

Kapitalmarkt

Rückblick Q2/2024 / Ausblick Q3/2024

Verfasserin: DESIREE SAUER
Investmentstrategin

Verfasser: WERNER KRÄMER
Geschäftsführer & Economic Analyst

Marktrückblick

Am **Rentenmarkt** war die Volatilität im zweiten Quartal aufgrund diverser makroökonomischer und politischer Ereignisse recht hoch. So erlebten die Renditen europäischer Staatsanleihen einen deutlichen Anstieg und somit einen Performanceverlust (vgl. Abbildung 1). Grund war unter anderem das kräftige Lohnwachstum, das inzwischen die Inflationsrate übertrifft und somit Bedenken hinsichtlich eines möglichen Wiederauflebens der Inflation schürt. Die Zinssenkung der Europäischen Zentralbank sorgte da nur kurz für etwas Erleichterung, denn die EZB bekräftigte, dass der Preisdruck nach wie vor hoch sei und passte ihre Prognosen für Inflation und Wachstum nach oben an.

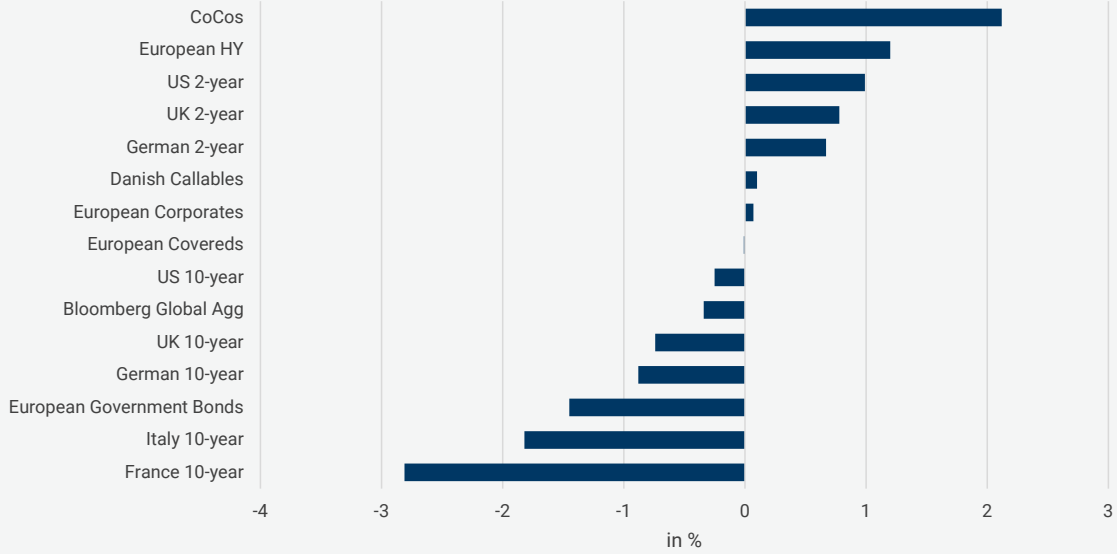
Auch der politische Rechtsruck in Europa führte zu einem Anstieg europäischer Renditen, insbesondere bei französischen Staatsanleihen. Präsident Macron überraschte viele, als er aufgrund der schwachen Ergebnisse seiner Partei bei den EU-Wahlen vorgezogene Parlamentswahlen ankündigte. Seine Partei erhielt nur halb so viele Stimmen wie ihre rechten Gegner, was eindeutig ein Protestvotum gegen Macron und seine derzeitige Regierung darstellte. Dies veranlasste den Präsidenten, neue Parlamentswahlen auszurufen, um die politische Richtung für die verbleibenden drei Jahre seiner Amtszeit neu zu bestimmen. Obwohl Macron weiterhin Präsident bleiben wird, kann der neu ernannte Premierminister Macrons politische Vorhaben blockieren und ihn somit schwächen. Während die Renditen für französische Anleihen also stark anstiegen, suchten Anleger verstärkt nach „Save Haven“-Anleihen. Davon profitierten US-amerikanische und deutsche Staatsanleihen. Der Renditeabstand (Spread) zwischen Frankreich und Deutschland vergrößerte sich dementsprechend deutlich (vgl. Abbildung 2).

US-Staatsanleihen verzeichneten zunächst eine positive Performance. Diese ließ sich einerseits, wie oben beschrieben, auf die verstärkte Nachfrage nach als sicher geltenden Anleihen zurückführen, andererseits auf die überraschend niedriger ausfallende US-Inflationsrate. Nichtsdestotrotz betonte die Fed, dass es wohl noch eine Weile dauern wird, bis diese Vertrauen gefasst hat, dass sich die Inflation nachhaltig auf dem Weg zurück zum 2 %-Ziel befindet. Obwohl sich die US-Konjunktur mittlerweile etwas abgekühlt hat, zeigt sich diese nach wie vor robust. So sind beispielsweise die Konsumausgaben aufgrund hoher Ersparnisse und fiskalpolitischer Unterstützung nach wie vor hoch und der US-Arbeitsmarkt zeigt sich weiter stabil, wobei die Arbeitsmarktdaten zuletzt etwas gemischt ausfielen. So stiegen zwar die Arbeitslosenquote sowie die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung leicht an, doch das Lohnwachstum sowie die Zahl der neu geschaffenen Stellen legten weiter zu. Gegen Ende des Monats stieg die Rendite 10-jähriger US-Anleihen wieder an, sodass diese das Quartal negativ beendeten.

