

Marktrückblick

Während Anleger 2022 durch eine ziemlich raue See steuerten, hofften diese für das Jahr 2023 auf den Übergang in ruhigere Gewässer. Und so sah das Kapitalmarktumfeld am Anfang des Jahres auch noch recht freundlich aus: Eine richtige Energiekrise blieb aus, die Aufhebung der Null-Covid-Strategie in China schürte Hoffnung auf ein starkes globales Wachstum und der Ukraine-Krieg rückte zunehmend in den Hintergrund.

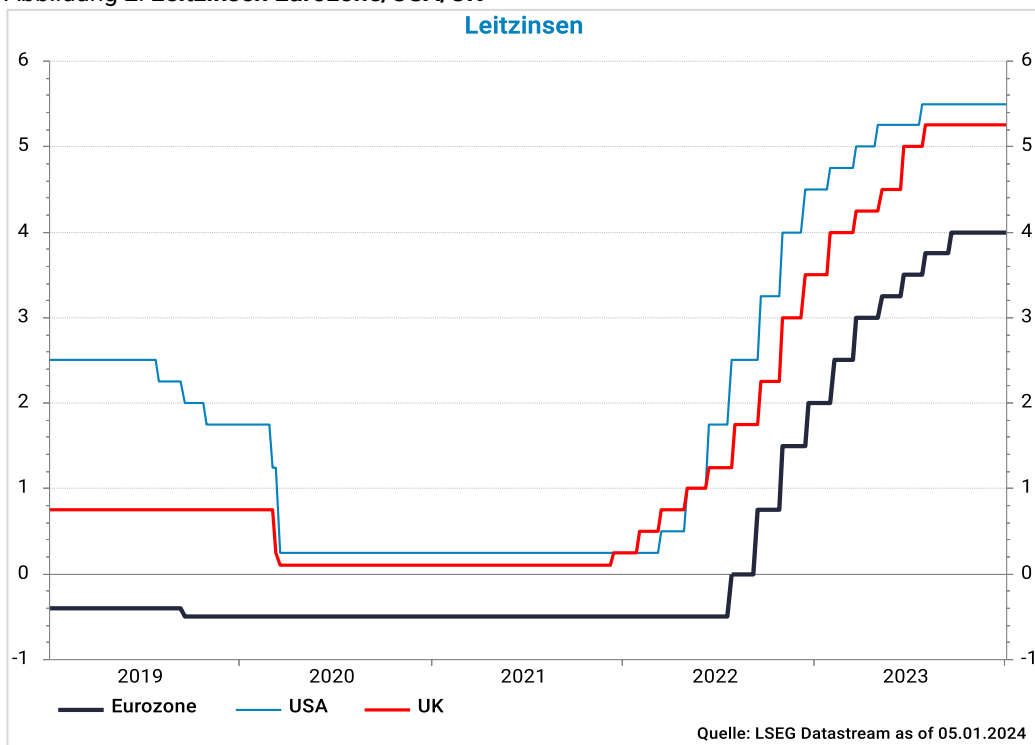
Statt ruhigen Gewässern erwartete Anleger dann aber ein sehr ereignisvolles Jahr 2023:

„Ein Tanz auf dem Drahtseil für die Zentralbanken“

Thema Nummer eins waren die Inflationszahlen und die daraus resultierenden Zinsentscheidungen der Zentralbanken. So ging man zwar bereits zum Jahresanfang davon aus, dass der Höhepunkt des Inflationsdrucks weltweit erreicht war, dennoch erwartete man einen nur sehr langsamen und schleppenden Rückgang der Inflation.

Erschwert wurde die Inflationsbekämpfung 2023 durch die relativ guten Wirtschaftsdaten und den robusten Arbeitsmarkt (insbesondere in den USA). Zwar deuteten einige Indikatoren (darunter zum Beispiel die inversen Zinsstrukturkurven) auf eine Rezession hin, doch von konjunkturellen Einbrüchen war weit und breit nichts zu sehen. Das veranlasste die Zentralbanken, an ihrem Zinserhöhungszyklus festzuhalten und so kam es in den letzten zwei Jahren zu 12 Zinsschritten seitens der Federal Reserve, zu 10 durch die Europäische Zentralbank und zu 14 durch die Bank of England (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 2: Leitzinsen Eurozone/USA/UK

