

## Rückblick auf das 4. Quartal 2020 und Ausblick für 2021

Finale furioso! Nach einigen Rückschlägen im Oktober brachten die letzten Wochen des Jahres zumindest bei zwei die Finanzmärkte belastenden Themen Klarheit. Die Ergebnisse der US-Wahlen mit ihrem nicht ernsthaft anfechtbaren Ausgang und die Bereitstellung der ersten Impfstoffe gegen Covid-19 lösten einen regelrechten Kaufrausch aus.

Dann einigten sich noch kurz vor dem Jahreswechsel Vertreter der abgewählten US-Regierung mit denen der gewählten Nachfolgeregierung nach langem und erbittertem Streit auf die herbeigesehnte Fortsetzung des staatlichen Pandemie-Hilfsprogramms für Unternehmen und Konsumenten. In Brüssel wurde zeitgleich ein „harter BREXIT“ durch ein Last-Minute-Abkommen vermieden. Und zu Weihnachten konnten dann die ersten Injektionen vom Hoffnungsträger auf ein normales Leben, dem Covid-19 Impfstoff, medienwirksam verabreicht werden.

Die Finanzmärkte ließen sich von der Hoffnung auf baldige Normalisierung anstecken und sorgten mit deutlichen Zugewinnen für den positiven Ausklang eines kräftezehrenden Jahres. Den verstörenden Kontrast dazu, wie die weit über eine Million Menschenleben, die bisher der Pandemie zum Opfer fielen oder die zahllosen wirtschaftlichen Existenzen, die von den Gegenmaßnahmen vernichtet wurden oder noch vernichtet werden, gilt es jedoch nicht zu übersehen.

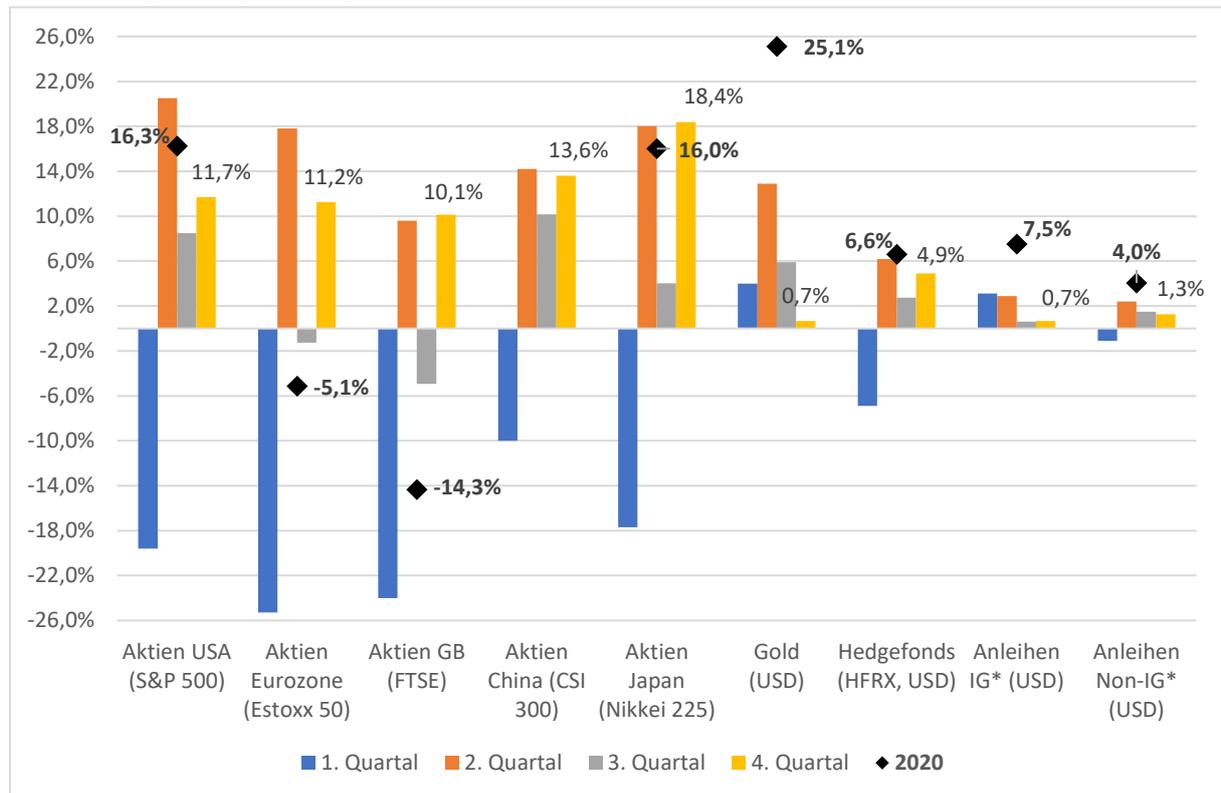
Ohnehin dürfte uns 2020 mit der Menge an „zuvor noch nicht Erlebtem“ in dauerhafter Erinnerung bleiben. Hierbei ragen aus unserer Sicht als Vermögensverwalter besonders heraus:

