleines Aufsehen sorgte Anfang August die Entscheidung der Ratingagentur Fitch, die das Spitzenrating von US-Treasuries herunterstufte (von AAA auf AA+). Grund hierfür sind einerseits die hohen Staatsschulden und andererseits die Verschlechterung der Haushaltslage.

Im Bereich der Unternehmensanleihen haben sich im dritten Quartal insbesondere risikoreichere Rentenanlagen wie Europäisches High Yield und Cocos gut entwickelt. Das ist erstaunlich, berücksichtigt man die ausgeprägten Rezessionsrisiken. Grund für die positive Entwicklung war mageblich die maue Neuemissionstatigkeit in diesem Bereich.

Abbildung 5:  
QTD-Rentenmarktpformance (in Lokalwährung)



Stand: 6. Oktober 2023  
Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 6:  
Zinsstrukturkurve USA und Deutschland

STILHEIT ZINSSTRUKTUREN, 10J-2J

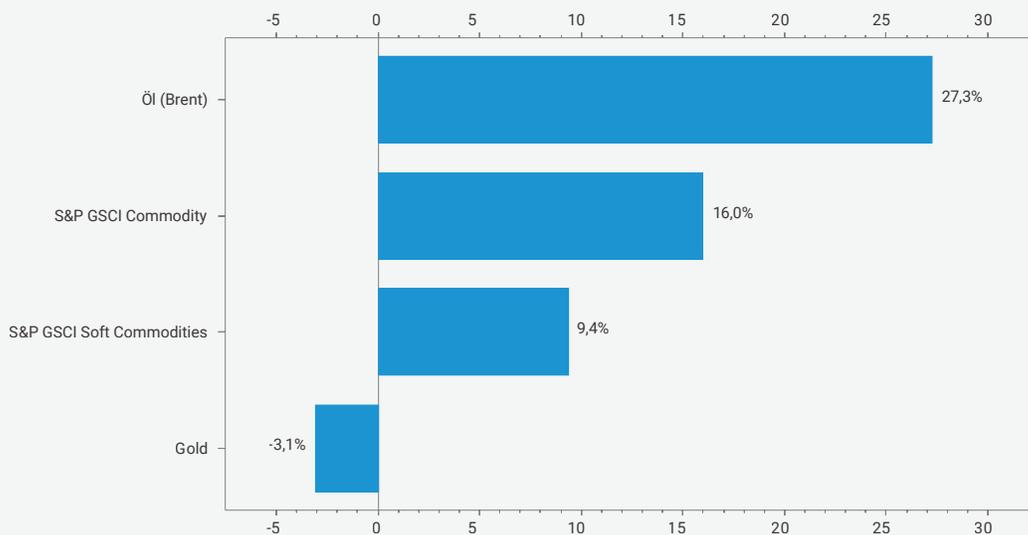


Stand: 6. Oktober 2023  
Quelle: LSEG Datastream

Waren sinkende Ölpreise maßgeblich für einen Rückgang der Inflation in der ersten Jahreshälfte verantwortlich, stiegen die Preise jedoch wie oben erwähnt seit dem Sommer wieder stark an (vgl. Abbildung 7). Grund hierfür waren die Kürzungen der OPEC+ (Verknappung des Angebotes) sowie die gestiegene chinesische Nachfrage. Neben Öl entwickelten sich auch die Soft Commodities (Agrarrohstoffe) sehr positiv. Grund waren die wetterbedingten Schäden (z. B. Dürreperiode in den US-Baumwollgebieten) und die steigenden Klimarisiken.

Abbildung 7:  
QTD-Performance Rohstoffe

QTD Commodity Performance in %



Stand: 6. Oktober 2023

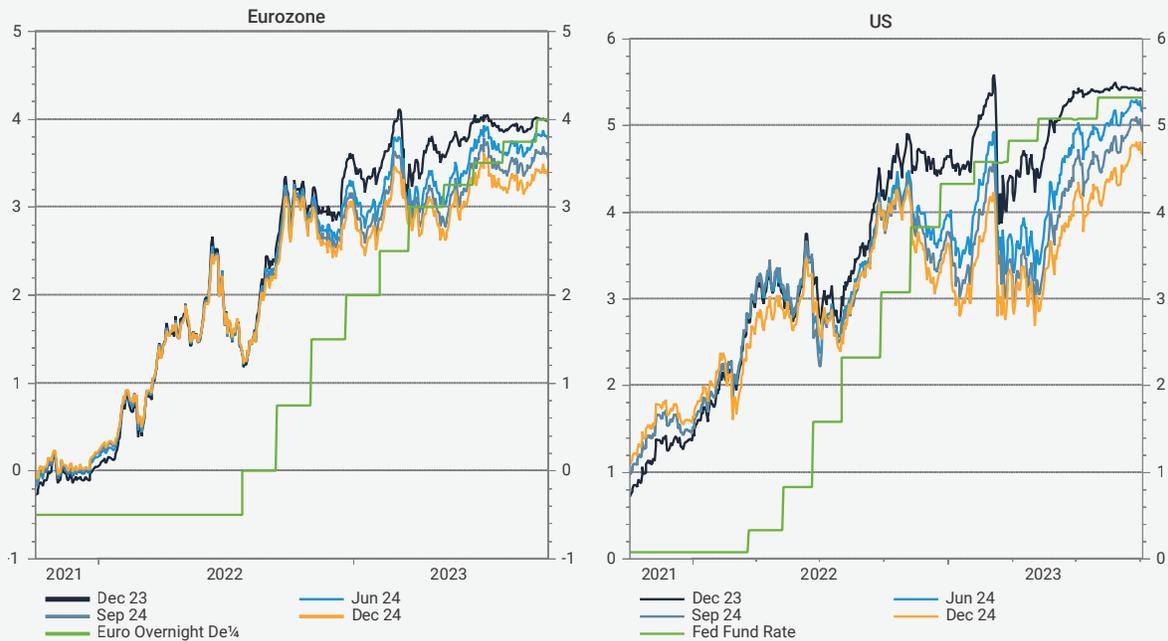
Quelle: LSEG Datastream

## Marktausblick

Trotz der ermutigenden Inflationsdaten ist die Schlacht der Zentralbanken noch nicht gänzlich gewonnen. Die guten US-Wirtschaftsdaten, der robuste Arbeitsmarkt sowie der jüngste Anstieg der Ölpreise verkomplizieren die Situation für die Zentralbanken.

Nichtsdestotrotz scheint sich die Politik der Zentralbanken als wirksam zu erweisen. Auch wenn die Inflation nach wie vor zu hoch ist, mehren sich die Zeichen, dass der Höhepunkt des aktuellen Straffungszyklus erreicht ist oder bald erreicht sein wird: Sowohl die Fed als auch die BoE haben eine Zinspause eingelegt und die EZB signalisierte bereits, dass sie davon ausgeht, die Zinsen nun für einen längeren Zeitraum unverändert zu lassen. Das sieht der Markt ähnlich, wobei dieser bereits Mitte nächsten Jahres von Zinssenkungen ausgeht, was wiederum für ein rezessives Marktumfeld spricht (vgl. Abbildung 8). Auch für die USA preist der Markt bereits wieder Senkungen ein.