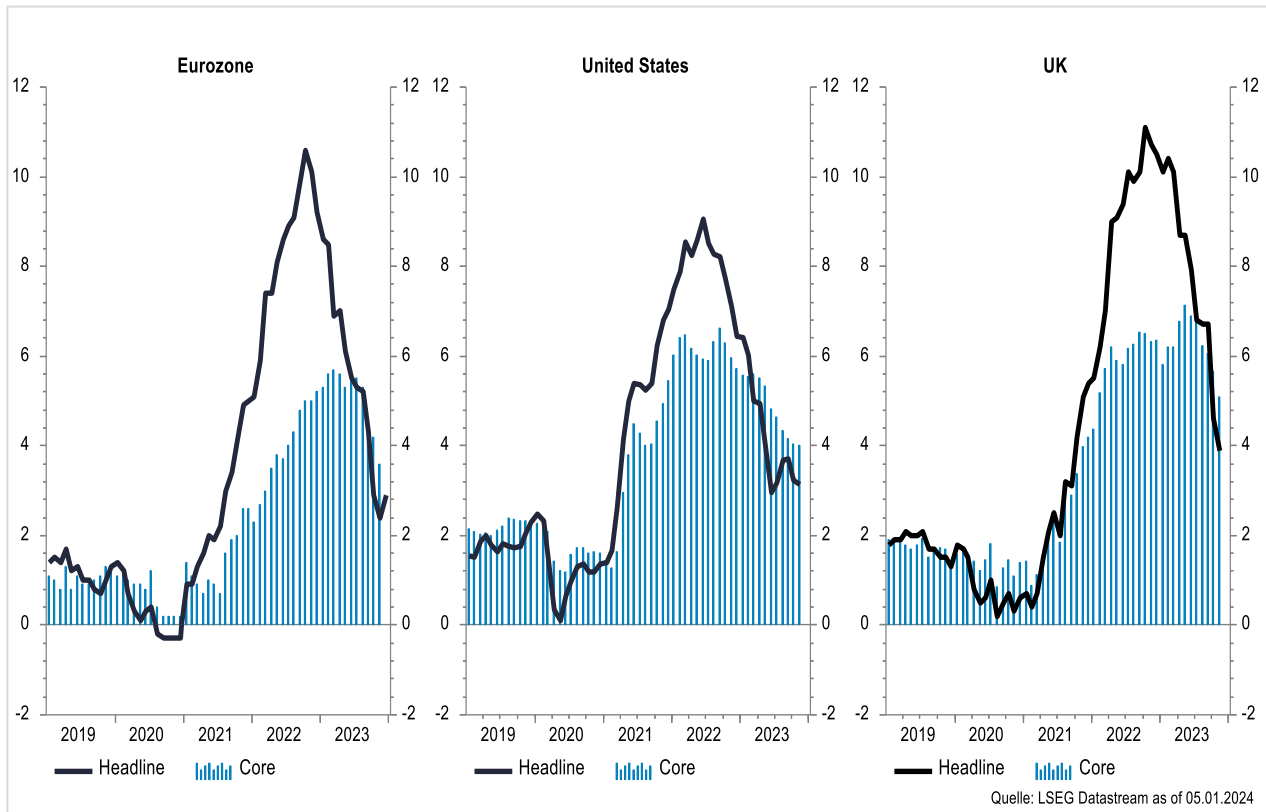


Quelle: LSEG Datastream, Stand: 5. Januar 2024

Ende des Jahres schauten die Zentralbanken dann auf ihre Erfolgsbilanz: Lagen die Inflationsraten in den USA zum Jahresanfang bei noch 6,4 und in der Eurozone bei 8,6 %, lagen diese am Jahresende bei 3,1 beziehungsweise 2,4 % und damit nur knapp über dem Inflationsziel von 2 % (vgl. Abbildung 2). Während sich die Inflation in der Eurozone und der USA in die richtige Richtung bewegten, hatte die Bank of England (BoE) eine größere Aufgabe zu bewältigen,

auch wenn die jüngsten Inflationsdaten mit einem unerwartet starken Rückgang sowohl der Gesamt- als auch der Kerninflation für etwas Zuversicht sorgten. Mit 3,9 % liegt die Gesamtrate im Vereinigten Königreich aber nach wie vor deutlich über dem Ziel der Zentralbank.

Abbildung 2: **Headline und Kernraten Eurozone/USA/UK**



Quelle: LSEG Datastream, Stand: 5. Januar 2024

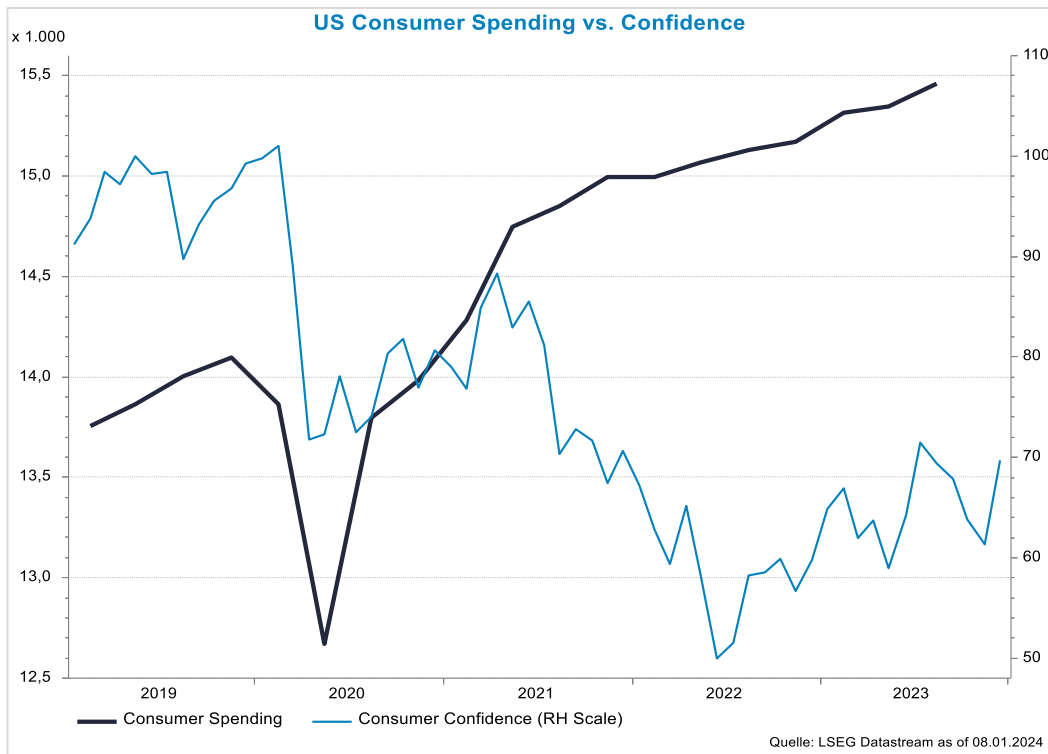
„Banken im Stress“

Eine zusätzliche (kurzweilige) Belastung für die Zentralbanken stellten im März die Turbulenzen im Bankensektor dar. Der Kollaps der Silicon Valley und Signature Bank, in dessen Zuge dann auch die Credit Suisse scheiterte, überraschte alle Marktakteure. Anleger fürchteten einen Dominoeffekt. Diese Angst bewahrheitete sich glücklicherweise nicht. Die Ereignisse warfen jedoch die Frage auf, inwieweit die Zentralbanken Zinserhöhungen vornehmen können, ohne die Finanzstabilität zu beeinträchtigen.