- Schon 2019 hatte die US-Notenbank FED wegen des auslaufenden Konjunkturzyklus und der Verwerfungen aus dem US-China Handelskonflikt einen weltweiten „Wettbewerb um das niedrigste Zinsniveau“ begonnen. Dieser verstärkte sich 2020 noch und begann die globalen Kapitalströme umzulenken - der Auftakt zu einer längeren Abwertungsphase des US-Dollar und nochmals niedrigeren, inzwischen häufig negativen, Zinsen.
- Die anfangs nur regional auftretenden Covid-19-Infektionen erreichten im Februar die Wahrnehmung der Finanzmärkte mit voller Wucht. Eine schnelle Flucht der Investoren aus allen risikotragenden Anlagen löste dramatische Kursverluste aus und brachte auch gut aufgestellte und diversifizierte Portfolios vorübergehend unter erheblichen Druck.
- Erst die Bereitschaft der Notenbanken, noch mehr Regeln über Bord zu werfen und durch verschiedenste unkonventionelle Maßnahmen gewaltige Summen zu erschaffen, ermöglichte den Regierungen die umfassendsten Hilfsprogramme aller Zeiten. Diese bisher kaum vorstellbare enge Kooperation wurde von den Finanzmärkten als unbedingter Wille interpretiert, einen kompletten Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Die neue Liquiditätsflut löste die bisher schnellste und stärkste Erholungsbewegung in der Geschichte der Kapitalmärkte aus. Dies, obwohl die realwirtschaftlichen Daten mehr den Einbruch als eine nachhaltige Erholung widerspiegeln.
- Die spätestens seit Oktober erkennbare zweite Covid-19-Infektionswelle und die notwendigen aber restriktiven Schutzmaßnahmen zerstörten die Hoffnung auf eine schnelle Wiederherstellung der globalen Wirtschaft („V-förmiger Verlauf“). Konsumenten und Unternehmen halten sich bis heute mit Ausgaben angesichts schwacher Arbeitsmärkte und allgemein unsicherer Perspektiven zurück. Die Schuldenquoten der Staaten steigen derweil weiter in Rekordtempo an.

## 2020 – erst tiefer Absturz, dann der weite Weg zurück

Die folgende Grafik zeigt den Verlauf verschiedener Anlagemärkte in einzelnen Quartalen des Jahres 2020 sowie die Entwicklung des gesamten Jahres.

### Entwicklung wichtiger Anlagemärkte in 2020



Datenquelle: Bloomberg \*IG = Investment Grade

Nach einem etwas holperigen Start im Oktober verlief das vierte Quartal vor allem für Aktienanlagen überaus positiv. Einige **Aktienmärkte** schafften es, trotz der heftigen Einbrüche im März, das Gesamtjahr 2020 mit einer Kursentwicklung auf oder in der Nähe neuer Höchststände zu beenden.

Herausragende Entwicklungen gab es bei chinesischen Aktien (+ 27,2% in 2020) und japanischen Aktien (+ 16% in 2020). China profitiert davon, als erste Wirtschaftsnation die Rezession hinter sich zu lassen und wieder auf einen Wachstumspfad zurückzukehren. In Japan hatte die Notenbank Ende Februar zur Marktunterstützung ihr jährliches Limit für den Kauf von ETF (Indexfonds) auf Nikkei und Topix auf den Gegenwert von rd. 95 Mrd. EUR verdoppelt. Bis Jahresende wurde dies mit rund 50 Mrd. genutzt.

