

Rückblick auf das 3. Quartal 2022 und Ausblick

„Alles hängt mit allem zusammen“

Alexander von Humboldt (1769 - 1859), Deutscher Universalgelehrter, Naturforscher und Wissenschaftspionier

Die Erkenntnis „alles hängt mit allem zusammen“ ist Humboldts ausgedehnten Forschungsreisen in mehrere Erdteile und seiner intensiven Beschäftigung mit höchst unterschiedlichen Wissenschaftsdisziplinen zu verdanken. Bei der Beurteilung der gegenseitigen Einflüsse von politischen, gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Entwicklungen ist diese ganzheitliche Sicht auch heute noch sehr hilfreich.

Die Vielzahl und Gleichzeitigkeit der Krisen und Ereignisse, die unser Leben momentan bestimmen, weisen Verbindungen untereinander auf. Nicht unbedingt in ihren Ursachen, wohl aber in ihren Wirkungen. Ein Beispiel aus dem vergangenen Quartal soll dies verdeutlichen: Während der Sommermonate verschärften in Teilen Europas fehlende Niederschläge die ohnehin vorherrschende Knappheit vieler Rohstoffe und von Energieressourcen.



Transportprobleme, z. B. bei Mineralöl, Kohle, Getreide oder Baustoffen trafen die deutsche Industrie mit dem Niedrigwasser an Rhein und Elbe. Frankreich musste die Stromproduktion einiger Atomkraftwerke drosseln, da das eingeleitete Kühlwasser die ohnehin viel zu hohe Wassertemperatur der Flüsse noch weiter gesteigert hätte. Niedrige Wasserstände in Stauseen und geringere Fließgeschwindigkeit von Flüssen reduzierten die Stromproduktion aus Wasserkraftwerken.

Öltanker auf dem Rhein bei Niedrigwasser im August 2022

Aber nicht nur in der Industrie und der Energieversorgung verursacht fehlendes Wasser Lieferprobleme und Umsatzausfälle. Die Auswirkungen auf die Landwirtschaft waren zum Teil so gravierend, dass die zu erwartenden Ernteaufschläge den Preisanstieg einiger Lebensmittel weiter antreiben werden. Konflikte um die Verteilung von Wasser treten zunehmend auf und werden beispielsweise in Italien und Spanien zwischen Interessenvertretern der Landwirtschaft und des Tourismus ausgetragen.

Sorge vor Inflation beherrscht die Schlagzeilen

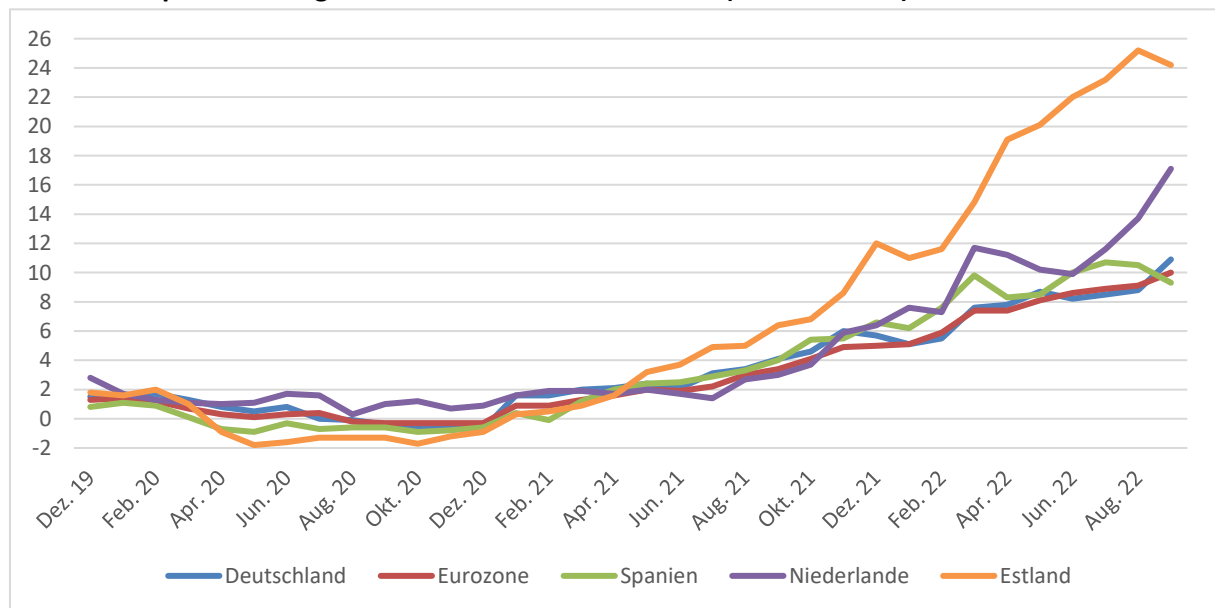
Als wären wetterbedingte Inflationstreiber nicht schon belastend genug, werden in Europa im Herbst-Winterhalbjahr mit viel Glück („hoffen“ auf mildes Wetter...) und mit Sparanstrengungen kalte Wohnungen und ein zeitweiser Stillstand der Wirtschaft aufgrund von Energiemangel zu verhindern sein. Die spätestens seit dem Ausbruch des Ukrainekrieges stark erhöhten Preise für alle Formen von Energie führen nicht nur bei privaten Haushalten zunehmend zu erzwungener Zurückhaltung bei den

Ausgaben. Auch viele Unternehmen werden angesichts massiv steigender Energiepreise und Zinsen Investitionen zurückstellen. Einerseits weil die zukünftige Rentabilität schwer einzuschätzen ist, andererseits um ihre Zahlungsfähigkeit auch bei weiteren Rückschlägen und Preisschüben zu bewahren.