„Überraschend gute US-Konjunktur“

Das Gespenst der globalen Bankenkrise verpuffte glücklicherweise schnell und die Zentralbanken hielten an ihrem straffen Kurs fest. Im zweiten Halbjahr zeigte die straffe Geldpolitik in der Eurozone erste Wirkung, wobei insbesondere die deutsche Wirtschaft negativ betroffen war. Anders sah das Bild in den USA aus. Trotz der schnellsten und größten Zinserhöhungen in der Geschichte der Fed hat sich die US-Wirtschaft bemerkenswert widerstandsfähig gezeigt. Grund dafür war hauptsächlich, dass die Konsumausgaben auf hohen Niveaus verharrten. Einerseits weil die Ersparnisse der privaten Haushalte enorm angestiegen sind (fiskalpolitischer Stimulus, weniger Ausgaben aufgrund der Covid-Beschränkungen) und andererseits aufgrund des robusten Arbeitsmarkts, der die Arbeitnehmer zuversichtlich stimmte, sich nicht in Bezug auf ihren Konsum einschränken zu müssen (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Konsumausgaben und Konsumentenvertrauen



Quelle: LSEG Datastream, Stand: 8. Januar 2024

„China – vom Wachstumsmotor zur Wachstumsbremse“

Ein weiteres Damoklesschwert, das über den Köpfen von Anlegern, schwebte war die schwierige Situation in China. Nachdem die Weltwirtschaft voller Hoffnung ins neue Jahr startete, da die chinesische Regierung ihre Null-Covid Politik aufhob, wurde sie rasch enttäuscht. Die Wirtschaft lief nur schleppend an. China kämpft(e) mit einer hohen Jugendarbeitslosigkeit und einer schleppenden konjunkturellen Erholung nach der Pandemie. Erschwerend hinzu kamen die Probleme im Immobiliensektor, welcher fast ein Drittel der chinesischen Wirtschaft ausmacht. Nach Evergrande (2022) geriet im August 2023 mit Country Garden ein weiterer Immobilienentwickler ins Straucheln. Alles in allem hat sich China im globalen Kontext vom Wachstumsmotor zur Wachstumsbremse entwickelt.

„Geopolitische Konflikte“

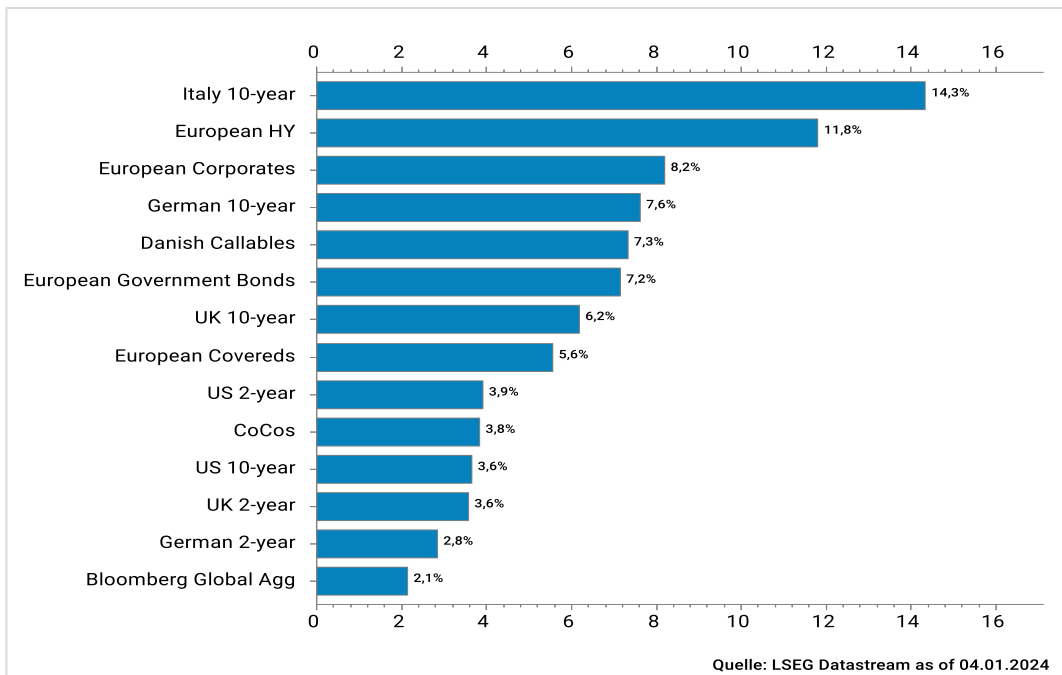
Nachdem der Ukraine-Russland-Krieg thematisch 2023 immer weiter in den Hintergrund rückte, kam es im Oktober zu einer weiteren negativen geopolitischen Eskalation – der Angriff der Hamas auf Israel.

„Von - Tina There is no alternative to equity - zu Tara - There are reasonable alternatives“

Alles in allem war das Jahr 2023 ein turbulentes und ereignisvolles Jahr. Das ließ auch die Kapitalmärkte nicht kalt. Hier kam es 2023 zu einem bedeutenden Umdenken bei Investoren. Galt seit über einem Jahrzehnt das Credo „There is no alternative to equity“, galt nun zunehmend das Motto „There are reasonable alternatives to equities“. Grund hierfür waren die steigenden Renditen, welche insbesondere Renteninvestments zunehmend attraktiver machten.

Die Rentenmärkte schlossen das Jahr durchweg im positiven Bereich (vgl. Abbildung 4). Die Einschätzung der Anleger, dass die Zentralbanken den Kampf gegen die Inflation gewonnen haben, und die Aussicht auf Zinssenkungen in der ersten Jahreshälfte 2024 ließen die Renditen von Staatsanleihen insbesondere zum Jahresende stark sinken. Unternehmensanleihen erzielten aufgrund ihrer sinkenden Risikoprämien ebenfalls eine gute Performance und ließen sich von der etwas schwächeren Wirtschaftslage nicht beeindrucken. Trotz der von vielen Experten prognostizierten erhöhten Rezessionsrisiken schnitten Hochzinsanleihen im Jahresverlauf deutlich besser als Investment-Grade-Anleihen ab.