Europäische Aktienmärkte dagegen konnten sich noch nicht auf die Vorjahresniveaus erholen. Das Fehlen hochkapitalisierter „Börsenlieblinge“ aus dem Konsum- und Technologiesektor („FAANGM“), aber auch besondere Ereignisse wie der BREXIT mit noch nicht absehbaren negativen wirtschaftlichen Folgen, erweisen sich als nachteilig.

Die Entwicklung der **Anleihemärkte** folgte weitgehend den geldpolitischen Vorgaben der Notenbanken. Die sinkenden Zinsen führten zu steigenden Anleihekursen. Risikoprämien für Staats- und Unternehmensanleihen, die eigentlich unter der negativen fiskalischen und konjunkturellen

Entwicklung ansteigen müssten, wurden durch die Aufkaufprogramme der Notenbanken stark verzerrt und sorgten für unerwartete Kursgewinne. Ein Vergleich der Wertentwicklung von Anleihen mit Investment Grade-Rating und von bonitätsschwächeren, nicht von den Notenbanken erworbenen, Anleihen („Non-IG“), gibt einen Eindruck von der Wirkung der Kaufprogramme.

### **Edelmetalle**

Gold profitierte im letzten Quartal nicht weiter von seinen Qualitäten in unruhigen Zeiten, beendete das Jahr aber dennoch als eine der ertragreichsten Anlageformen (+ 25,1% in USD) überhaupt. Nachdem noch im von Unsicherheit dominierten Monat Oktober der Goldpreis dabei half, die Wertentwicklung der Portfolios unserer Mandanten zu stützen, sorgten Meldungen über die Verfügbarkeit eines Covid-19-Impfstoffes für Umschichtungen in stärker risikoorientierte Anlagen. So wie wir, blieben vor allem die Investoren engagiert, die Gold wegen seiner Eigenschaft als inflationssicherer Vermögensspeicher schätzen und sich nicht an kurzfristigen Kursgewinnen orientieren. Schon im Dezember wurde diese Geduld in Form einer deutlichen Erholung des Goldpreises belohnt.

Ein anderes Edelmetall, das wir seit dem zweiten Quartal in vielen der von uns betreuten Portfolios eingesetzt haben, ist Silber bzw. sind Silberminenfonds. Silber weist wegen seines stärker industrierohstoffartigen Charakters mehr Nähe zur Realwirtschaft auf. Die bisherige Wertentwicklung stellt sich als sehr erfreulich dar und Silber gehörte damit zu unseren besten Anlageentscheidungen in 2020.

### **Kryptowährungen – plötzlich doch ein seriöses Investment?**

Ein Wandel in der Haltung vieler Investoren gegenüber Kryptowährungen konnte im letzten Quartal beobachtet werden. Bekanntester Vertreter dieser für viele noch neuen Anlageform ist „Bitcoin“, die im Jahre 2009 erste künstlich geschaffene digitale Währung. Bitcoin repräsentiert derzeit rund 70% der Marktkapitalisierung unter den inzwischen mehr als 7.000 existierenden Kryptowährungen.

Als „Durchbruch“ wirkte die Ankündigung des Zahlungsdienstleisters Paypal im Oktober, seinen über 340 Mio. Nutzern zukünftig auch den Handel und die Nutzung von Bitcoin anzubieten. Auch viele institutionelle Anleger wie Unternehmen, Pensionsfonds und Hedgefonds berichteten, Teile ihres liquiden Vermögens in digitale Währungen zu investieren. Spekulative Anleger folgten diesem Zug des Geldes, angelockt von den immer weiter ansteigenden Preisen für die verschiedenen Kryptowährungen. Die Hoffnung auf schnelle Gewinne ist dabei oft noch das Hauptmotiv. Wir beobachten allerdings auch, dass immer mehr Anleger in Kryptowährungen eine ernst zu nehmende Alternative zu den von negativen realen Renditen belasteten Währungen sehen. Dies sicher nicht zu Unrecht, haben doch die jüngsten Verschuldungsorgien der Regierungen und Notenbanken den „inneren Wert“ (d.h., das umlaufende Geldvolumen in Relation zu der Wirtschaftsleistung) der bekannten Währungen noch weiter ausgehöhlt. Auch die nicht mehr zu übersehenden Vorbereitungen der großen Notenbanken der Welt, digitale Versionen ihrer Währungen zu erschaffen, deuten darauf hin, dass „digitales Geld“ auf dem Weg aus der (in der Vergangenheit auch manchmal zwielichtigen) Welt weniger Eingeweihter in den Alltag von Konsumenten und Unternehmen ist.