Im Unternehmensanleihensegment sanken die Risikoprämien im Laufe des Quartals. Diese Positiventwicklung ist im Wesentlichen auf die sich verbessernde wirtschaftliche Situation zurückzuführen. So erlebte die Eurozonen-Konjunktur nach einer langen Phase der Stagnation eine Erholung und verzeichnete ein Wachstum von +0,3 %. Auch Großbritannien überraschte mit positiven Nachrichten: Das Bruttoinlandsprodukt stieg stärker als erwartet (+0,6 %).

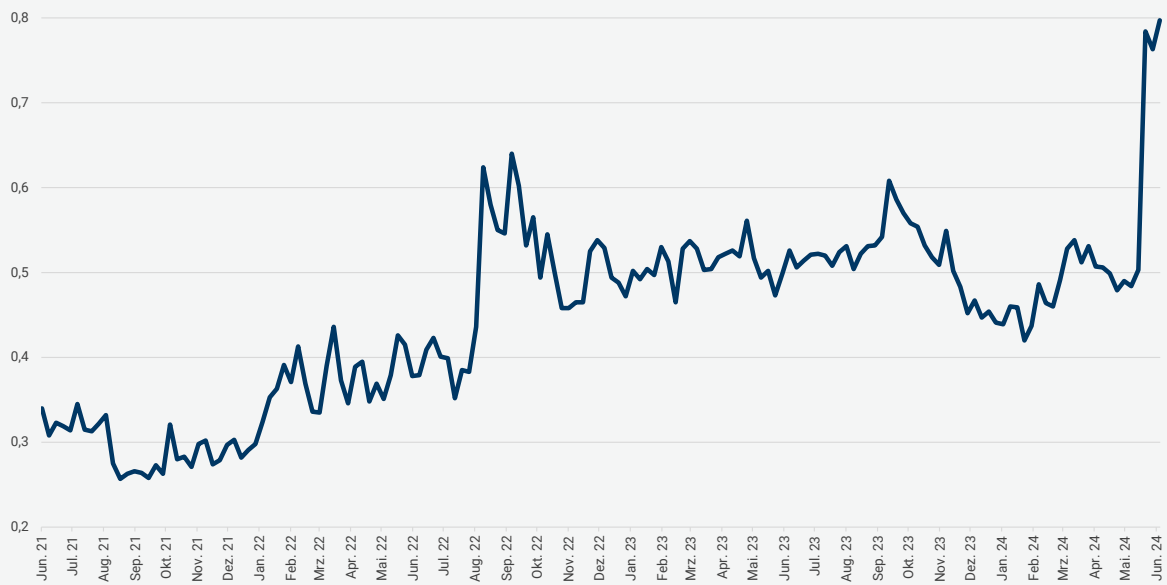
Auch Finanzanleihen konnten dieses Quartal, unterstützt durch eine sehr positive Berichtssaison, zulegen, wobei das Ergebnis der EU-Wahlen zwischenzeitlich zu Renditeanstiegen, insbesondere bei französischen Finanzanleihen führte. Europäische Hochzinsanleihen überstanden die politischen Turbulenzen hingegen ohne Blessuren. Die Berichtssaison fiel gut aus und die Risikoprämien fielen, da bei Anlegern von Rezessions Sorgen nichts mehr zu spüren ist.

Abbildung 1:
Rentenmarktpformance in Lokalwahrung (in %) – 2. Quartal 2024



Stand: 28. Juni 2024
 Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 2:
Renditespread Frankreich/Deutschland