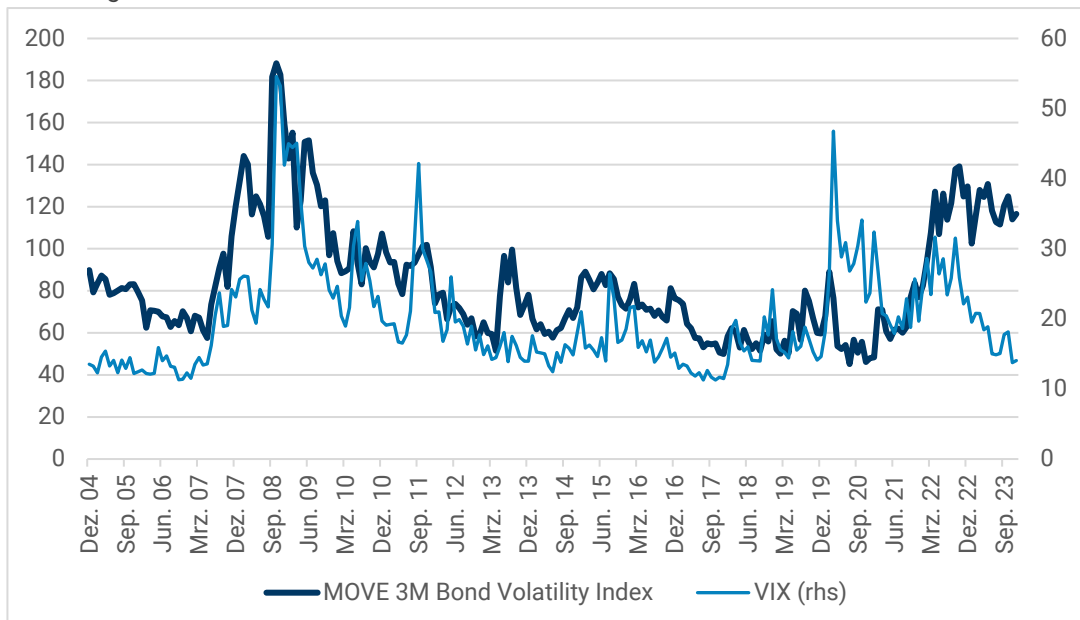
Abbildung 4: YTD-Rentenmarktpformance in Lokalwährung



Quelle: LSEG Datastream, Stand: 4. Januar 2024

Erstaunlicherweise nahm die Volatilität an den Aktienmärkten, trotz der ausgeprägten makroökonomischen Risiken, 2023 weiter ab und befand sich auf dem tiefsten Niveau seit vor der Pandemie (vgl. Abbildung 5). Es scheint, als würden die Aktienmärkte alle Unsicherheitsfaktoren komplett ausblenden. Anders war die Wahrnehmung auf dem Rentenmarkt, auf welchem die Volatilität, aufgrund der Unsicherheiten bezüglich der Inflation und den steigenden Zinsen, so hohe Niveaus wie zuletzt in der Finanzmarktkrise aufwies.

Abbildung 5: Volatilität am Aktien- und Rentenmarkt

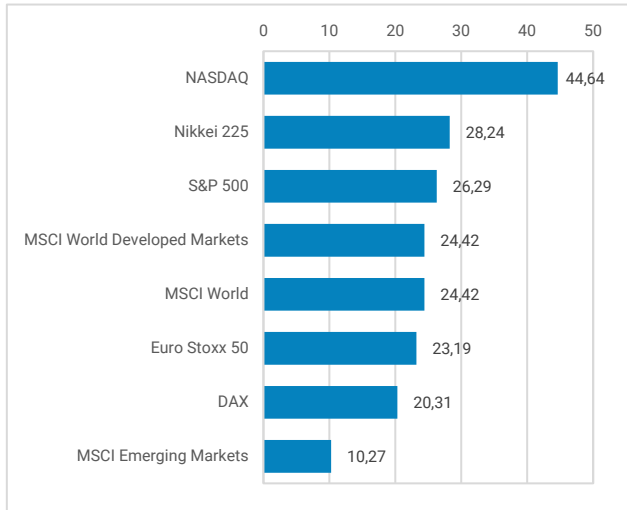


Quelle: LSEG Datastream, Stand: 1. Januar 2024

An den Aktienmärkten kam im Jahresverlauf zu einer zu einer richtigen Rallye. Insbesondere Technologieaktien waren en vogue (vgl. Abbildung 6 und Abbildung 7). Chatgpt löste eine Welle der Begeisterung für künstliche Intelligenz aus. Das hat sich in einem gewaltigen Boom bei der Bewertung von Technologieunternehmen niedergeschlagen.

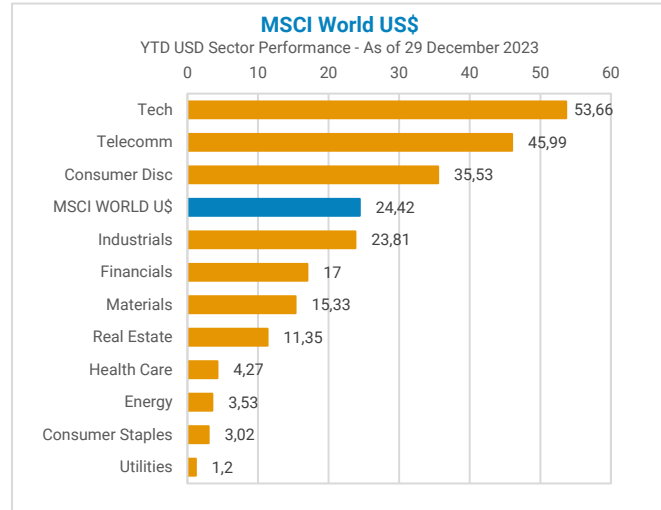
Neben den Technologieaktien performten auch japanische Aktien hervorragend. Die Ankündigungen von Aktienrückkäufen und Dividendenerhöhungen im Zuge der Verschärfung der Börsen-Zulassungsstandards an der Tokioter Börse, sowie Warren Buffetts positive Kommentare über japanische Unternehmen, trugen zu einer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