Für die BPM kommt einem breit diversifizierten Engagement in verschiedenen Kryptowährungen eine wichtige Rolle in den Bemühungen zu, die Portfolios gegen zukünftige Inflationsgefahren zu schützen. Da sich dieses Anlagesegment in einem frühen Entwicklungsstadium befindet und in Anbetracht der teils extremen Preisschwankungen in der Vergangenheit, nehmen wir Anlagen hier nicht direkt sondern über ein diversifiziertes Instrument vor. Die schon wegen des relativ geringen Marktvolumens von Kryptowährungen (ca. 700 Mrd. USD Ende 2020 – im Vergleich zu „Apple“ mit ca. 2.300 Mrd. USD) zu erwartenden Wertschwankungen dürfen nicht davon ablenken, dass es sich vor allem um ein strategisches Investment handelt, in dem wir seit Oktober 2020 mit sehr vielen Mandaten engagiert sind.

### **Konjunkturabsturz, Erholung und erneuter Absturz?**

In unserem Rückblick auf das dritte Quartal 2020 kommentierten wir die Konjunkturerholung:

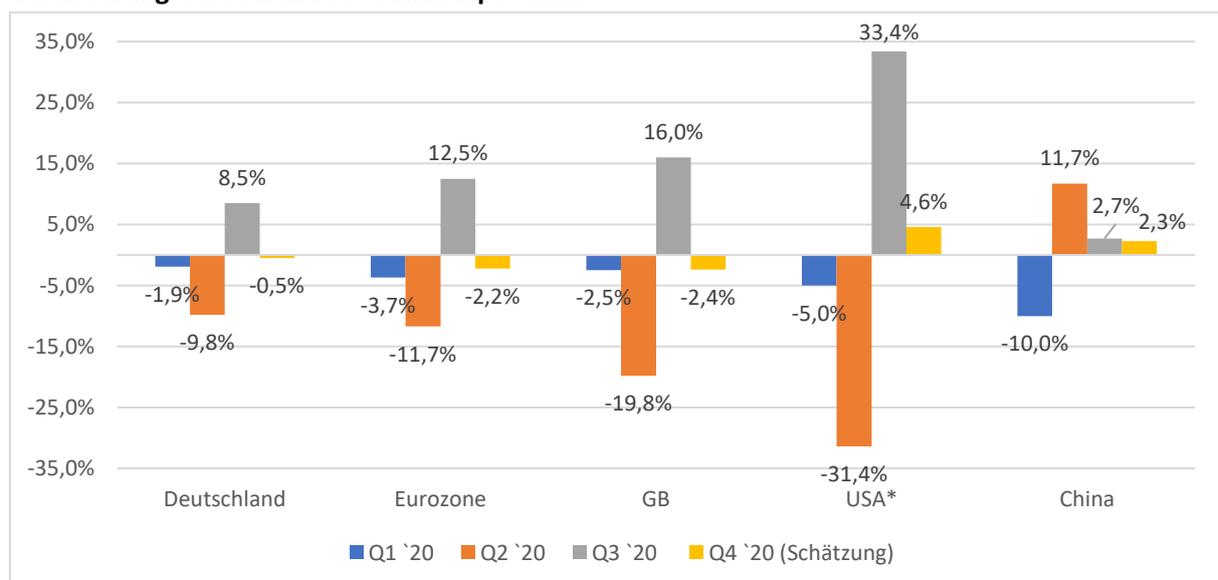
*„Die starke Erholung im dritten Quartal sollte nicht überinterpretiert werden. Uns scheint die Entwicklung vor allem von Nachholeffekten geprägt zu sein, die zusätzlich von dem andauernden massiven Einsatz fiskalischer und geldpolitischer Unterstützungsmaßnahmen flankiert wird. Ein Signal für eine schnelle Rückkehr zu einem Vor-Pandemieniveau vermögen wir daher noch nicht zu erkennen“.*

Wie wir im vierten Quartal erleben mussten, war unsere Skepsis angebracht. Die vorhergesagte zweite Covid-19-Infektionswelle und die damit einhergehenden neuerlichen Beschränkungen des Lebens, werden aller Voraussicht nach viele Länder wieder zurück in die Rezession führen.