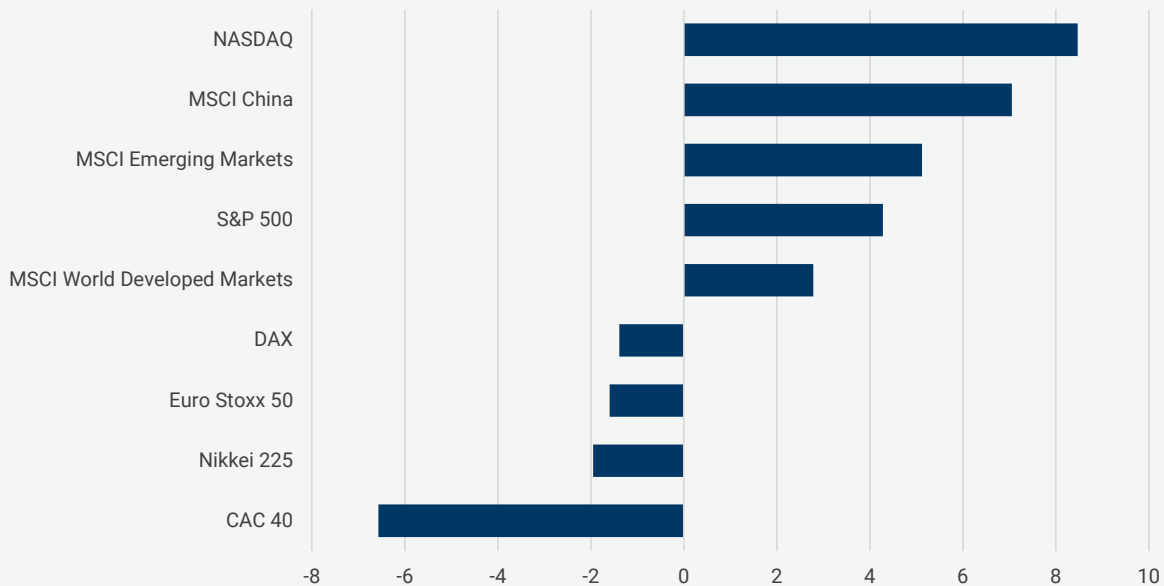
Stand: 28. Juni 2024
 Quelle: LSEG Datastream

Auch auf dem **Aktienmarkt** war im zweiten Quartal einiges los (vgl. Abbildung 3). Aufgrund der turbulenten politischen Situation erlitten europäische Aktien erhebliche Verluste, wobei der französische Leitindex (CAC 40) erwartungsgemäß besonders betroffen war. In Japan ist die Rallye, aufgrund von Gewinnmitnahmen, innenpolitischer Sorgen und der erwarteten Zinsanhebungen, dieses Quartal etwas ins Stocken geraten.

Grund zur Freude gab es hingegen am US-Aktienmarkt. Aufgrund des anhaltenden Tech-/KI-Booms erreichten der S&P 500 und der NASDAQ zwischenzeitlich neue Allzeithochs. Im Juni gaben die Märkte dann wieder etwas nach. So verzeichnete beispielsweise Nvidia starke Verluste. So nahmen einige Investoren Gewinne mit, und es herrschte Angst vor einer möglichen Überbewertung.

Der chinesische Aktienmarkt konnte dieses Quartal hingegen ein starkes Plus erwirtschaften. Das ist umso erfreulicher, da sich dieser seit etwa dreieinhalb Jahren deutlich schlechter entwickelt hat als die anderen globalen Aktienmärkte, einschließlich der anderer Schwellenländer. Grund für die gute Performance sind einerseits die resilienten Unternehmensgewinne sowie die Zusage der Regierung den kriselnden Immobilienmarkt und die Wirtschaft zu unterstützen. Allgemein ist China mit seinen niedrigen Inflationsraten ein Ausreißer unter den großen Volkswirtschaften und steht vor großen konjunkturellen Herausforderungen. Der Versuch, sich aus der Situation mit hohen Exporte hinauszumanövrieren, hat bereits zu Handelsspannungen geführt. So wirft die EU China unfaire Subventionierungen bei Elektrofahrzeugen vor und hat bereits Zölle eingeführt.

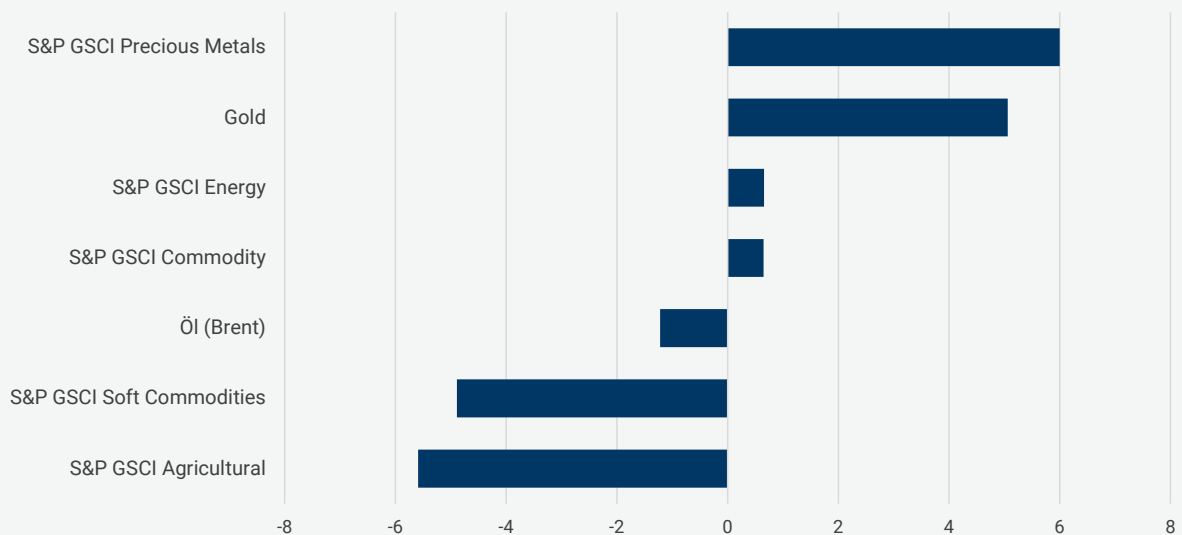
Abbildung 3:
Aktienmarktperformance in Lokalwährung (in %) – 2. Quartal 2024