Abbildung 6:
YTD-Aktienmarktpformance in Lokalwährung



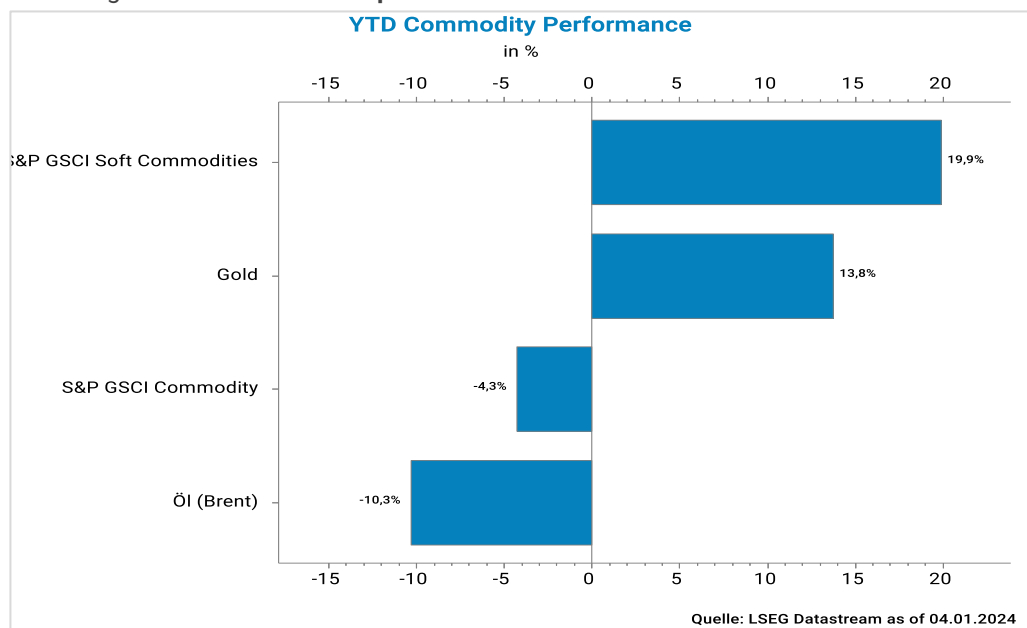
Quelle: LSEG Datastream, Stand: 1. Januar 2024

Abbildung 7:
YTD-Aktienmarktpformance nach Sektoren



Auf den Rohstoffmärkten sah das Bild gemischt aus. Während sich insbesondere Agrarrohstoffe (Soft Commodities), aufgrund von wetterbedingten Schäden und steigender Klimarisiken gut entwickelten, und Gold, aufgrund seiner Rolle als sicherer Hafen in unruhigen Zeiten (Geopolitik), gut performte, enttäuschte Öl auf ganzer Linie (vgl. Abbildung 8). So machten sich neben dem schwächeren Wirtschaftswachstum (insbesondere in China) und den Rezessionssorgen auch die Angebotsausweitungen in den USA negativ bemerkbar.

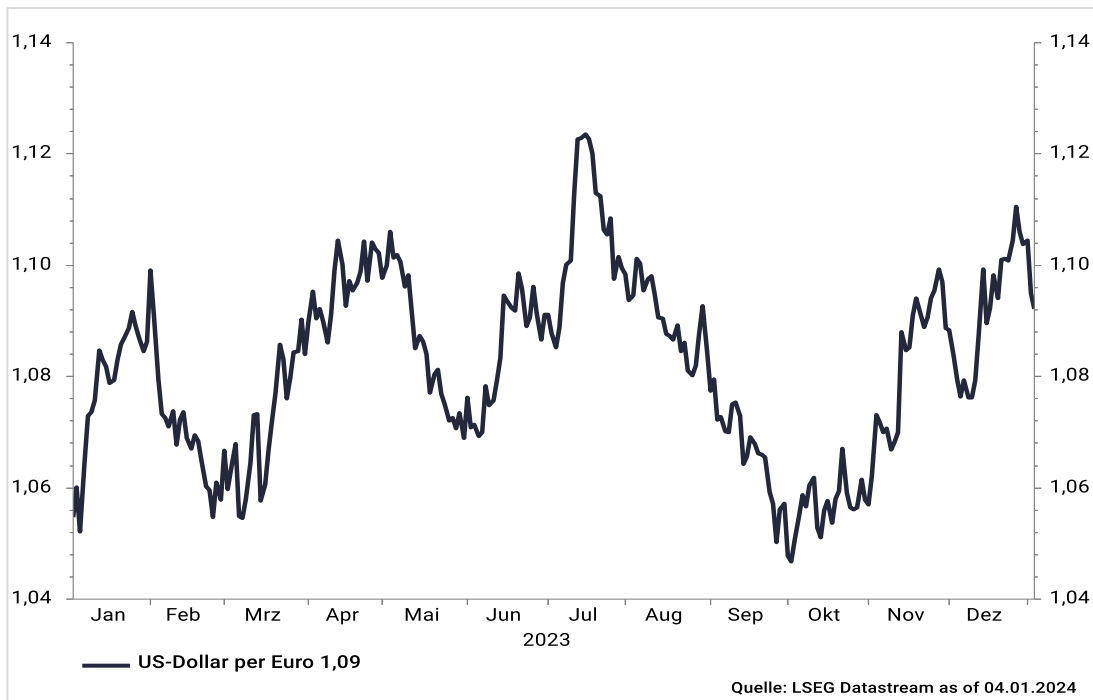
Abbildung 8: YTD-Rohstoffmarktpformance



Quelle: LSEG Datastream, Stand: 4. Januar 2024

Bei dem USD-Euro-Wechselkurs kam es im Jahresverlauf zu einigen Bewegungen, wobei der Euro im Vergleich zum Jahresanfang zugelegt hat. Grund dafür war die im Jahresverlauf rückläufige Zinsdifferenz zwischen der Eurozone und den USA.