Die folgende Grafik zeigt den Konjunkturverlauf ausgewählter Länder im letzten Jahr. Dargestellt sind die Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsproduktes jeweils zum Vorquartal.

4

### **Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes**



Datenquelle: Bloomberg, Stand Daten und Schätzungen 05.01.2021, \*Daten USA sind saisonal bereinigt und annualisiert

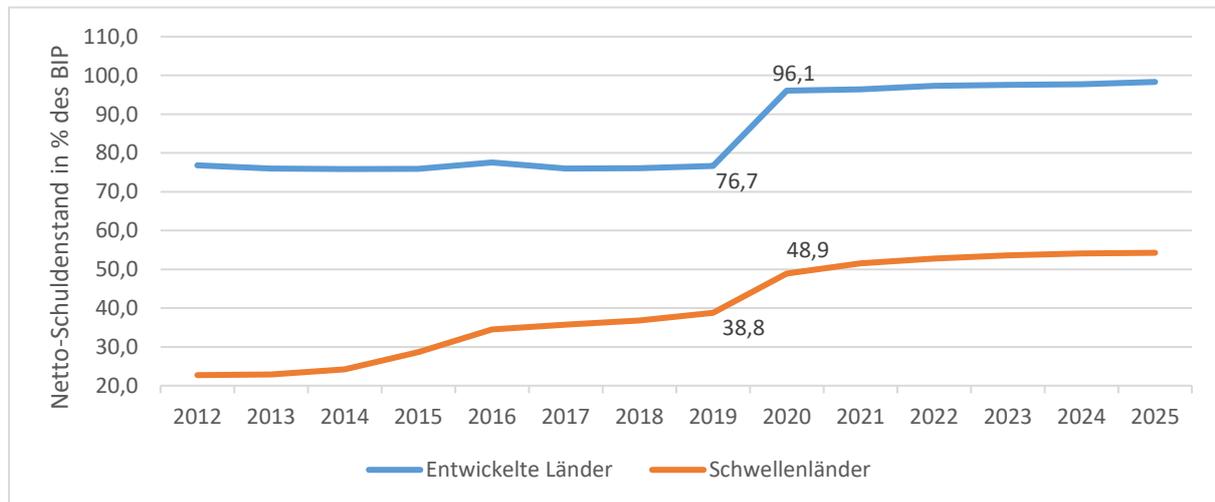
Eine Wende zum Besseren kann, muss aber nicht zwangsläufig, eine zügige und erfolgreiche Impfkampagne gegen Covid-19 bringen. Andere Faktoren, wie zum Beispiel weitere massive fiskalische und monetäre Unterstützungsleistungen, werden weiterhin entscheidend sein.

### Warum die Welt auch in Zukunft niedrige Zinsen brauchen wird

Ein ohnehin bestehender Trend, den die weltweite Pandemie extrem verstärkt hat, ist die zunehmende Verschuldung von Staaten, aber auch von Unternehmen und privaten Haushalten. Die zur Abmilderung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie aufgelegten Hilfsprogramme sind in ihrem Umfang oft historisch ohne Vorbild. Alle großen Notenbanken ermöglichen mit ihrer extrem expansiven Geldpolitik diese fiskalischen Maßnahmen, bildlich gesprochen, durch „weit geöffnete Geldschleusen“.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzte in seinem im Oktober 2020 erschienen „Fiscal Monitor“, dass der Netto-Schuldenstand der größten entwickelten Wirtschaftsnationen im Jahr 2020 von 76% zum Bruttoinlandsprodukt (BIP = gesamte Wirtschaftsleistung eines Jahres) auf 96% ansteigen wird. Schwellenländer wirken mit einem „nur“ halb so hohen Schuldenniveau dagegen fast solide.