Stand: 28. Juni 2024
Quelle: LSEG Datastream

Auf den **Rohstoffmärkten** performten insbesondere Agrarrohstoffe und der Ölpreis schlecht (vgl. Abbildung 4). Belastend wirkte sich bei Öl die zunehmende Unsicherheit auf der Nachfrageseite aus. So besteht die Sorge, dass die US-Notenbank länger an den hohen Zinsen festhalten könnte, was sich dann wiederum negativ auf das Wachstum und damit einhergehend auf die Ölnachfrage auswirkt. Um den Ölpreis zu stützen, einigte sich die OPEC+ Anfang Juni darauf ihre gemeinsamen Produktionskürzungen zu verlängern. Generell ist sich die OPEC+ aber nicht einig, was Fördermengen betrifft. So will beispielsweise Saudi Arabien einen möglichst hohen Preis, während andere Länder mehr produzieren wollen. Gold lieferte hingegen erneut eine hervorragende Performance. Während sich westliche Anleger immer mehr aus Goldinvestments zurückgezogen haben, ist die Nachfrage aus den Schwellenländern, insbesondere China und Indien, über die Zeit enorm gestiegen.

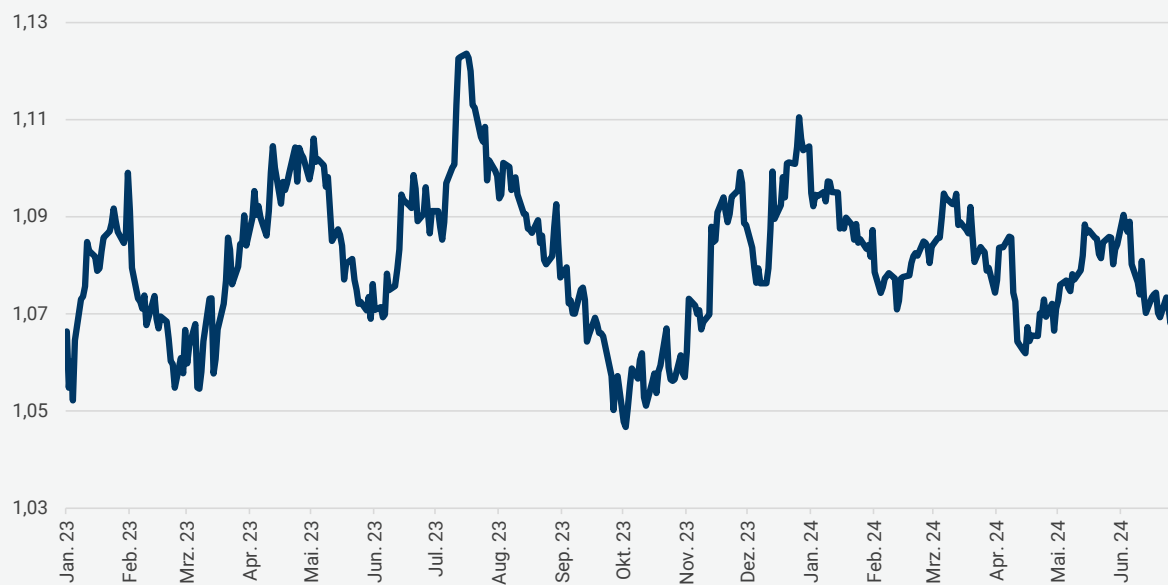
Abbildung 4:
Rohstoffperformance (in %) – 2. Quartal 2024



Stand: 28. Juni 2024
Quelle: LSEG Datastream

Auf dem **Währungsmarkt** konnte der US-Dollar gegenüber dem Euro erneut an Stärke gewinnen (vgl. Abbildung 5). Dies ist darauf zurückzuführen, dass er in Zeiten geopolitischer Unsicherheiten als sicherer Hafen wahrgenommen wird. Darüber hinaus haben die Europawahlen und die daraus resultierenden Neuwahlen in Frankreich den Euro geschwächt. Zusätzlich hat die Zinssenkung der Europäischen Zentralbank (EZB) zu einer gestiegenen Zinsdifferenz geführt und so den Euro weiter unter Druck gesetzt.

Abbildung 5:
USD/EUR



Stand: 28. Juni 2024
Quelle: LSEG Datastream

Marktausblick

Für den weiteren Ausblick auf das Jahr 2024 sind wir recht positiv gestimmt, verschließen aber gleichzeitig nicht die Augen vor möglichen Risiken. Unserer Meinung nach gibt es derzeit zwei Hauptgefahren für die Märkte: Einerseits sind das die Wahlen, die zu einigen Turbulenzen führen könnten, andererseits ist das ein potenzielles Wiederaufflammen der Inflationsraten.