Abbildung 9: Entwicklung US-Dollar per Euro



Quelle: LSEG Datastream, Stand: 4. Januar 2024

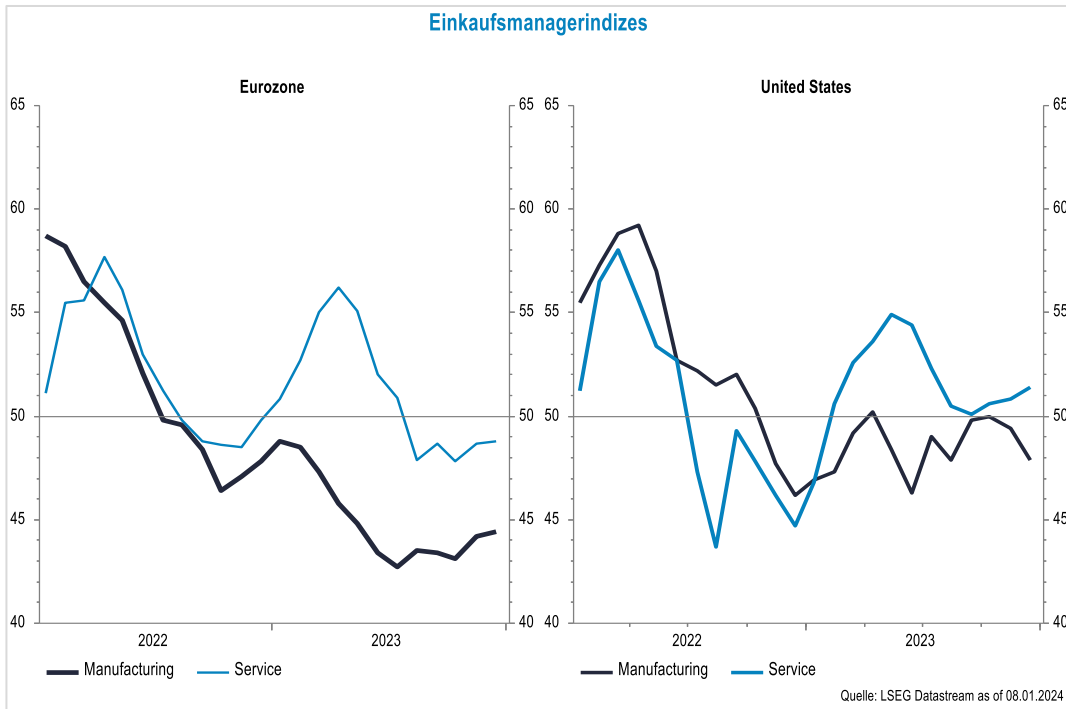
Marktausblick

Ein ereignisvolles Jahr 2023 ist zu Ende gegangen. Trotz der vielen Negativereignisse – der Turbulenzen im Bankensektor, einer schwächelnden chinesischen Wirtschaft, geopolitischer Konflikte und der ausgeprägten Angst vor einem starken konjunkturellen Einbruch – haben sich die Volkswirtschaften auf beiden Seiten des Atlantiks relativ robust gezeigt und die erwartete tiefe Rezession ist ausgeblieben.

Für den Ausblick 2024 sind wir vorsichtig optimistisch gestimmt. Neben den zahlreichen positiven Indikatoren (z. B. Arbeitsmarkt, Lohnwachstum, rückgängige Inflationszahlen) gibt es noch einige Fragen/Ungewissheiten zu klären: Ist der Inflationsrückgang nachhaltig? Kommt es zu weiteren geopolitischen Eskalationen? Wie viel Zeit benötigt die restriktive Geldpolitik, um ihre volle Wirkung zu zeigen? Wann und wie drastisch werden die Zentralbanken Zinssenkungen vornehmen?

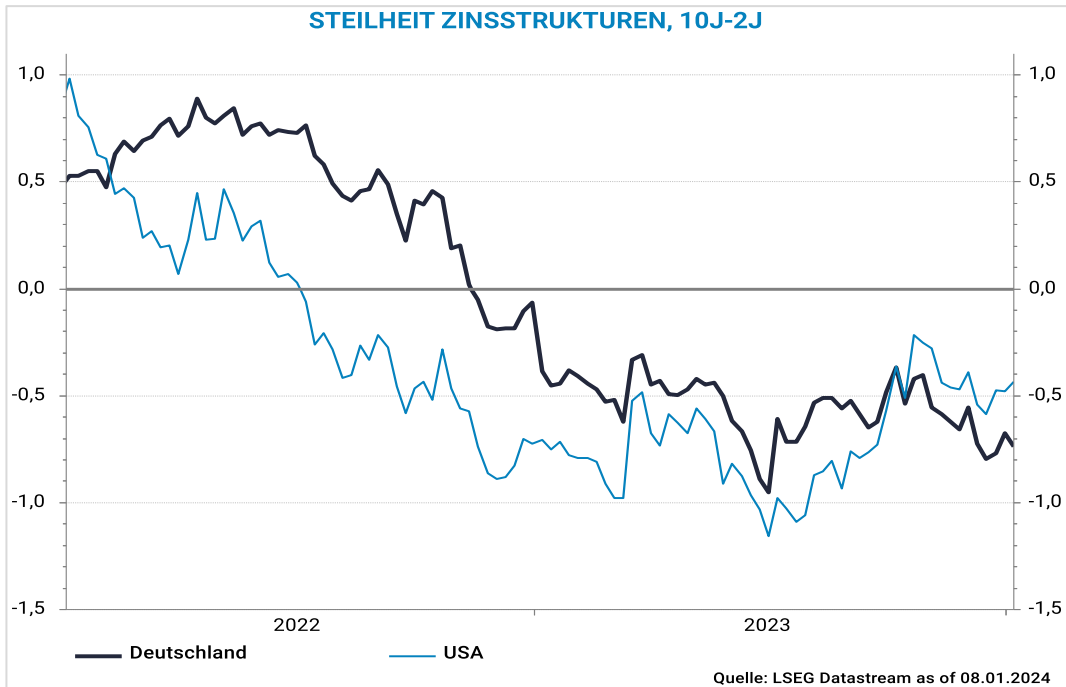
Generell sind die Rezessionsrisiken nach wie vor ausgeprägt. Dies zeigen unter anderem die Einkaufsmanagerindizes (insbesondere die des verarbeitenden Gewerbes), welche auf eine starke Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit hindeuten (vgl. Abbildung 10). Unterstrichen wird das Risiko eines Einbruches durch die weiterhin inversen Zinsstrukturkurven, welche gemeinhin als Rezessionsindikator gelten (vgl. Abbildung 11). Nun muss man berechtigterweise anmerken, dass diese bereits seit einiger Zeit invers sind und ein drastischer Einbruch bislang nicht eingetreten ist... Nichtsdestotrotz schlägt sich die straffe Geldpolitik noch nicht vollständig in schwächeren Wirtschaftsdaten nieder (wirkt zeitverzögert), was zu einer Überraschung führen könnte.