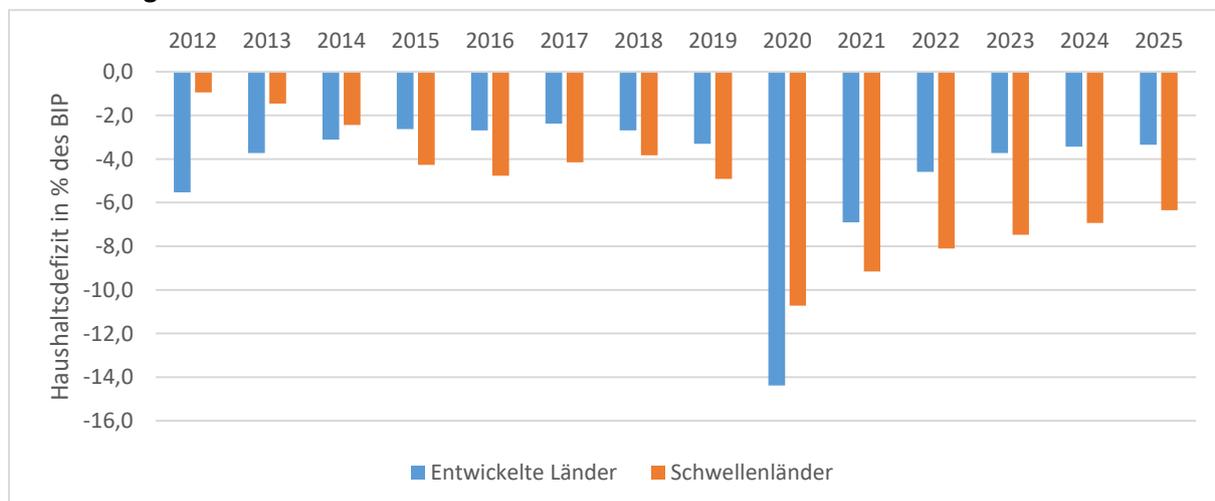
### Entwicklung der Netto-Staatsverschuldung in Relation zur jährlichen Wirtschaftsleistung



Datenquelle: IWF, Fiscal Monitor Oktober 2020, eigene Berechnung

Schaut man auf die Prognosen zur Entwicklung der staatlichen Haushaltsdefizite in den nächsten Jahren, wird deutlich, dass von Seiten der Staaten auch in Zukunft erheblich mehr ausgegeben als eingenommen wird.

### Entwicklung der staatlichen Haushaltsdefizite



Datenquelle: IWF, Fiscal Monitor Oktober 2020, eigene Berechnung

Auch eine schnelle (in den aktuellen Prognosen nicht sichtbare) Erholung der globalen Konjunktur, würde diese Entwicklung lediglich dämpfen, aber nicht zu deutlich solider finanzierten Staatshaushalten führen.

Diese recht eindeutige Entwicklungsperspektive führt uns zu folgenden Schlussfolgerungen:

- Ein Zinsanstieg, so wie von der US-Notenbank FED bereits bis mindestens 2023 ausgeschlossen, ist in den kommenden Jahren nicht zu befürchten. Höhere Zinslasten würden sich für Staaten, Unternehmen und auch Privathaushalte schnell als untragbar erweisen.
- Auf reine Schuldversprechen basierende Anlageformen (Anleihen, Bankguthaben aber auch Währungen) weisen aufgrund des wirtschaftlichen Zwangs zu Null- und Negativzinsen keine Renditeperspektive auf, wohl aber steigende Bonitätsrisiken.
- Die Struktur der von uns verwalteten Portfolios wird sich dem anpassen und muss sich weiter verändern. Klassische Anleiheinvestments (=verbrieftete Schuldforderungen), die über Jahrzehnte durch laufende Zinszahlungen ein stabiles Fundament darstellten, werden wir sukzessive durch alternative Renditequellen ersetzen.
- Einfaches Ausweichen in Anlageformen mit vermeintlich höheren Erträgen aber auch höheren Risiken stellt keine Lösung dar. Vielerorts hörte man populäre Ratschläge wie „Dividenden sind der neue Zins“. Spätestens im letzten Jahr, mit zahlreichen Dividendenkürzungen bis hin zu Ausfällen, dürfte die Unzulänglichkeit dieser allzu simplen Strategie deutlich geworden sein.

### **Risikofaktoren 2021**

Es gibt eine Reihe von Themen, die uns im kommenden Jahr besondere Aufmerksamkeit abverlangen werden. Hier einige Beispiele:

#### **Verzögerte Insolvenzen bei Unternehmen und Konsumenten:**

Bisher sorgten umfangreiche staatliche, meist befristete, Schutzmaßnahmen für Schuldner dafür, dass Zahlungsunfähigkeit nicht zwangsläufig in die für diesen Fall vorgesehenen Abwicklungsprozesse führte. Es stellt sich dabei die Frage, wie sich Gläubiger vor Vermögensverlusten aus der verordneten aufgeschobenen Insolvenz schützen können. Für Unternehmen mit ihren Kunden und Lieferketten sowie für Banken mit ihren Kreditnehmern ist ein „Schneeballeffekt“ aus Forderungsausfällen, Liquiditätsnot und reduziertem Eigenkapital zu befürchten. Stark negativ wirkende Konjunkturreffekte und eine erneute „Flucht in Sicherheit“ der Finanzmärkte wären die Folge.