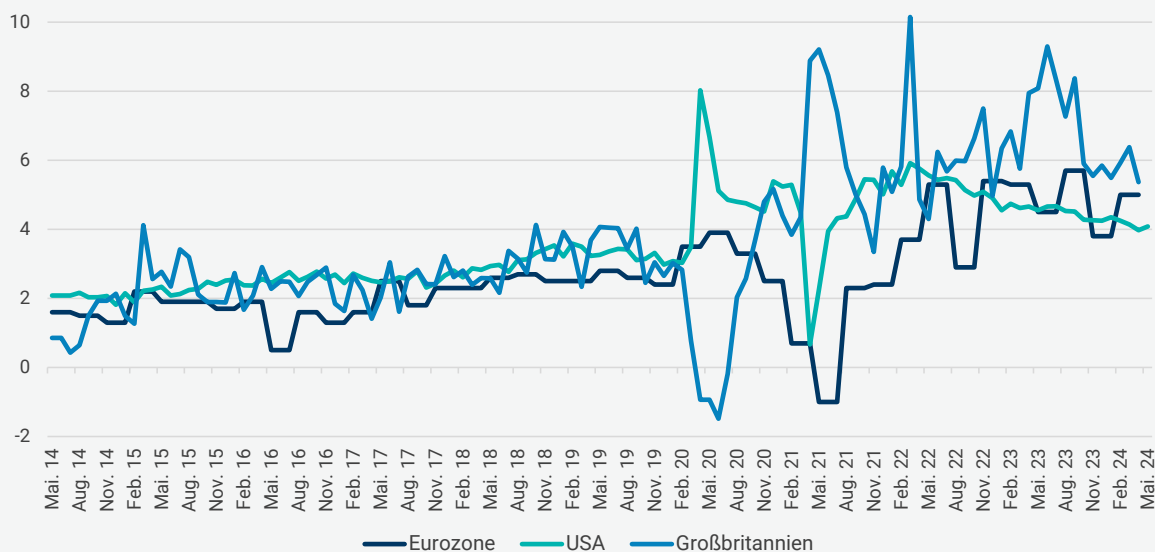
Eine politische Divergenz zwischen dem Präsidenten Emmanuel Macron und dem Premierminister (der nach den Wahlen ernannt wird), wird Macrons politische Vorhaben schwächen. Sowohl der linke als auch der rechte Block befürworten ein politisches Programm, das zu hohen öffentlichen Ausgaben führen würde, was die Finanzmärkte angesichts des bereits zu

hohen Defizits in Frankreich beunruhigt. Diese beiden Blöcke werden wahrscheinlich auch mit der Europäischen Kommission in Konflikt geraten, wobei ein Austritt von keinem der Blöcke in Betracht gezogen wird. Bereits jetzt droht Frankreich ein Defizitverfahren durch die EU, weil es zu viele Schulden angehäuft hat.

Dann ist da noch die US-Wahl, die ein erhebliches Risiko birgt. Ein Wahlsieg Bidens wäre mit ziemlich hoher Wahrscheinlichkeit besser für die Weltwirtschaft. So hat Trump bereits angekündigt, er werde 60 % Zoll auf chinesische Waren und 10 % anderswo erheben, sollte er eine zweite Amtszeit gewinnen. Darüber hinaus birgt ein Wahlsieg Trumps eine geopolitische Gefahr, denn inwieweit er z. B. die Ukraine unterstützen wird ist fraglich.

Das zweite Hauptrisiko sehen wir im Wiederaufflammen der Inflation. So könnten die gestiegenen Lohnkosten an die Verbraucher weitergegeben werden und so erheblichen Preisdruck ausüben (vgl. Abbildung 6). Des Weiteren sind die Rohstoffpreise teils stark angestiegen, was zusätzliches Öl ins Feuer gießen könnte. Auch die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone, sowie die starke US-Konjunktur sind nicht nur positiv zu bewerten, denn auch von dieser Seite droht Inflationsdruck. Mittel-/Langfristig sind es aber auch strukturelle Gründe (Klimawandelkosten, Demographie,...), die die Inflation höher halten könnten, wobei künstlicher Intelligenz deflationäre Impulse als Gegengewicht nachgesagt werden.