Preiserhöhungen auf Produzentenebene, zuletzt im August in Deutschland um 45,8 % (gegenüber August 2021), zeigen die Gefahr, dass die Preisschocks aus dem Rohstoff- und Energiesektor weiter durch die Wertschöpfungskette bis zum Konsumenten wandern. Nach wie vor hohe Auftragsbestände in der Industrie, die aufgrund des Fehlens von Material oder von Vorprodukten oft nur langsam abgearbeitet werden können, sorgen dafür, dass das Angebot in vielen Bereichen noch länger knapp und Preise damit hoch bleiben werden. Weitgehend ausgelastete Arbeitsmärkte begünstigen hohe Tarifabschlüsse oder die individuelle Vereinbarung höherer Löhne und deuten nicht auf ein schnelles Nachlassen des Inflationsdrucks hin.

Dabei steigen die Verbraucherpreise in der Eurozone mit unterschiedlich hohem Tempo. Dies, und die sehr unterschiedlich hohe Verschuldung der EU-Staaten machen es der Europäischen Zentralbank EZB sehr schwer, die Leitzinsen in einer für alle Länder tragbaren Dosierung zu erhöhen.

Verbraucherpreise in ausgewählten Ländern der Eurozone (2020 bis 2022)



Quelle: Bloomberg

Regierungen unter Handlungsdruck

Die sozialen und ökonomischen Folgen der dramatischen Energieversorgungslage und des deutlichen Preisanstiegs bei vielen Dingen des täglichen Lebens bringen die Regierungen nur kurze Zeit nach den teuren Hilfsmaßnahmen in der Corona-Pandemie erneut dazu, durch massiven Einsatz von Steuermitteln Erleichterungen zu verschaffen. Die bereits beschlossenen und noch kommenden Rettungspakete für Verbraucher und Unternehmen, bis hin zu den bereits laufenden Verstaatlichungen zur Rettung von Energieversorgungsunternehmen in Deutschland und Frankreich, erhöhen nicht nur die Verschuldung der Staatshaushalte mit langfristig wachstumsdämpfenden Folgen, sondern schaffen „unternehmerisches Risiko“ für Steuerzahler und wirken tendenziell inflationsfördernd.

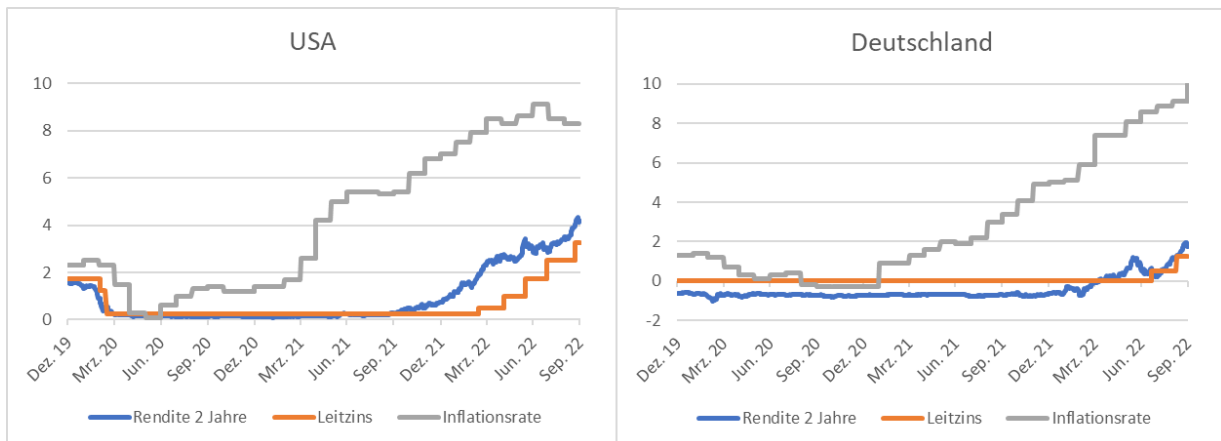
Am Ende ist nicht sicher, ob diese Anstrengungen eine Insolvenzwelle bei Verbrauchern und Unternehmen tatsächlich verhindern können. Eine Rezession in der Eurozone, wie auch in vielen anderen Ländern, scheint kaum vermeidbar.