Abbildung 10: Einkaufsmanagerindizes



Quelle: LSEG Datastream, Stand: 8. Januar 2024

Abbildung 11: Inverse Zinsstrukturkurven

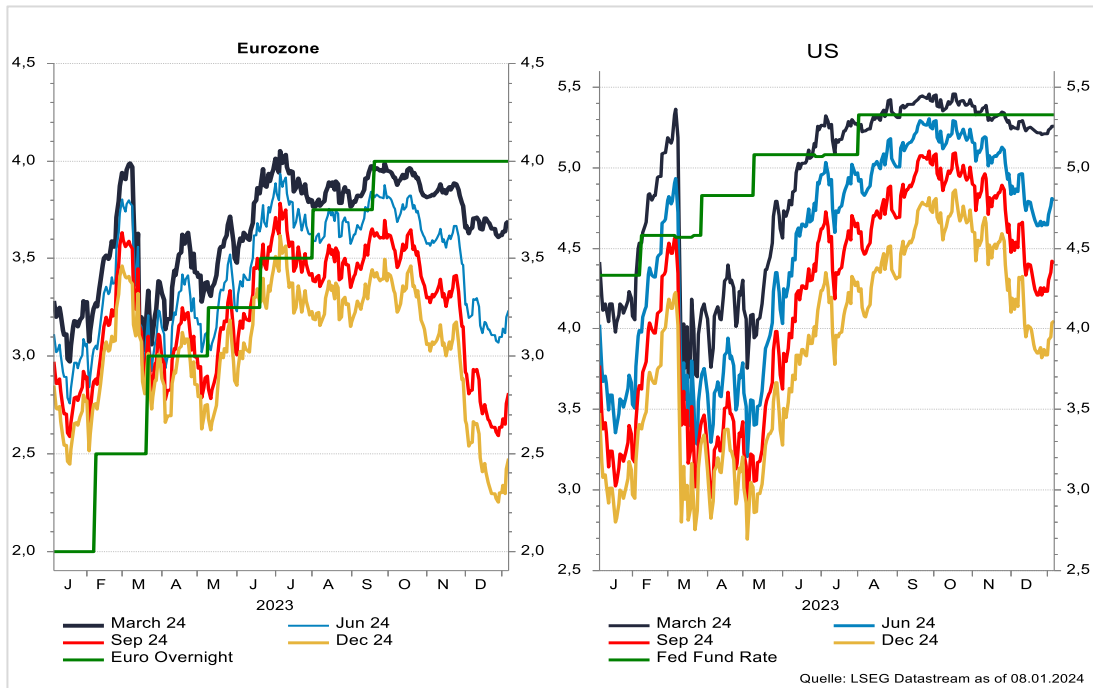


Quelle: LSEG Datastream, Stand: 8. Januar 2024

Positiv gestimmt sind wir bezüglich der Inflationsbekämpfung. Wir gehen davon aus, dass sich die Inflation (Gesamt- und Kerninflation) weiter abschwächen wird, schließen aber nicht aus, dass es aufgrund von negativen Schocks (wie z. B. Angriffe der Houthi-Rebellen, welche die globale Schifffahrt belasten) ein paar Ausschläge nach oben geben könnte.

Aufgrund des Positivtrends in den Inflationszahlen erwarten wir, genau wie die Marktteilnehmer, dass sowohl die EZB als auch die Fed im Laufe von 2024 Zinssenkungen vornehmen wird. Allerdings sind wir nicht ganz so optimistisch wie die Anleger. Während der Markt bereits erste Senkungen im ersten Quartal eingepreist hat, erwarten wir, dass angesichts der vielen Ungewissheiten sowohl die EZB als auch die Fed zunächst die wirtschaftliche Situation weiter bewerten werden und frühestens im Laufe des zweiten Quartals mit Zinssenkungen beginnen werden. Die Ausblick für das Vereinigte Königreich ist hingegen steiniger. Die Inflation ist immer noch hoch, auch wenn diese mittlerweile auf die straffe Geldpolitik der BoE reagiert. Die britischen Zinssätze werden wahrscheinlich noch länger auf ihrem derzeitigen Niveau bleiben müssen, um die Inflation auf ein nachhaltiges Niveau von oder nahe 2 % zu bringen.