Abbildung 6:
Lohnwachstum

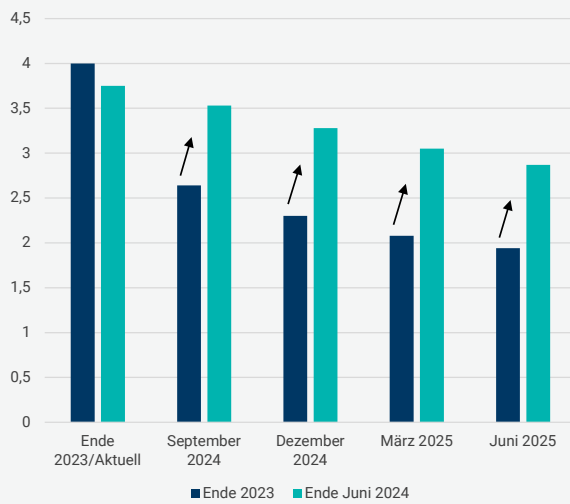


Stand: Mai 2024
Quelle: LSEG Datastream

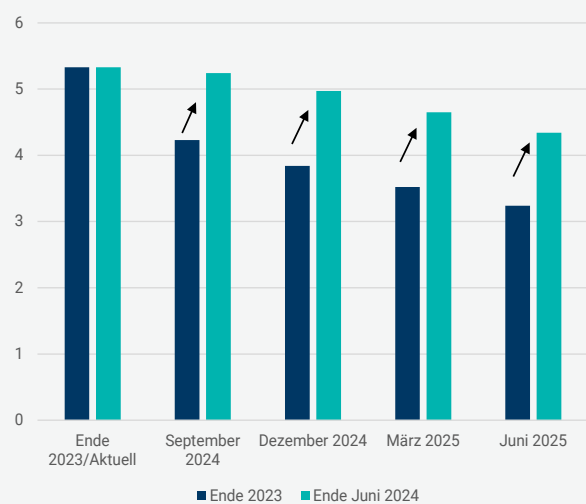
Alles in allem sieht es nicht so aus, als würde in Europa oder in den USA bald ein wahrer Zinssenkungszyklus eingeläutet werden. So haben sich die Zinserwartungen seit Jahresanfang erheblich nach oben verschoben (vgl. Abbildung 7). Die EZB hat zwar bereits schon eine Senkung um 25 Basispunkte vorgenommen, wird aber aller Voraussicht nach erstmal eine Pause einlegen. Eine starke US-Wirtschaft, eine sich aufhellende Eurozonen-Konjunktur und Stimmung (vgl. Abbildung 8) in Kombination mit steigenden Löhnen und Rohstoffpreisen bergen eine erhebliche Inflationsgefahr. Sollten die Zentralbanken nun vorschnell handeln, steigt das Risiko, dass die Inflation wieder in die Höhe schnellen könnte und sie wieder zurückrudern müssen. Das würde die Märkte durcheinanderwirbeln, wobei sich das Ausmaß schwer prognostizieren lässt. Daher sind wir der Überzeugung, dass die Zentralbanken auf beiden Seiten des Atlantiks besonnen abwarten bis sich Inflations- und Wirtschaftsdaten weiter abkühlen. Die nächsten Zinsschritte erwarten wir erst für das Jahresende, wobei die EZB eventuell bereits im Herbst weiter senkt, weil diese bei der Inflationsbekämpfung etwas die Nase vorn hat.

Abbildung 7:
Zinserwartung Ende 2023 versus jetzt

EUROZONE

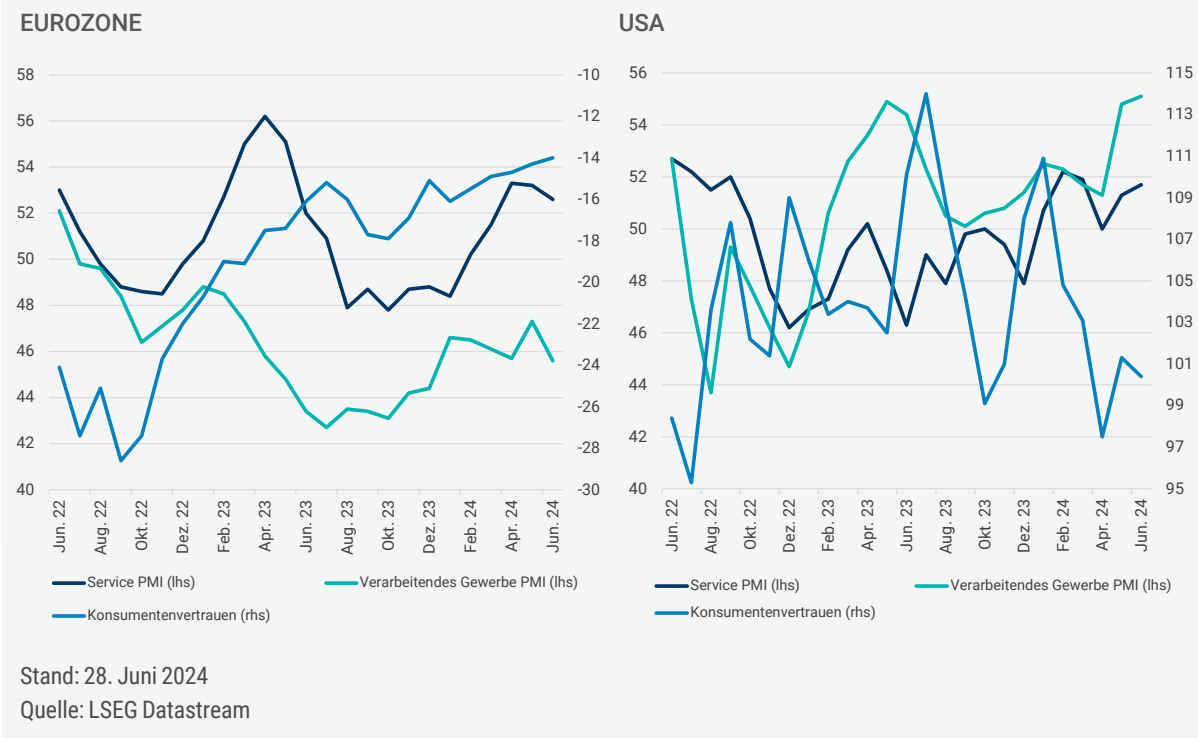


USA



Stand: 28. Juni 2024
Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 8:
Konsumenten- und Unternehmensstimmung