#### **Abwertungswettbewerb mit der Weltleitwährung US-Dollar:**

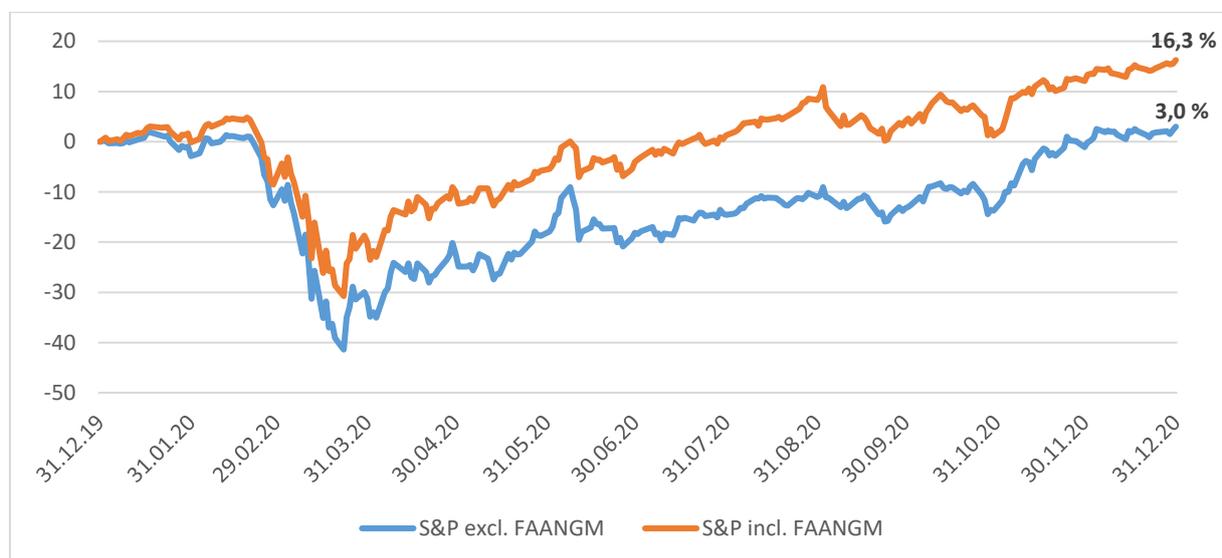
Nach der kurzen „Flucht in den sicheren Hafen“-Phase, mit einer Aufwertung von rd. 8% im ersten Quartal (Währungskorb / DXY Index), erlebten wir im US-Dollar eine Abwertung um rund 13% bis zum Jahresende. Der durch die Notenbankmaßnahmen schnell geschwundene Zinsvorteil von US-Dollaranlagen (z.B. schrumpfte der Zinsvorsprung 2-jähriger US-Staatsanleihen zu deutschen von über 2% auf deutlich unter 1% p.a.), in Verbindung mit dem steilen Anstieg der US-Staatsverschuldung, setzte den USD-Wechselkurs unter Druck. Exporteure aus anderen Währungsräumen verlieren dadurch an Wettbewerbsfähigkeit auf den Weltmärkten. Gleichzeitig verringern sich für diese Länder Importpreise, was der nötigen Wiederbelebung einer wachstumsfördernden Inflation, wie z.B. im Euroraum, entgegen läuft. Bisher halten sich die betroffenen Notenbanken in ihrer Kommunikation

dazu noch zurück. Wir erwarten, dass dieses Thema bereits in Kürze aufgegriffen wird, mit dem Ziel, den Aufwertungsdruck auf die eigene Währung zu begrenzen oder sogar umzukehren.