Abbildung 12: Implizite Zinsen



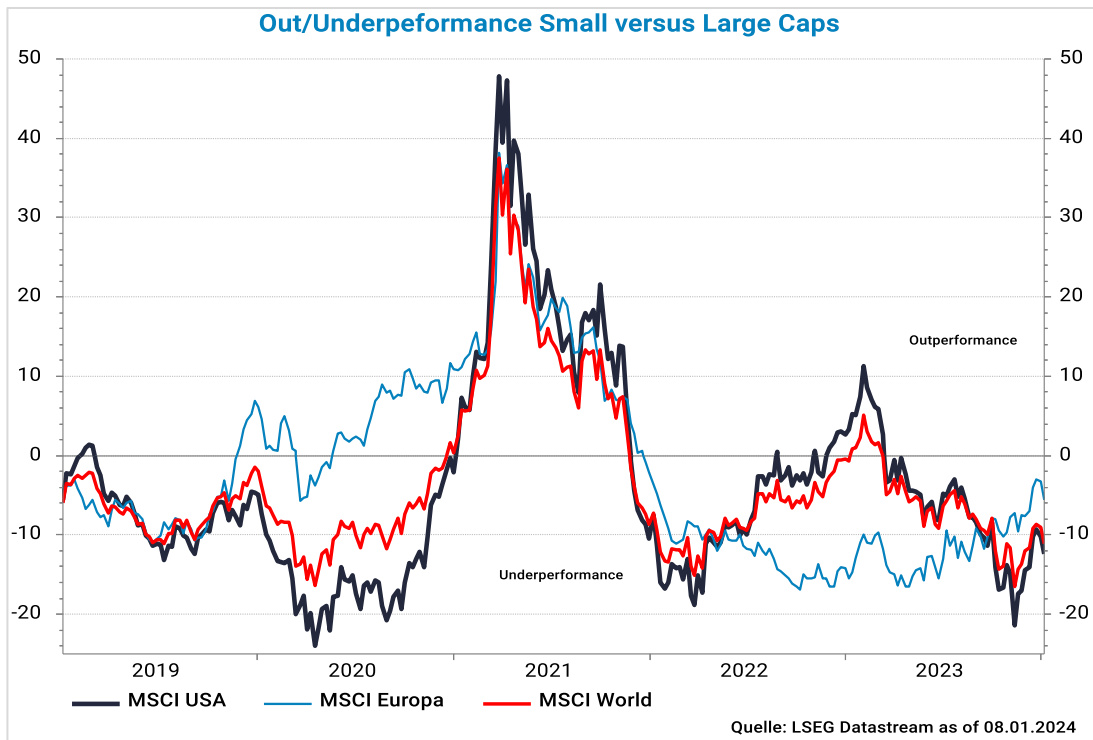
Quelle: LSEG Datastream, Stand: 8. Januar 2024

Trotz der vielen Ungewissheiten sind wir recht optimistisch, was das Kapitalmarktumfeld 2024 anbetrifft.

Die guten Renditeniveaus machen Rentenanlagen insgesamt wieder attraktiv. Allerdings muss man hier differenzieren. So präferieren wir weiterhin Investment Grade- gegenüber High Yield-Anleihen. Im HY-Segment könnte sich ein schwierigeres wirtschaftliches Umfeld insbesondere negativ auf die Unternehmensgewinne und die Ausfallraten auswirken. Unserer Meinung nach besteht das größte Risiko in einem größeren wirtschaftlichen Schock, der die Ausfallraten drastisch in die Höhe treibt. Dieses Szenario liegt jedoch vorerst außerhalb der Konsenserwartungen. Natürlich ist das Wirtschaftswachstum in Europa in einigen Teilen gering oder sogar leicht negativ, aber ein starker Abschwung ist nicht unser Basisszenario. Dennoch glauben wir, dass die Ausfallraten steigen werden und dass die Wirtschaft weitere Risse bekommen könnte. So schlägt sich die wesentlich straffere Geldpolitik noch nicht vollständig in den schwächeren Wirtschaftsdaten nieder. Dies könnte sich möglicherweise zunehmend negativ auf Unternehmen, insbesondere im HY-Segment, auswirken. Dennoch „verteufeln“ wir nicht das ganze HY-Segment: Hochzinsanleihen aus dem höheren Qualitätsspektrum sowie nordische Hochzinsanleihen könnten nach vorne hin weiter Potenzial bieten.

Für den Aktienmarkt sind wir (vorsichtig) optimistisch gestimmt. Die Zinswende im Jahr 2024 sollte dafür sorgen, dass der Appetit auf Aktien im Allgemeinen steigt. Davon könnten insbesondere Segmente profitieren, die in den letzten Jahren entweder abgestraft wurden, z. B. Small/Mid Caps (vgl. Abbildung 13), oder etwas weniger Berücksichtigung fanden, z. B. europäische Aktien. Zweifellos ist der Ausblick für die europäischen Volkswirtschaften problematisch, aber die niedrigen/niedrigeren Bewertungsniveaus könnten attraktive Einstiegschancen, insbesondere bei überraschend positiven wirtschaftlichen Impulsen, bieten.

Abbildung 13: Out-/Underperformance Small versus Large Caps (1-Jahres-Renditen)



Quelle: LSEG Datastream, Stand: 8. Januar 2024

Generell ist das Rückschlagspotenzial bei Aktien weiterhin ausgeprägt. Um sich ein wenig risikoärmer aufzustellen, erscheint uns ein Fokus auf Qualitätsaktien auch weiterhin sinnvoll. Unternehmen mit einem stabilen Geschäftsmodell und einer hohen Prognostizierbarkeit der Erträge sollten das Abwärtsrisiko von Anlegern begrenzen können.

Alles in allem erwarten wir ein positives Kapitalmarktumfeld, welches aber auch diverse Herausforderungen bereithalten wird. So stellen der Ausgang der Wahlen (z. B. die Präsidentschaftswahl in den USA, Landtagswahlen in Deutschland) und ein möglicherweise daraus resultierender Rechtsdruck, eine mögliche Zuspitzung in Nahost sowie die (fragile) Lage am Immobilienmarkt zusätzliche Unsicherheitsfaktoren (neben der wirtschaftlichen Situation) dar. Aktives Management wird bei all diesen Herausforderungen der Schlüssel zum Erfolg sein.

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

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

Disclaimer:

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 oder 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.

LR35649

Nur für professionelle Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung.