

Kapitalmarkt

Rückblick Q1/2024 / Ausblick Q2/2024

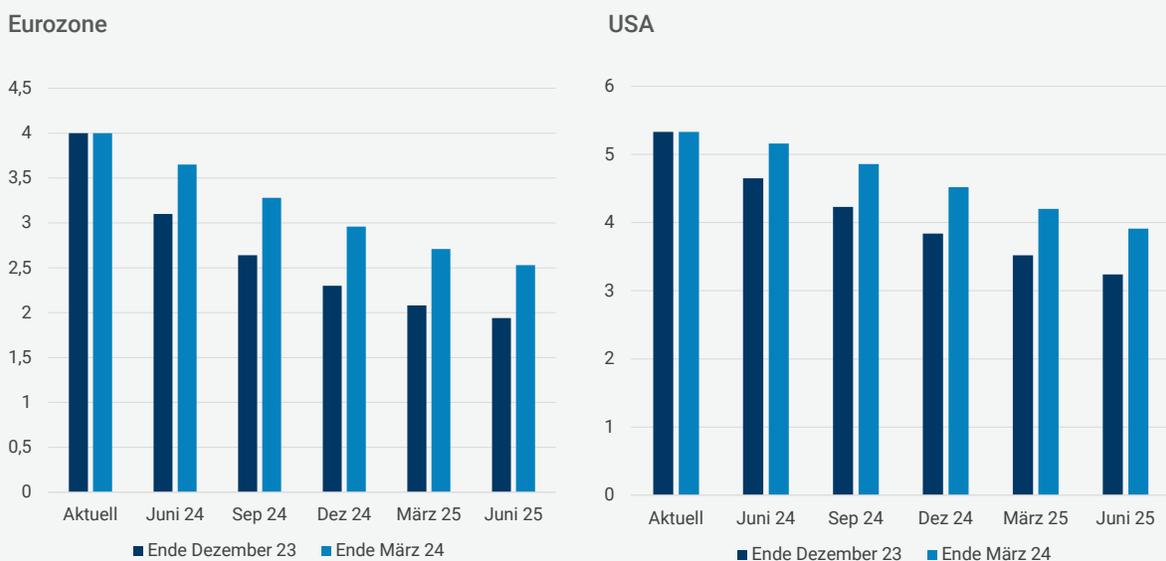
Verfasserin: DESIREE SAUER
Investmentstrategin

Verfasser: WERNER KRÄMER
Geschäftsführer & Economic Analyst

Markrückblick

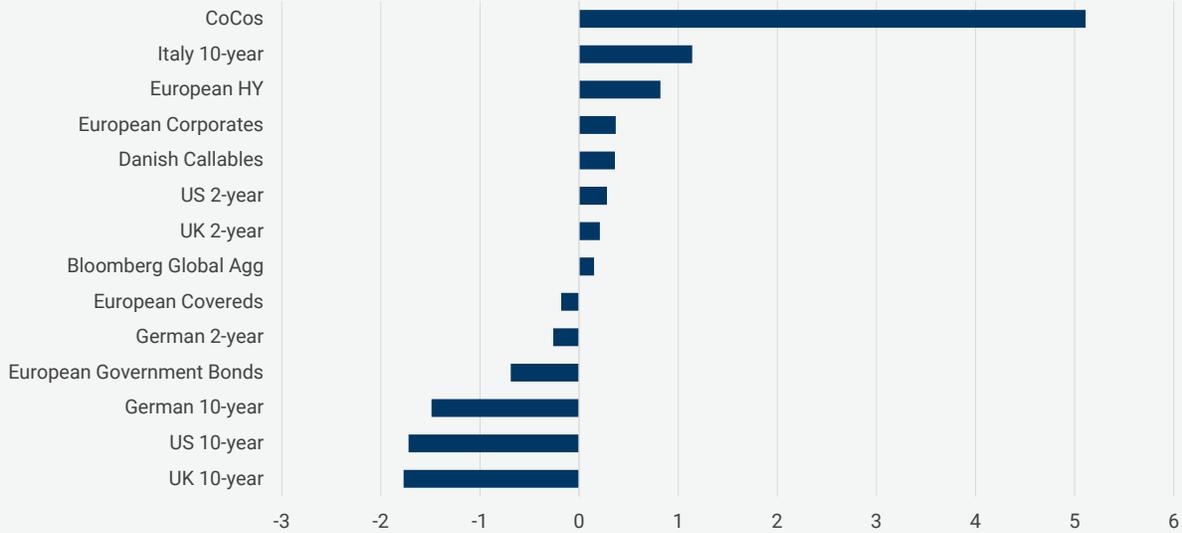
Das Jahr 2024 verlief bisher anders als es die meisten Anleger erwartet hatten. Zu Beginn des Jahres war man sich weitgehend einig, dass sowohl die Europäische Zentralbank als auch die Fed zügig mit ihrem Zinssenkungszyklus beginnen würden. Diese Erwartungen wurden jedoch rasch enttäuscht (vgl. Abbildung 1). Die Zentralbanken beließen die Zinsen auf ihrem Niveau und äußerten sich eher vorsichtig was baldige Senkungen anbetrifft. Die Anleihenrenditen zehnjähriger Staatsanleihen stiegen daher im ersten Quartal signifikant an. Damit gehörten 10-jährige Staatsanleihen zu den Performanceverlierern im Rentensegment (vgl. Abbildung 2). Italienische Staatsanleihen (10J) wiesen im ersten Quartal hingegen eine starke Outperformance gegenüber ihren deutschen Pendanten auf. Der Renditeabstand zu zehnjährigen deutschen Staatsanleihen hat sich enorm verringert (vgl. Abbildung 3). Das hat gleich mehrere Gründe: Anders als in Deutschland ist die Inflationsrate gering (1,3 % Gesamt-, 2,3 % Kernrate), der wirtschaftliche Ausblick hat sich stark verbessert, der Bankensektor in Italien ist gesund und die Staatsverschuldungsdynamik bessert sich zunehmend.