Plötzlich zeigen die Notenbanken Entschlossenheit

Die erste Leitzinserhöhung der EZB nach ziemlich genau 11 Jahren kann man nur mit dem Kommentar „endlich, aber zu spät!“ versehen. Nicht nur endet die bizarre Situation für Guthaben auf Konten Zinsen zahlen zu müssen, auch steigt die EZB damit als eine der letzten großen Notenbanken in die aktive Bekämpfung der Inflationsentwicklung ein. Auch die amerikanische Notenbank FED zeigt sich nach ihrem noch zaghaft wirkenden Start im März nun entschlossen und erhöhte den Leitzins mehrfach kräftig. Dennoch erwarten wir keine rasche Dämpfung der Inflation. Leitzinserhöhungen wirken sich in der Regel erst mit einer Verzögerung von zwei bis drei Quartalen auf die Preisentwicklungen aus.

Die folgenden Grafiken zeigen, dass bei schnellerer Reaktion der Notenbanken auf den Inflationstrend diese 2 bis 3 Quartale bereits hinter uns liegen könnten. Zu lange haben die Notenbanker an dem falschen Narrativ einer „temporären Inflation“ festgehalten.

Leitzinsen, Rendite für 2-jährige Staatsanleihen und Verbraucherpreise USA und Eurozone



Quelle: Bloomberg

Der starke Anstieg der Inflationserwartungen, die bedeutenden Einfluss auf die wirtschaftlichen Entscheidungen von Privathaushalten und Unternehmen haben, wäre wahrscheinlich geringer ausgefallen. Die Anleihemärkte haben mit dem frühen Renditeanstieg der kurzlaufenden Staatsanleihen die spätere Entwicklung zutreffend vorhergesagt. Für die Notenbanken ein Vertrauensschaden, gegen den sie vermutlich noch lange Zeit ankämpfen werden.

Rückblick auf das dritte Quartal

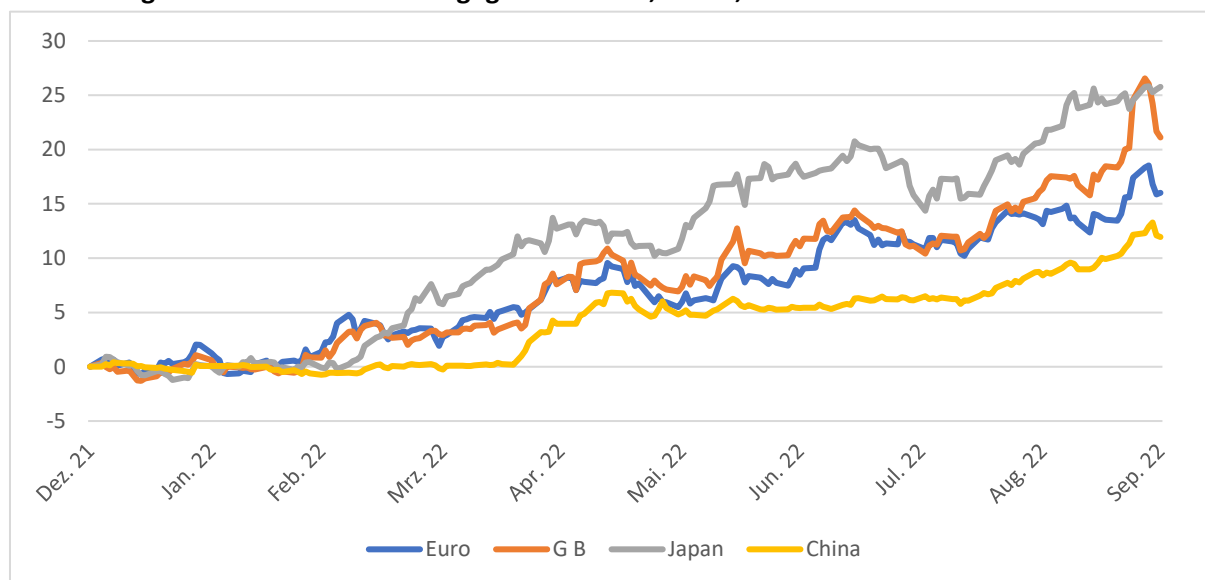
Nach den Verlusten des zweiten Quartals brachte der Juli zunächst die von Vielen erwartete „Sommerrally“ an den Finanzmärkten. Den Auslöser für den positiven Stimmungsumschwung lieferte ausgerechnet „Rezessionsangst“, was nur auf den ersten Blick widersinnig erscheint. Die damit verbundene Hoffnung, die Notenbanken würden schon bald die Leitzinserhöhungen stoppen und sogar Zinssenkungen zur Konjunkturstimulierung vornehmen, ließen Aktien- und Anleihekurse zunächst auf breiter Front steigen.

Ernüchterung setzte ab Mitte August ein, als klare Aussagen aus Notenbankkreisen die Hoffnung der Finanzmärkte hinsichtlich eines gebremsten oder gar umgekehrten Zinstrends jäh zerstörten. Bis Ende September gaben die Aktienmärkte ihre seit den Tiefständen im Juni erreichten Gewinne wieder vollständig ab. Die Renditen an den Anleihemärkten erreichten nach dem zwischenzeitlichen Rückgang neue Hochs und sorgten damit für neue Bewertungsverluste bei verzinslichen Anlagen und ebenfalls in vielen alternativen Investmentstrategien.

Leitzinserhöhungen von bislang 3 Prozentpunkten in 2022 und der Status der USA als „sicherer Hafen“ angesichts großer geopolitischer Krisen wie der Ukrainekrieg, in dem inzwischen auch der Einsatz atomarer Waffen nicht ausgeschlossen erscheint, sowie der Konflikt mit China um Taiwan verschafften dem US-Dollar zusätzliche Auftriebskraft. Daran änderte auch die Meldung nichts, dass die USA nach dem zweiten Quartal bei rein technischer Betrachtung in eine Rezessionsphase eingetreten sind.

Der Euro erreichte Ende des dritten Quartals den tiefsten Stand seit 2002, der japanische Yen sogar seit 1998.

Aufwertung des US-Dollar 2022 in % gegenüber Euro, Pfund, Yen und Yuan



Quelle: Bloomberg

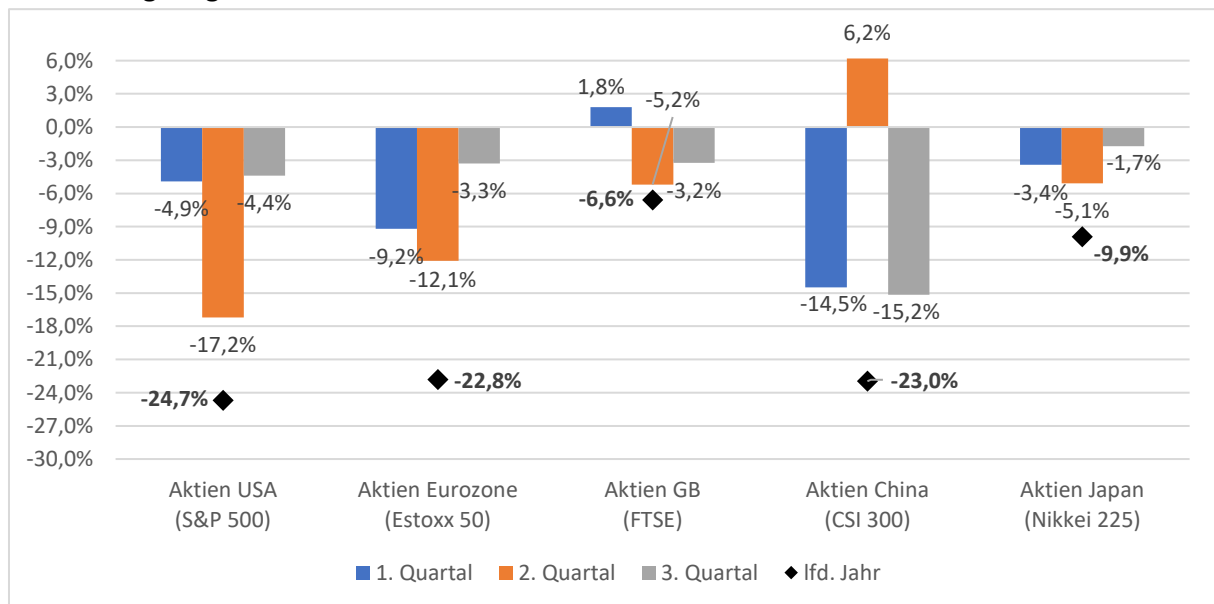
Für Länder und Regionen wie die Eurozone, die sehr stark auf die Einfuhr von Rohstoffen oder Öl und Gas angewiesen sind, führt die Schwäche der eigenen Währung zu steigenden Importpreisen und damit zu einer zusätzlichen Verstärkung des Inflationstrends. Der Vorteil besserer Wettbewerbsfähigkeit bei Exporten wirkt sich dagegen während einer globalen Konjunkturabkühlung, bzw. auch wegen der immer noch bremsenden Lieferkettenprobleme, nicht ausreichend positiv aus.

Die Folgen von Inflation und verlangsamer Konjunktur sind in der Breite der berichteten Unternehmensergebnisse und den Ausblicken bislang nur in geringem Maße sichtbar geworden. Die Frage - nur „Bilanzkosmetik“ oder doch echte Widerstandskraft - lässt sich bisher noch nicht sicher beantworten. Hierauf werden die ab Mitte Oktober anstehenden Unternehmensberichte für das dritte Quartal von Seiten der Finanzmärkte sehr genau untersucht werden und Gründe für stärkere Kursschwankungen liefern.

Die **Aktienmärkte** setzten ihren Negativtrend fort. Zum Ende des dritten Quartals gab es keinen relevanten Aktienmarkt, der eine positive Wertentwicklung aufwies. Die Wertentwicklungen im laufenden Jahr reichen jetzt teilweise bis minus 30 %.

Inflationssorgen, die aus Sicht der Aktienmärkte die Notenbanken zu weiteren Zinserhöhungen drängen, wurden durch Konjunktursorgen ergänzt, die von dem inzwischen deutlich gestiegenen Zinsniveau ausgehen. Die aufkeimende Hoffnung, die Notenbanken würden aufgrund einer schwächeren Konjunktur den Zinserhöhungskurs frühzeitig verlassen, wurde bisher immer wieder von den nochmals höheren Inflationsraten beendet. Den Finanzmärkten gelang es bisher noch nicht, diesen Kreislauf aus negativen Erwartungen zu durchbrechen.

Entwicklung ausgewählter Aktienmärkte 2022



Datenquelle: Bloomberg

Die Märkte in Großbritannien und Japan verdanken ihr weniger schlechtes Abschneiden jeweils besonderen Umständen.

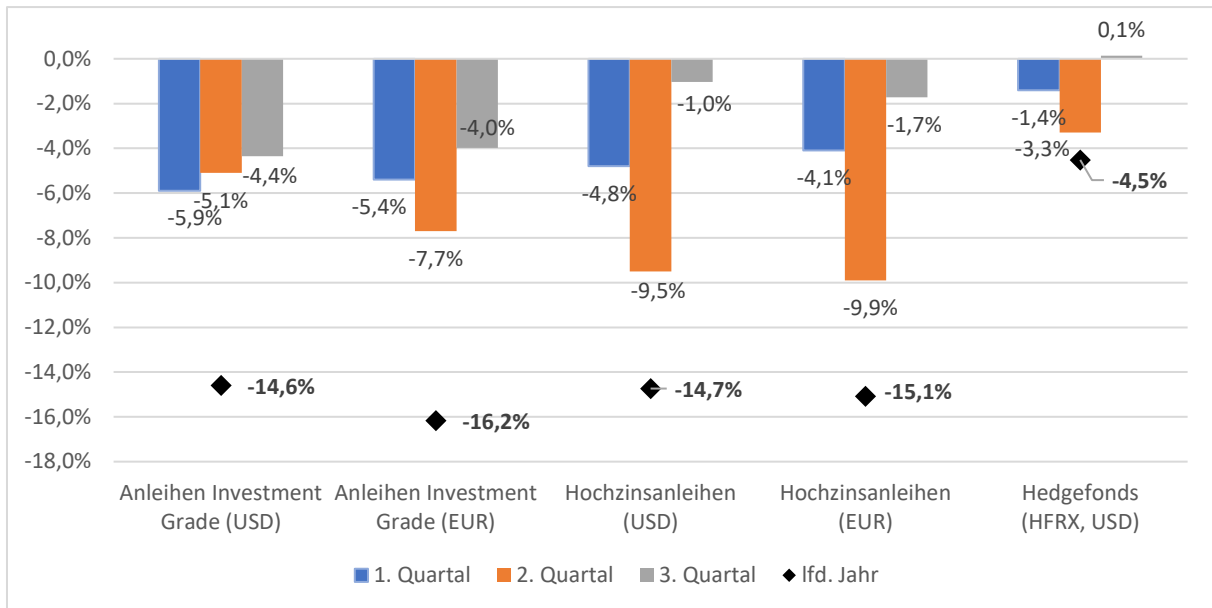
Der britische FTSE 100 enthält besonders viele Aktien von Unternehmen aus dem Rohstoff-, Öl- und Gassektor, die von den erheblichen Preissteigerungen profitierten. Bei Betrachtung des „breiten“ britischen Aktienmarktes (z. B. FTSE 300 Eurofirst mit – 18,7 % in 2022) gleicht sich das Bild deutlich an. Japanische Aktien profitierten auch davon, dass die Notenbank nach wie vor keinerlei Anzeichen erkennen lässt, von ihrer expansiven Geldpolitik abzurücken. Zusätzlich hilft japanischen Unternehmen der sehr schwache Yen bei Exportgeschäften, was die Kurse zurzeit noch stützt.

Neben den Auswirkungen von Zinserhöhungen und einem möglichen Konjunkturrückgang lastet auf den Aktienmärkten weiter eine ungewöhnlich hohe geopolitische Risikoprämie. Diese wird angesichts der zahlreichen weltweiten Krisenherde auf absehbare Zeit wohl erhalten bleiben.

Anleihen setzten im dritten Quartal ihren nach historischem Maßstab beispiellosen Niedergang fort.

„Eiszeit am Anleihenmarkt“ lautete jüngst ein Kommentar in der Wirtschaftspresse zur Entwicklung der Anleihenmärkte. Und in der Tat scheint auf den ersten Blick nichts für Anleiheinvestments zu sprechen, die trotz deutlich gestiegener Zinsen mit den aktuell hohen Inflationsraten einen realen Vermögensverlust rechnerisch wahrscheinlich machen.

Entwicklung ausgewählter Anleihenmärkte und Hedgefonds 2022

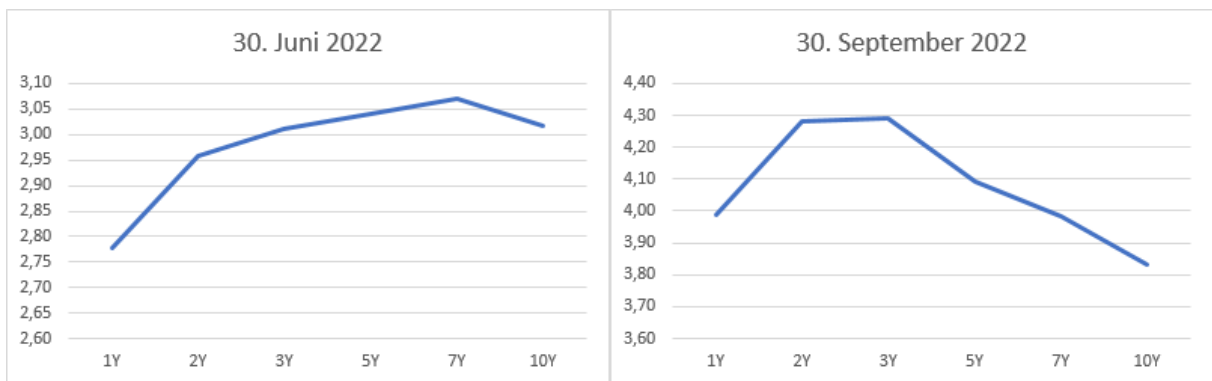


Datenquelle: Bloomberg

Die Aussichten auf eine Fortsetzung der Leitzinserhöhungen wird von der zuletzt nochmals gesteigert-aggressiven Rhetorik der Vertreter der amerikanischen Federal Reserve (FED) bestätigt. Anleihen konnten damit in den Depots auch im dritten Quartal nicht ihre traditionelle Rolle als Wertstabilisierer spielen.

Wir sehen dennoch erste Chancen in Teilbereichen des Anleihenmarktes.

So haben wir kürzlich mit ersten Investments in Anleihen mit längeren Laufzeiten begonnen. Ein wichtiger Grund dafür liegt in der ungewöhnlich stark inversen Form der US-Renditekurve:



Datenquelle: Bloomberg

Die paradoxe Situation, dass Renditen für längere Laufzeiten niedriger sind als die für kürzere Laufzeiten, deutet mit hoher Wahrscheinlichkeit auf mittelfristig wieder sinkende Zinsen hin. Dies birgt bei entsprechender Positionierung erhebliches Renditepotential, dass wir nutzen wollen!

Denn wenn die Notenbanken ihren aggressiven Zinserhöhungskurs aufgrund plötzlicher Schockereignisse oder wegen einem schweren Konjunkturunbruch aufgeben müssen, lassen sich hier erhebliche Kursgewinne erzielen. Taktisch stellen langlaufende Anleihen im Portfoliozusammenhang eine sinnvolle Absicherung gegen Rezessionsfolgen dar, indem sie ein Gegengewicht zu Aktien bilden, die in einem solchen Szenario kurzfristig unter Druck geraten können.

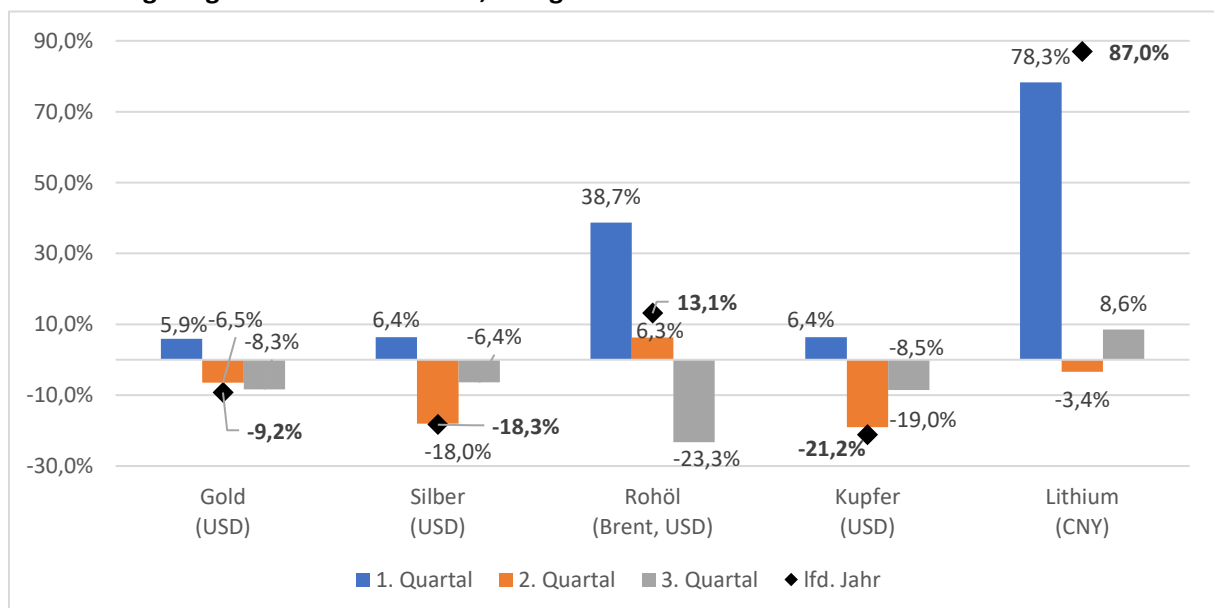
Das ein plötzliches Umschwenken der Geldpolitik „über Nacht“ unter dem Eindruck von externen Schocks keineswegs abstrakt ist, zeigt das Beispiel der Bank of England von Ende September. Nachdem die neue britische Regierung einen politisch heiklen Nachtragshaushalt mit erheblicher Neuverschuldung („Wachstumsplan“) angekündigt hatte und dies zu einem massiven Kurssturz britischer Anleihen führte, sah sich die Bank of England plötzlich gezwungen den drohenden Zusammenbruch britischer Pensionskassen zu verhindern. Durch den befristeten Ankauf von britischen Staatsanleihen mit langen Laufzeiten und die Verschiebung des für Oktober angekündigten Beginn des Bilanzabbaus wurde der Anleihemarkt zunächst stabilisiert. Auch hier zeigt sich wieder ein Beispiel für „alles hängt mit allem“ zusammen. Die britischen Hypothekenzinsen, die sich zuvor in diesem Jahr bereits verdoppelt hatten und inzwischen beginnen den Immobilienmarkt in Mitleidenschaft zu ziehen, stiegen in der letzten Septemberwoche nochmals stark an. Bestimmte Formen von Hypotheken wurden zeitweise wegen Refinanzierungsproblemen gar nicht mehr angeboten.