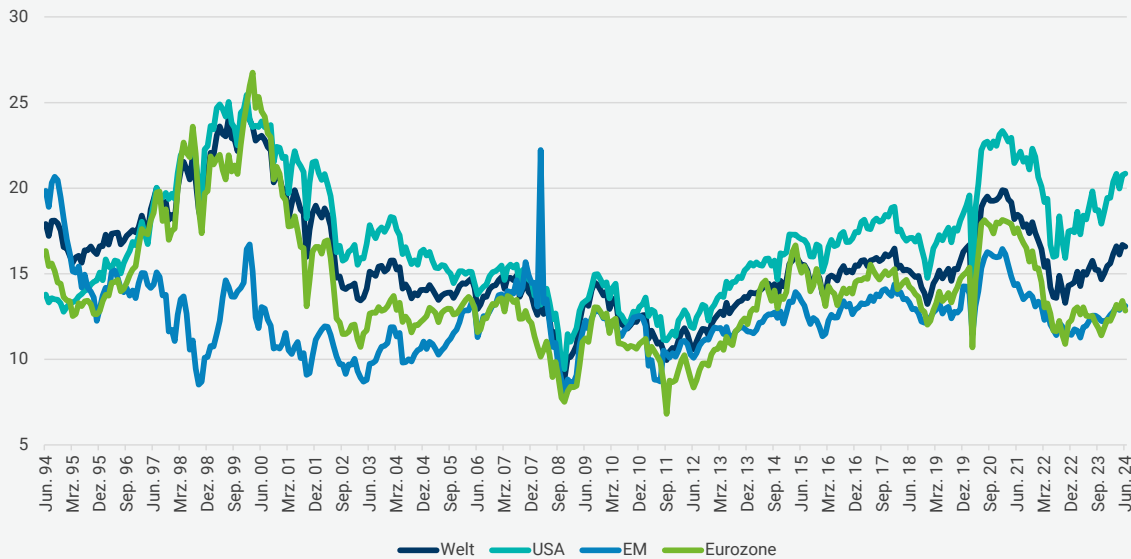
Was bedeutet das für die **Kapitalmärkte**?

Wir sind aufgrund der hohen Volatilität und teilweise hohen Bewertungen hinsichtlich Aktien differenziert optimistisch. Generell halten wir aufgrund des unsicheren Marktumfeldes und der hohen Bewertungen an unserem Qualitätsfokus fest.

Sollte die Inflation bald nachhaltig eingedämmt werden und die Zentralbanken ihre Zinssätze weiter senken, könnten Aktien im weiteren Verlauf Rückenwind erhalten. Bewertungsseitig haben europäische und Small Cap-Aktien die besten Aussichten. Europäische Aktien haben viele negative Ereignisse bereits eingepreist, während US-Aktien weiterhin sehr teuer sind (vgl. Abbildung 9). Zugegebenermaßen wird dieses Argument seit langem genutzt, um europäische Aktien wieder in den Vordergrund zu stellen, jedoch blieb das Anlegerinteresse bislang gering. Wann der Wendepunkt erreicht ist, bleibt abzuwarten. Auch das Argument der teuren US-Aktien kursiert schon seit einigen Jahren, doch diese haben immer weiteren Auftrieb erfahren.

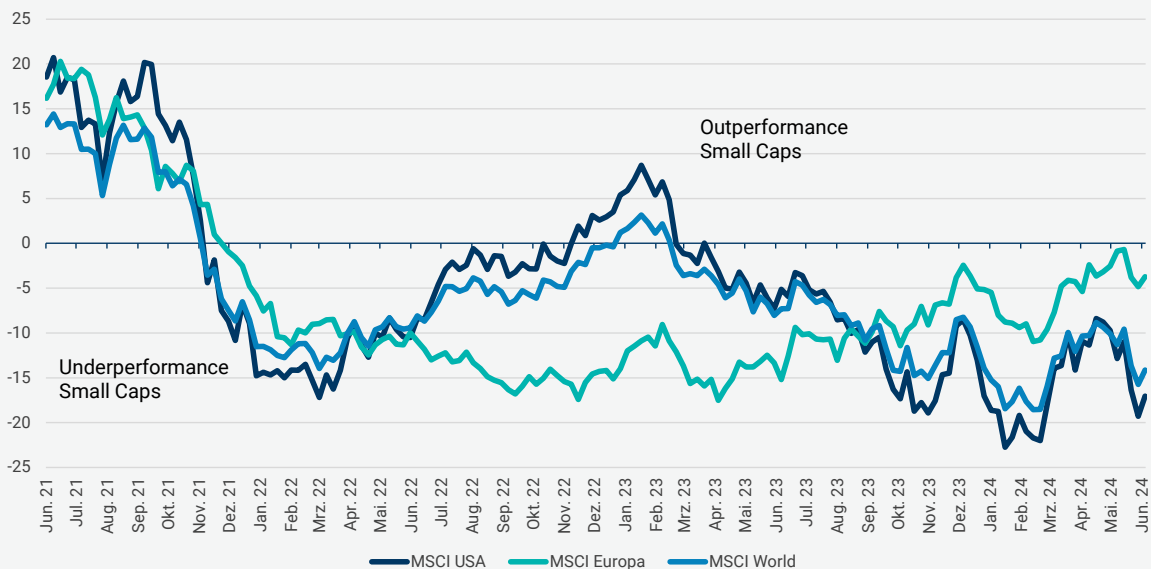
Darüber hinaus könnten Small und Mid Caps wieder an Beliebtheit gewinnen. Diese kleineren Unternehmen haben es besonders in schwierigen Konjunkturphasen schwer und leiden stark unter hohen Zinsen (vgl. Abbildung 10). Die konjunkturelle Erholung in Europa sowie die Stärke der US-Wirtschaft verleihen diesem Segment jedoch Rückenwind. Potenziell sinkende Zinsen gegen Ende des Jahres sollten für zusätzlichen Aufwärtswind sorgen.

Abbildung 9:
Forward KGV Welt, USA, Schwellenländer & Eurozone



Stand: 28. Juni 2024
Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 10:
Differenz Wertentwicklung Small versus Large Caps, rollierend über ein Jahr



Stand: 28. Juni 2024
Quelle: LSEG Datastream

Aus antizyklischer Sicht könnten auch Wandelanleihen wieder auf Anlegerinteresse stoßen, denn ein Großteil der Emittenten von Wandlern kommt aus dem Mid Cap/Growth-Segment, welches in den letzten Jahren massiv abgestraft wurde. Das Renditeprofil von Wandelanleihen, welche aus einer herkömmlichen Anleihe und einer Option auf Umwandlung in Aktien desselben Emittenten bestehen, hängt sowohl von der Entwicklung der zugrunde liegenden Aktien als auch der Zinssätze ab. Ein Einläuten eines Zinssenkungszyklus sowie potenziell steigende Aktienmärkte im Mid Cap/Growth-Segment könnten Wandelanleihen Aufwärtswind geben. Gleichzeitig ist das Rückschlagsrisiko, sollten die Aktienmärkte widererwartend fallen, durch die Anleihenkomponente begrenzt.

Ein weiteres interessantes Segment ist der japanische Aktienmarkt, auch wenn dieser in der letzten Zeit Verluste einfahren musste. Aufgrund der Normalisierung der japanischen Wirtschaft (von der Deflation zur Inflation), dem positiven Wandel im Investitions- und Konsumverhalten bei Unternehmen und Privathaushalten sowie der zunehmenden Aktionärsfreundlichkeit sehen wir auch hier weiteres Potenzial.

Unser Ausblick auf die Anleihemärkte bleibt trotz der bestehenden Risiken, wie Inflation und politischer Unsicherheiten, positiv. Die hohen Renditeniveaus bedeuten für die Anleger einen attraktiven Carry. Bessere Wirtschaftsdaten und weiterhin solide Unternehmensergebnisse bedeuten, dass eine Rezession höchstwahrscheinlich vom Tisch ist. Unternehmensanleihen gehören zu den Nutznießern der sich aufhellenden Wirtschaftsaussichten, denn die Risikoprämien werden nicht steigen, wenn sich die Wirtschaft weiter verbessert. Wir sind der Ansicht, dass Euro-Hochzinsanleihen im Durchschnitt immer noch etwas zu teuer gehandelt werden, während aber ausgewählte Emittenten und Anleihen immer noch ein gutes Preis-Leistungsverhältnis bieten (aktives Management als Schlüssel zum Erfolg in diesem Segment). Auf den globalen Märkten für Hochzinsanleihen bieten nordische Hochzinsanleihen auf der Grundlage starker Fundamentaldaten und höherer Spreads ein beträchtliches Performancepotenzial. Auch das Investment-Grade-Segment gefällt uns, da es angemessene Renditeniveaus bietet.

Alles in allem könnten festverzinsliche Anlagen durch weitere Zinssenkungen im Laufe dieses Jahres Auftrieb erhalten. Es besteht jedoch immer noch das Risiko, dass die Inflation zurückkehrt, was zu einigen Turbulenzen führen könnte. Letzteres ist jedoch nicht unser Basisszenario.

Verfasserin: Desiree Sauer

E-Mail: desiree.sauer@lazard.com

Verfasser: Werner Krämer

E-Mail: 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 über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.