### Gegenwind für „FAANGM“-Aktien:

Die bisherigen Börsenlieblinge, z.B. Facebook (+ 32% in 2020) oder Amazon (+ 77% in 2020), die direkt (über ihre hohe Gewichtung in Aktienindizes) und indirekt (als Stimmungsmacher) ein wichtiges Zugpferd für die Aktienmärkte sind, stehen international unter stark wachsendem politischem Druck. Sie werden aufgrund ihrer erreichten Größe zum Opfer des eigenen Erfolges. Antitrustklagen, Vorwürfe wegen Missbrauch von Daten und Marktmacht, schlechte Behandlung ihrer Beschäftigten und allzu aggressive Steuervermeidungsmodelle dürften sich in Zukunft zu erheblichen Belastungsfaktoren für diese Aktien auswachsen. Welchen Einfluss dies potentiell auf den Gesamtmarkt haben kann, zeigt folgende Grafik:

### Wertentwicklung 2020 des S&P 500 mit (orange) und ohne (blau) FAANGM-Aktien



Datenquelle: Bloomberg

Auch andere Entwicklungen, die schon früher begannen, werden weitere Auswirkungen auf die Risikolaune der Finanzmärkte haben:

- Die Bekämpfung des Covid-19 Virus, insbesondere die Wirksamkeit der neuen Impfstoffe und die Schnelligkeit ihrer Verabreichung, sowie die weiteren Maßnahmen zur Eindämmung der fiskalischen, ökonomischen und sozialen Folgen der Pandemie
- Die ersten Maßnahmen der neuen US-Regierung unter Präsident Biden, die hoffentlich wieder mehr vom Geist der Kooperation als von dem der Konfrontation geprägt sein wird
- Der Praxistest der neuen politischen und wirtschaftlichen Beziehungen zu Großbritannien mit dem in letzter Minute entstandenen BREXIT-Abkommen.

## ***Unsere Ideen für 2021***

Generell gehen wir davon aus, dass auch 2021 von der Flutung der Finanzmärkte mit Liquidität und von sehr viel überschüssigem Kapital auf der Suche nach Rendite geprägt sein wird. Nach unserer Beobachtung ist die Finanzwelt darüber hinaus in eine bedeutende Umbruchphase eingetreten, die an vielen Stellen verändertes Denken erfordern wird. Einige Beispiele dafür sind:

- Der mit hohem politischem Druck vorangetriebene Umbau der Wirtschaft und der energetischen Basis der Welt zu Nachhaltigkeit (Klimawandel und soziale Gerechtigkeit),
- der durch die Corona-Pandemie ausgelöste Belastungstest internationaler Lieferketten (De-Globalisierung und Insourcing) und
- tiefgreifende Veränderungen von Prozessen im Wirtschafts- und Gesellschaftsleben, die von vollkommen neuen Technologien und bisher noch unbekanntem Anwendungsmöglichkeiten ausgehen (Digitalisierung).

Wir haben bereits im vergangenen Jahr damit begonnen, in einige dieser langfristigen Entwicklungen gezielt zu investieren – nicht nur um der Themen willen, sondern wegen der sich daraus ergebenden Anlagechancen. Diese thematischen Aktieninvestments (bisher z.B. spezielle Internet-, Umwelt- und Biotechnologie), abseits von den sehr hoch bewerteten „Standardmärkten“, wollen wir erweitern. Zum Beispiel werden neue Kommunikationstechnologien, innovative Mobilitätsformen oder auch die Überwindung von Ressourcenknappheit dabei eine Rolle spielen.

Sollten sich bereits 2021 belastbare Anzeichen für eine Normalisierung und nachhaltige wirtschaftliche Erholung ergeben, kann auch eine stärker konjunkturzyklische Ausrichtung bei Aktien- und Rohstoffanlagen hinzukommen.

8

---

## ***Was Sie von uns erwarten können***

Wir haben in unserem Ausblick einige Risiken beschrieben, die wir in der Zukunft für den Ertrag und den Substanzerhalt ihrer uns anvertrauten Vermögenswerte sehen.

Aber überall wo es Risiken gibt, sind auch außergewöhnliche Renditechancen zu finden – gerade in einer Welt, die sich so drastisch verändert.

Erfahrungen der Vergangenheit werden dabei nur noch begrenzt hilfreich sein. Vielmehr wird es darauf ankommen, trotz der Unsicherheit und der oftmals hohen Komplexität die richtigen Entscheidungen zu treffen, um die Weichen für die zukünftigen Renditen ihres Portfolios richtig zu stellen.

Wir fühlen uns dafür gut gerüstet und sind fest dazu entschlossen.

Vielen Dank für ihr Vertrauen im vergangenen Jahr!

Ihre

**BPM – Berlin Portfolio Management GmbH**

im Januar 2021