Es fällt uns nicht schwer, uns auch für die Eurozone Anlässe vorzustellen, die die EZB notgedrungen von ihrem Zinserhöhungspfad abbringen könnte. Ein Blick nach Italien reicht dazu aus.

Rohstoffe und **Energieträger** wie Öl und Gas, verzeichneten im dritten Quartal vielfach Preisrückgänge. Diese Entwicklung wird dabei helfen, mit etwas Verzögerung die Inflationsentwicklung zu dämpfen. Allerdings weist diese Entwicklung auch auf eine insgesamt nachlassende Wirtschaftsaktivität hin. Gerade bei Rohstoffen wie Kupfer spielt die unerwartet schwache Konjunkturerwartung in China eine Rolle.

Unabhängig von eher kurzfristigen Konjunkturerwägungen sehen wir in Rohstoffen wie Kupfer oder auch Lithium, die beide eine herausragende Rolle bei Zukunftsthemen wie Elektromobilität oder effizienter Energieerzeugung und -speicherung spielen, ein Kernelement für ein robustes und zukunftsfähiges Portfolio. Entsprechende Investments sind bereits vorhanden und wir werden diese wegen der erkennbaren Knappheit des Angebotes und dem Zukunftstrend zu einer stark elektrifizierten Welt zukünftig noch stärker gewichten.

Entwicklung ausgewählter Edelmetalle, Energie und Rohstoffe 2022



Datenquelle: Bloomberg

Gold hat im Laufe des Jahres 2022 seine Funktion als realer Wertspeicher bisher nicht vollständig erfüllen können. Belastet ist die Goldpreisentwicklung vor allem durch die höheren Zinsen und die starke Aufwertung des US-Dollar, die den Kauf von Gold z.B. für Euroanleger in diesem Jahr währungsbedingt deutlich verteuert hat. Gemessen an der negativen Entwicklung von Aktien und Anleihen in diesem Jahr bietet die Wertentwicklung von Gold mit – 9,2% in US-Dollar und rund plus 2 % für Euro-Investoren etwas Trost. Wir zweifeln weiterhin nicht daran, dass in einer langfristig orientierten Anlagestrategie Gold als „schuldenfreie Währung“ und zum Schutz vor ausufernden Papiergeldmengen weiterhin nicht fehlen darf.

Kryptowährungen und digitale Vermögenswerte

Unser bestehendes breit diversifiziertes Investment in Kryptowährungen gehörte mit einer Entwicklung von + 17% (in Euro) bzw. + 9,7 % (in USD) im dritten Quartal zu den wenigen Anlageformen, die in diesem Zeitraum einen positiven Ergebnisbeitrag für die Portfolioentwicklung leisteten.

Nach wie vor konzentriert sich die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit beim Begriff Kryptowährung auf deren älteste Form, den Bitcoin. Inzwischen gibt es allerdings eine ganze Reihe von Kryptowährungen, die mit Blick auf ihr Entwicklungspotential für vielfältigste Anwendungen und über ein reines Zahlungsmittel hinaus, für langfristige Investoren mehr Erfolg versprechen.

Bei der Ethereum-Blockchain wurde im September eine lange geplante und vorbereitete Änderung des Autorisierungsverfahrens (Proof-of-Stake statt Proof-of-Work) durchgeführt. Diese Umstellung ist grundlegend für die Erweiterung der Basistechnologie Blockchain hin zu einer Plattform, auf der neue und dezentrale Geschäftsanwendungen, zum Beispiel im Finanzsektor, entstehen können. Schneller, kostengünstiger und sehr viel mehr Transaktionen können so abgewickelt werden. Das neue Verfahren spart erhebliche Rechenkapazitäten ein und verringert so den Stromverbrauch, ein bisher aus Klimaschutzgründen kritischer Aspekt, um rund 99 %. Die zukünftige Bedeutung von Ether, der Währung in der Ethereum-Blockchain, als Zahlungsmedium und Alternativwährung für den weltweiten Einsatz nimmt damit weiter zu.

Was uns in der nächsten Zeit voraussichtlich beschäftigen wird

Die schlechten Nachrichten häufen sich – wieder einmal genau die richtige Zeit, um mutig zu sein

Rezession, Inflation, Energieknappheit – jeder einzelne dieser drei Faktoren löst bei den Finanzmärkten große Unruhe aus. Das Gute ist jedoch inzwischen, dass diese Faktoren ausreichend lange bekannt sind und in die Kursentwicklung der Aktien- und Anleihenmärkte bereits eingeflossen sind. Daher dürfen wir auch im Bewusstsein des Risikos einer nochmaligen Verschlechterung der Lage die Chancen, die sich gerade aus der momentan sehr negativen Stimmung der Finanzmärkte ergeben, nicht außer Acht lassen. Denn wir glauben, sie sind beträchtlich.

Aus den jetzt offen daliegenden Problemfeldern ergeben sich bei nüchterner Bewertung und selektiv ganz besondere Anlagechancen. So wird beispielsweise die Knappheit von Energie Zukunftsthemen wie Energieeffizienz, von der Gebäudedämmung bis hin zu verbrauchsärmeren Anlagen, massiv beschleunigen. Dies ist ein Anlagethema, in das wir bereits 2021 in den Portfolios unserer Mandanten investiert haben.

Auch auf die steigenden Verbraucherpreise weltweit werden einige Aktien (z. B. die von Unternehmen mit besonders wertvollen Marken und hoher Preissetzungsmacht) sehr positiv reagieren, sobald der undifferenzierte und teilweise von Panik getriebene Abverkauf an den Aktienmärkten klaren strategischen Überlegungen weicht.

Anleihen verloren im Zuge der rapide gestiegenen Zinsen massiv an Kurswert. Da wir bereits vor fast zwei Jahren die Anleihebestände in den Portfolios unserer Mandanten auf ein Minimum reduziert haben, können wir nun damit beginnen, die sich in nächster Zeit bietenden Chancen wahrzunehmen.

Was Sie von uns erwarten können

Das vergangene Quartal hat Sie und uns emotional erneut stark gefordert. Der Hoffnung auf eine rasche Besserung, die mit der Ende Juni einsetzenden „Sommerrally“ verbunden war, folgte schon nach wenigen Wochen wieder Ernüchterung. So kurz dieser Zeitraum auch war, hat er uns dennoch wertvolle Hinweise gebracht, mit denen wir die Zukunft etwas besser einschätzen können. Wir denken dabei insbesondere an die eindeutige Positionierung der Notenbanken oder auch daran, dass Preise für Erdöl oder Erdgas trotz Knappheit nicht unendlich steigen, sondern sogar wieder sinken können.

In unserem letzten Quartalsrückblick versprachen wir, dass wir entschlossen handeln werden, sobald uns die Zeit reif dafür erscheint. Erste Schritte haben wir im letzten Quartal bereits unternommen – weitere werden folgen. Natürlich können wir nochmalige Preisrückgänge nicht ausschließen. Wir sehen allerdings, dass auf dem aktuellen Preisniveau bereits viel von einer sehr negativen Zukunftserwartung berücksichtigt ist. Mit der Erfahrung und aus der Perspektive eines langfristig orientierten Anlegers haben wir daher die ersten Gelegenheiten genutzt, um die Portfolios unserer Mandanten für den späteren Aufschwung an den Wertpapiermärkten vorzubereiten.

Wir sind überzeugt davon, dass wir die Grundlage für den zukünftigen Erfolg jetzt schaffen müssen. Warren Buffet, die heute 92-jährige US-Investorenlegende, sagte einst: „sei gierig, wenn andere ängstlich sind und sei ängstlich, wenn andere gierig sind“. Er war und ist mit diesem antizyklischen Ansatz bekanntlich sehr erfolgreich und wir sehen keinen Grund, warum es dieses Mal anders sein sollte.

BPM – Berlin Portfolio Management GmbH

Oktober 2022

Die hier enthaltenen Informationen und Angaben stellen keine Empfehlung dar. Sie dienen lediglich zur Information unserer Mandanten und Interessenten und stellen weder eine Offerte noch eine Einladung zur Offertenstellung noch eine Empfehlung zum Erwerb von Finanzprodukten dar. Insbesondere ersetzen diese Angaben nicht eine gründliche individuelle und fachliche Prüfung der steuerlichen, rechtlichen und risikospezifischen Auswirkungen einer Anlage in Finanzprodukten. Wir übernehmen keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der enthaltenen Daten. Jegliche Haftung, für allfällige Schäden durch die Nutzung der dargestellten Daten und Informationen, wird abgelehnt.