Abbildung 1:
Zinserwartung Ende 2023 versus Ende März 2024



Stand: 28. März 2024
Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 2:
QTD-Rentenmarktpformance (in Lokalwährung)



Stand: 28. März 2024
Quelle: LSEG Datastream

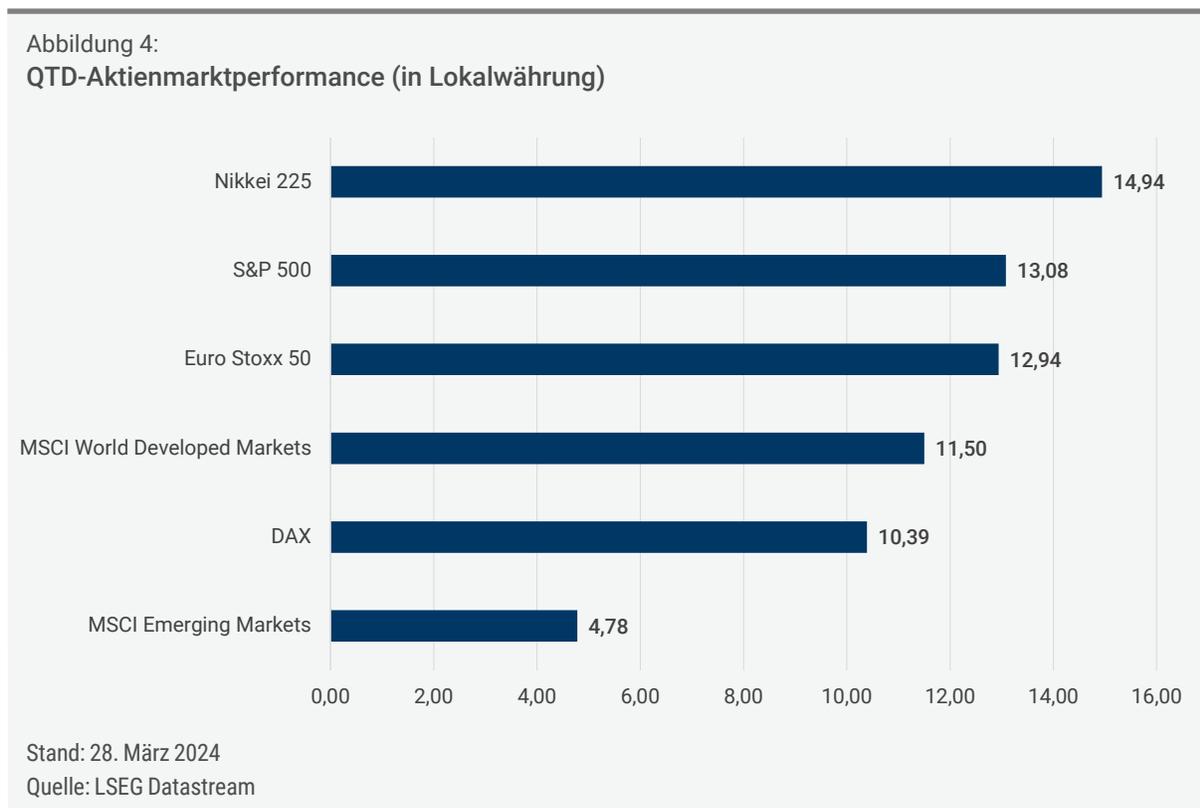
Abbildung 3:
Renditeabstand Italien zu Deutschland (10J)



Stand: 28. März 2024
Quelle: LSEG Datastream

Im Bereich der Unternehmensanleihen standen im ersten Quartal insbesondere Hochzinsanleihen und Coco-Bonds bei Anlegern Hoch im Kurs. Das war im Wesentlichen auf zwei Entwicklungen zurückzuführen; einerseits lag das an den besser als erwarteten Konjunkturdaten, andererseits an der guten Berichtssaison in Q1. Im Allgemeinen sind die Arbeitsmärkte nach wie vor stabil, die Inflationszahlen befinden sich auf dem Rückzug, die Löhne steigen und auch die Stimmungsindikatoren verbessern sich sukzessive, auch wenn letztere bis dato kein rosiges Bild zeichnen. Die Risikoprämien fielen angesichts sinkender Rezessionsorgen seitens der Anleger.

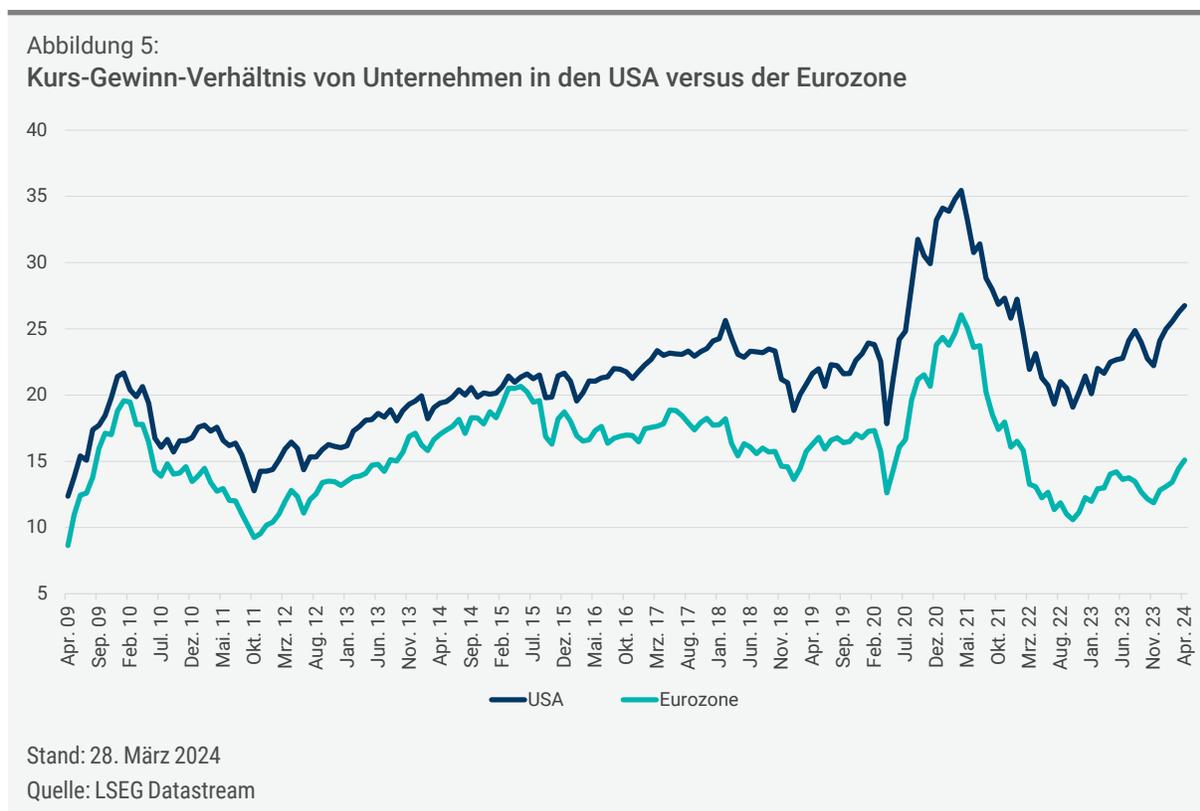
An den meisten Aktienmärkten der Welt konnte man trotz der Aussicht auf ein „higher-for-longer“-Szenario im ersten Quartal 2024 gutes Geld verdienen (vgl. Abbildung 4). Das lag im Allgemeinen sowohl an der guten Berichtssaison als auch an den positiven Konjunkturüberraschungen.



Besonders gut entwickelten sich japanische Aktien. Nach einem fulminanten Jahr 2023 setzten diese ihren Aufwärtstrend fort und der Nikkei 225 erreichte seinen höchsten Wert seit dem Jahr 1989. Gründe für die gute Performance gab es mehrere. So sorgte beispielsweise Japans Zentralbank für eine kleine Überraschung, als diese beschloss, ihre Negativpolitik zu beenden und den Leitzins auf eine Spanne von 0 bis 0,1 % anzuheben. Der Schritt der japanischen Zentralbank signalisiert, dass es in Japan eine wirtschaftliche Normalisierung gibt: Das Inflationsziel von 2 % ist fast erreicht und auch das hohe Lohnwachstum ist ein positiver Indikator. Auch die revidierten BIP-Zahlen von -0,4 auf +0,4 % wirkten sich positiv aus. Darüber hinaus profitierten japanische Aktien, insbesondere mit Bezug zur Chipindustrie, von dem neu entfachten Tech-Hype.

Auch die US-Aktienmärkte erreichten neue Rekorde. Das US-Wachstum überraschte weiterhin positiv und die Gewinnmargen und Bilanzen von US-Unternehmen zeigten und zeigen sich gesünder, als man es nach einer solchen Zinserhöhungsphase erwarten würde. Angeführt wurde die positive Aktienmarktentwicklung in den USA von einer Handvoll Tech-Unternehmen. Es entstand eine wahre Rallye, nachdem Nvidia Rekordgewinne verkündete. Derzeit gibt es eine regelrechte Hype um künstliche Intelligenz und andere automatisierte Technologien.

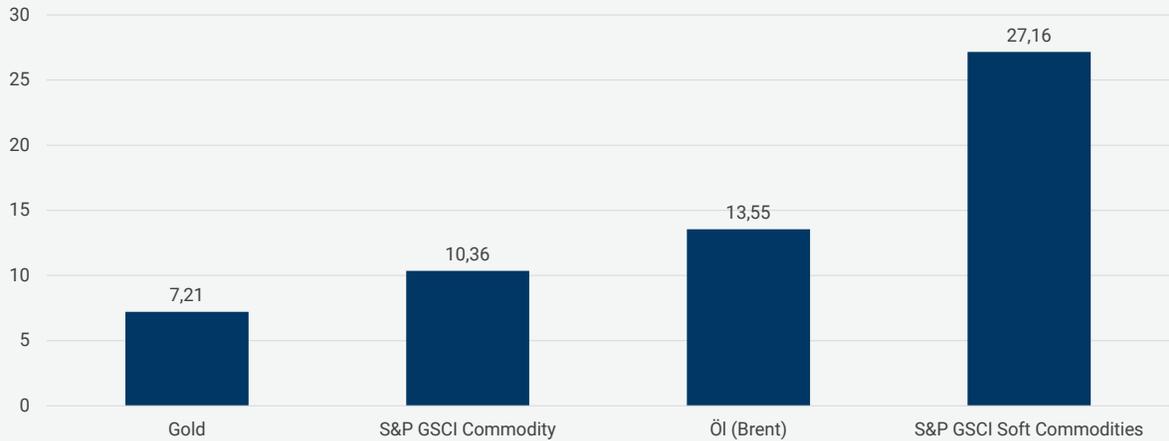
Auch europäische Aktien überraschten im ersten Quartal positiv, insbesondere aus dem Mega Cap-Bereich. Der Erfolg der europäischen Mega Caps hatte kein gemeinsames sektorales Thema, aber all diese Namen wiesen eine höhere Gewinnentwicklung als erwartet auf. Allgemein kam europäischen Aktien besser als erwartete Konjunkturdaten zugute. Darüber hinaus sind europäische Aktien stärker in den Fokus geraten, da sie zu erheblichen Bewertungsabschlägen gegenüber US-Aktien notieren (vgl. Abbildung 5). Anleger haben Bedenken, dass es am US-Aktienmarkt noch weiter rauf gehen kann, und europäische Aktien bieten sich als eine noch „günstige“ Alternative an.



Im direkten Vergleich schnitten Schwellenländeraktien klar schlechter ab, wenngleich sie im Quartal dennoch im positiven Bereich schlossen. Das ist unter anderem auf die positive Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes zurückzuführen, welcher im Zuge der Ankündigung der Regierung den Aktienmarkt zu stützen, regelrecht beflügelt war.

Auch die Entwicklungen am Rohstoffmarkt waren durchweg positiv (vgl. Abbildung 6). So lieferte Öl wieder eine hervorragende Performance. Grund dafür sind unter anderem die Sorgen vor einer möglichen Verschärfung geopolitischer Konflikte, ukrainische Drohnenangriffe auf Russlands Öltraffinerien sowie die unerwartet hohe Ölnachfrage.

Abbildung 6:
QTD-Rohstoffmarktperformance



Stand: 28. März 2024
Quelle: LSEG Datastream

Gold lieferte im Laufe des Quartals eine wahre Rallye und erreichte zwischenzeitlich ein neues Allzeithoch (vgl. Abbildung 7). Angesichts der guten Wirtschaftsdaten erstaunlich, denn Gold scheint selten in guten Zeiten. Vielmehr gilt Gold eigentlich als sicherer Hafen und eine Art Versicherung in Zeiten erhöhter Volatilität. Ein Erklärungsversuch für die gute Performance ist, dass es in den letzten Jahren zu einer Nachfrageänderung kam. So kommt der Großteil der weltweiten Nachfrage nach physischem Gold heute aus den Schwellenländern (allein auf China und Indien entfallen mittlerweile zwei Drittel der Nachfrage). So könnte beispielsweise der neu erlangte Wohlstand in Indien die Nachfrage, z. B. nach Schmuck, erhöht haben. Darüber hinaus wäre es nicht erstaunlich, wenn chinesische Anleger aufgrund der Turbulenzen am heimischen Immobilien- und Aktienmarkt sowie den niedrigen Zinsen in Gold investierten.

Abbildung 7:
Goldpreis



Stand: 28. März 2024
Quelle: LSEG Datastream

Absolute Performancegewinner im Bereich der Rohstoffe waren aber wiederholt die Soft Commodities (Agrarrohstoffe). Hier ist festzuhalten, dass die Entwicklung der einzelnen Komponenten recht unterschiedlich ausfiel, aber die Preise gewisser Komponenten, wie z. B. Kakao oder Zucker aufgrund wetterbedingt schlechter Ernten, signifikant anstiegen (Kakao ca. +38 %).

Der Euro stabilisierte sich Ende März um die Marke von 1,08 US-Dollar und wertete damit über das Quartal fast 2 % gegenüber dem US-Dollar ab. Grund für die Euroschwäche war die zuversichtliche Aussage der EZB, dass das 2 %-Inflationsziel näher rücke. Anleger rechnen für die Eurozone mit der ersten Zinssenkung im Juni. Währenddessen änderten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer auf der anderen Seite des Atlantiks. Aufgrund der robusten US-Konjunktur, einem bärenstarken Arbeitsmarkt und einer weiterhin zu hohen Inflation, rückten erste Zinssenkungsfantasien weiter nach hinten.

Abbildung 8:
EUR/USD-Wechselkurs



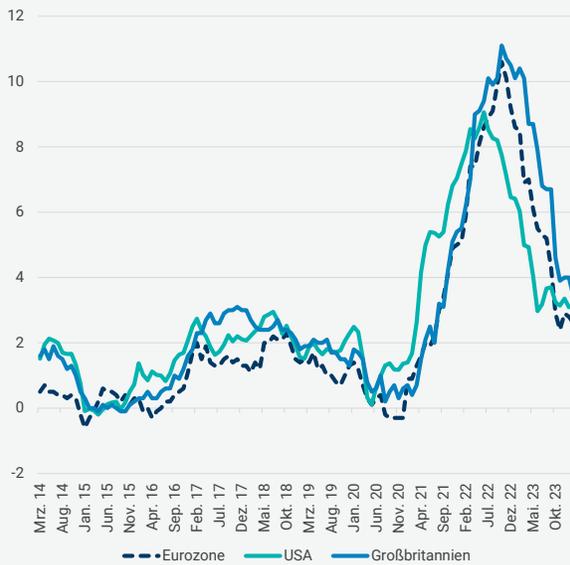
Stand: 28. März 2024

Quelle: LSEG Datastream

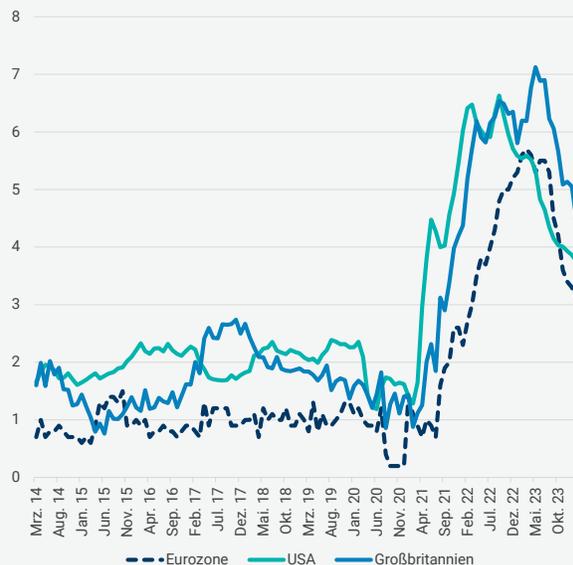
Generell bleibt die Weltwirtschaft geteilt. Die USA ist die einzige große Volkswirtschaft, die zu ihrem Wachstumstrend von vor der Pandemie zurückgekehrt ist. Europa befindet sich in einer Stagnation, wobei sich das Bild in den letzten Wochen etwas aufgehellt hat, denn die Realeinkommen der Verbraucher sind mittlerweile wieder positiv und der Arbeitsmarkt zeigt sich robust. Auch das Inflationbild ist uneinheitlich (vgl. Abbildung 9). In der Eurozone scheint der Kampf der europäischen Zentralbank gegen die hohe Inflation vorerst gewonnen zu sein. Das 2 %-Ziel ist nicht mehr allzu weit entfernt, auch wenn sich die letzten Meter als etwas schwieriger erweisen könnten. In den USA sind die Inflationzahlen zwar rückläufig, doch das Niveau ist wesentlich höher als in der Eurozone. Erschwerend hinzu kommen die guten US-Konjunkturdaten, welche die Inflation weiter hochhalten könnten.

Abbildung 9:
Inflation | Gesamt- und Kernrate

Gesamtrate



Kernrate



Stand: 28. März 2024
Quelle: LSEG Datastream

Marktausblick

Für den weiteren Ausblick auf das Jahr 2024 sind wir vorsichtig optimistisch gestimmt. Die Stimmungsindikatoren sind zwar noch nicht rosig, aber sie verbessern sich allmählich (vgl. Abbildung 10). Außerdem haben zum Beispiel die Verbraucher in der Eurozone aufgrund des hohen Lohnwachstums, welcher die Inflation übertrifft, real wieder mehr Geld in der Tasche (vgl. Abbildung 11). All diese Faktoren dürften die Kauflaune der Konsumenten steigern und die einzelnen Wirtschaftsregionen stabilisieren bzw. antreiben.

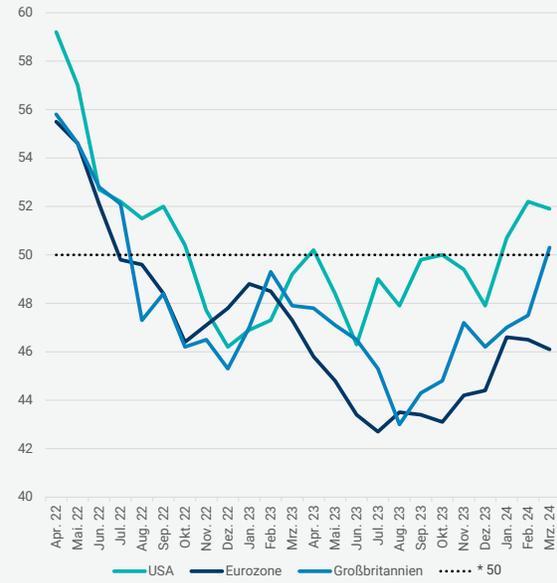
Abbildung 10:
Stimmungsindikatoren

Konsumentenausblick



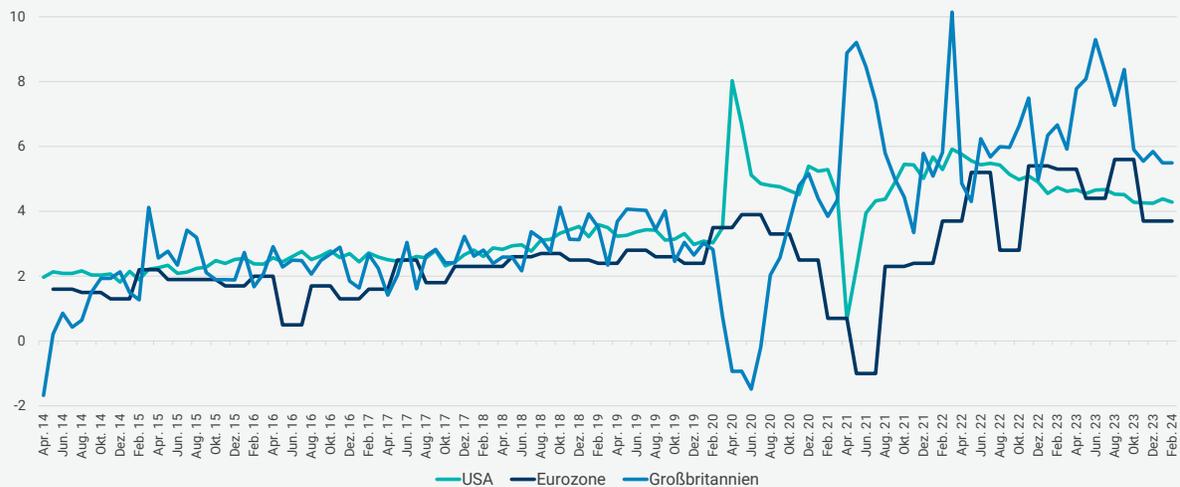
Stand: 28. März 2024
Quelle: LSEG Datastream

Unternehmensausblick: verarbeitendes Gewerbe



* ein Wert über 50 bedeutet Expansion, ein Wert unter 50 Kontraktion

Abbildung 11:
Lohnwachstum USA, Eurozone und Großbritannien



Stand: 28. März 2024
Quelle: LSEG Datastream

Generell könnte das Bild viel schlechter aussehen. Die erwartete Rezession ist auf beiden Seiten des Atlantiks ausgeblieben. In den USA wird mittlerweile eine sehr sanfte oder sogar keine Landung erwartet. Die Rezessionswahrscheinlichkeit für die Eurozone ist aufgrund der positiven Konjunkturüberraschungen hingegen drastisch gesunken. Industrie und Verbraucher haben sich schneller als erwartet an die höheren Zinsen angepasst. Doch die makroökonomische Situation innerhalb der Eurozone ist nach wie vor recht gemischt. Deutschland, wo sich die Industrieproduktion inmitten einer Krise befindet (das ist zum Teil auf die schwache chinesische Nachfrage zurückzuführen), steuert auf eine technische Rezession zu, während z. B. der Ausblick für Italien deutlich rosiger ausfällt.

Der Markt erwartet, dass sowohl die EZB als auch die Fed und die BoE im zweiten Quartal mit ihren Zinssenkungen beginnen werden. Wir teilen diesen Optimismus nicht vollumfänglich. Für die Eurozone und Großbritannien sehen wir die Chance bei 50/50. Für die USA sind wir sogar noch verhaltener und schließen nicht aus, dass die Fed, aufgrund der Kombination aus hohen Inflationszahlen und einer robusten Konjunktur, den Zinssenkungszyklus erst viel später einläuten wird. Sollte die Fed gegen unseren Erwartungen frühzeitig mit Senkungen beginnen, steigt das Risiko, dass die Inflation wieder in die Höhe schnellen könnte und die Fed wieder zurückrudern muss. Das würde die Märkte durcheinanderwirbeln, wobei sich das Ausmaß schwer prognostizieren lässt. Daher halten wir es für sehr gut möglich, dass die Fed noch besonnen abwartet bis sich Inflations- und Wirtschaftsdaten weiter abkühlen. Für die Eurozone sind wir kurzfristig optimistischer in Bezug auf die Inflationszahlen gestimmt, dennoch sehen wir hier auch die Gefahr, dass das Lohnwachstum für Inflationsdruck sorgen könnte. Mittel- bis langfristig halten wir es zudem für möglich, dass die Inflationszahlen aufgrund struktureller Faktoren steigen könnten. Die Kosten des Klimawandels und des demographischen Wandels lassen sich aktuell kaum einschätzen. Spannend bzw. volatil könnte es zudem werden, sollte die EZB viel früher mit der Lockerung der Geldpolitik als die Fed beginnen. Der Euro würde voraussichtlich gegenüber dem US-Dollar abwerten, was wiederum eingeführte Waren in die Eurozone (hier ist zu betonen, dass wichtige Rohstoffe, wie z. B. Öl, in Dollar gehandelt werden) teurer macht und die Inflation wieder anheizen könnte.

Alles in allem erwarten wir ein positives Kapitalmarktumfeld, welches aber diverse andere Herausforderungen/Risiken bereithalten wird: darunter der fragile Immobilienmarkt, geopolitische Konflikte (Zuspitzung/Eskalation?) sowie der Ausgang der verschiedenen Wahlen, darunter die Präsidentschaftswahl in den USA Anfang November. Ein Wahlsieg Bidens wäre mit ziemlicher 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 (Unterstützung Ukraine, Nato,...) insbesondere für Europa mit zwei Kriegen in bzw. vor Europa.

Was für Implikationen hat das wirtschaftliche Umfeld für den Kapitalmarktausblick?

Ausgehend von dem aktuellen Marktumfeld sind wir sehr positiv gestimmt, was die unmittelbaren Aussichten für Rentenanlagen betrifft. Hohe Renditeniveaus bedeuten für Anleger einen attraktiven Carry, und die Aussicht auf künftige Zinssenkungen erhöht das Performancepotenzial weiter. Weitgehend stabile Wirtschaftsdaten und robuste Unternehmensergebnisse seit Jahresbeginn lassen eine bevorstehende Rezession weniger wahrscheinlich erscheinen, auch wenn sie nicht unmöglich ist. Trotz der verbesserten Konjunkturaussichten bevorzugen wir Covered Bonds gegenüber Investment Grade-Unternehmensanleihen aufgrund der engen Spreads, insbesondere bei kurzen Laufzeiten. Auch Euro-Hochzinsanleihen halten wir im Durchschnitt für zu teuer, obwohl ausgewählte Emittenten und Anleihen immer noch Wert bieten. Auf dem globalen Hochzinsmarkt bieten die nordischen Hochzinsanleihen unserer Meinung nach ein beträchtliches Performancepotenzial, das auf starken Fundamentaldaten und höheren Spreads beruht.

Für Aktien sind wir selektiv optimistisch und halten aufgrund des unsicheren Marktumfeldes und der hohen Bewertungen an unserem Qualitätsfokus fest. Sollte es in Q2 zu einer Lockerung der Geldpolitik nach mehr als zwei Jahren kommen, sollten Aktien im weiteren Verlauf weiteren Rückenwind bekommen. Dann könnten auch Assetklassen, die in den letzten Jahren nicht „en vogue“ waren, wie Small Caps oder Schwellenländeraktien wieder auf starkes Anlegerinteresse stoßen. Umgekehrt eröffnet die Rückkehr der Inflation in Japan nach vielen Jahren hartnäckiger Deflation sowie eine Normalisierung der Geldpolitik Anlegern potenziell Möglichkeiten im Bereich japanischer Aktien.

Anleger, die gern Aktienexposure aufbauen möchten, aber gleichzeitig das Aktienrisiko scheuen, könnten über eine Allokation in Wandelanleihen nachdenken. 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 weiter steigende Aktienmärkte könnten Wandelanleihen Aufwärtswind geben. Gleichzeitig ist das Rückschlagsrisiko, sollten die Aktienmärkte wieder erwartend fallen, durch die Anleihenkomponente begrenzt. Interessant ist bei dieser Assetklasse zudem das antizyklische Potenzial, denn ein hohes Gewicht der Emittenten ist dem Mid Cap/Growth-Sektor zuzuordnen, welcher in den letzten Jahren abgestraft wurde.

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.