Abbildung 8:  
Implizite Zinsen

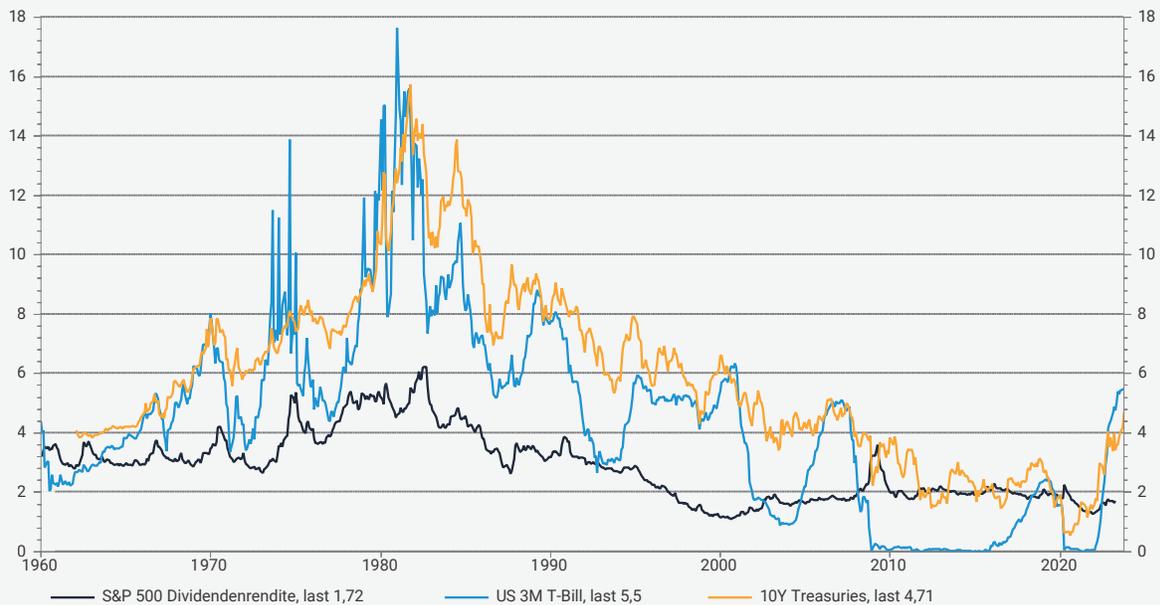


Stand: 6. Oktober 2023  
Quelle: LSEG Datastream

Positiv ist zu vermerken, dass die befürchtete Rezession bisweilen ausgeblieben ist und die Konjunkturdaten (wie der robuste Arbeitsmarkt) auf beiden Seiten des Atlantiks derzeit nicht auf eine harte Landung hinweisen.

Dennoch bleibt das Umfeld unserer Ansicht nach unsicher. Generell haben aber Anleihen stark an Attraktivität auch gegenüber Aktien gewonnen. So liegen die Renditen 10-jähriger US-Anleihen mittlerweile über der Dividendenrendite des S&P 500 (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9:  
S&P 500 Dividendenrendite vs. Treasury und Geldmarkt



Stand: 6. Oktober 2023  
Quelle: LSEG Datastream

Generell können Anleger bereits mit relativ risikoarmen festverzinslichen Anlagen wie Investment-Grade-Anleihen, attraktive Renditen erzielen. Da der Straffungszyklus (bald) wahrscheinlich sein Ende finden wird, erwarten wir alles in allem eine positive Zeit für festverzinsliche Anlagen. Vorsicht geboten ist allerdings bei risikoreicheren Rentenanlagen. Die gestiegenen Finanzierungsbedingungen sowie der unsichere wirtschaftliche Ausblick könnte dem einen oder anderen Emittenten aus dem High Yield-Bereich zukünftig zu schaffen machen, wobei wir auch attraktive Chancen in einigen HY-Segmenten (z. B. Nordische High Yield-Anleihen) sehen.

Auf den Aktienmärkten könnte es unserer Meinung nach noch zu weiteren Abwärtsbewegungen kommen. Insbesondere US-Aktien, deren Bewertungen in den letzten Monaten stark zugenommen haben, könnten unter Druck geraten. Daher halten wir an unserem Fokus auf Qualität weiter fest: Unternehmen mit einem stabilen Geschäftsmodell und einer hohen Prognostizierbarkeit der Erträge sollten auch in unsicheren Zeiten das Abwärtsrisiko von Anlegern begrenzen können.

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

Verfasserin: Desiree Sauer  
E-Mail: [desiree.sauer@lazard.com](mailto:desiree.sauer@lazard.com)

Verfasser: Werner Krämer  
E-Mail: [werner.kraemer@lazard.com](mailto:werner.kraemer@lazard.com)

---

Dies ist eine Marketing-Unterlage.

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 Aussage in diesem Dokument stellt 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](http://www.lazardassetmanagement.com) über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.