

## Rückblick auf das 2. Quartal 2021 und Ausblick

**„Immer wenn man die Meinung der Mehrheit teilt, ist es Zeit sich zu besinnen.“**

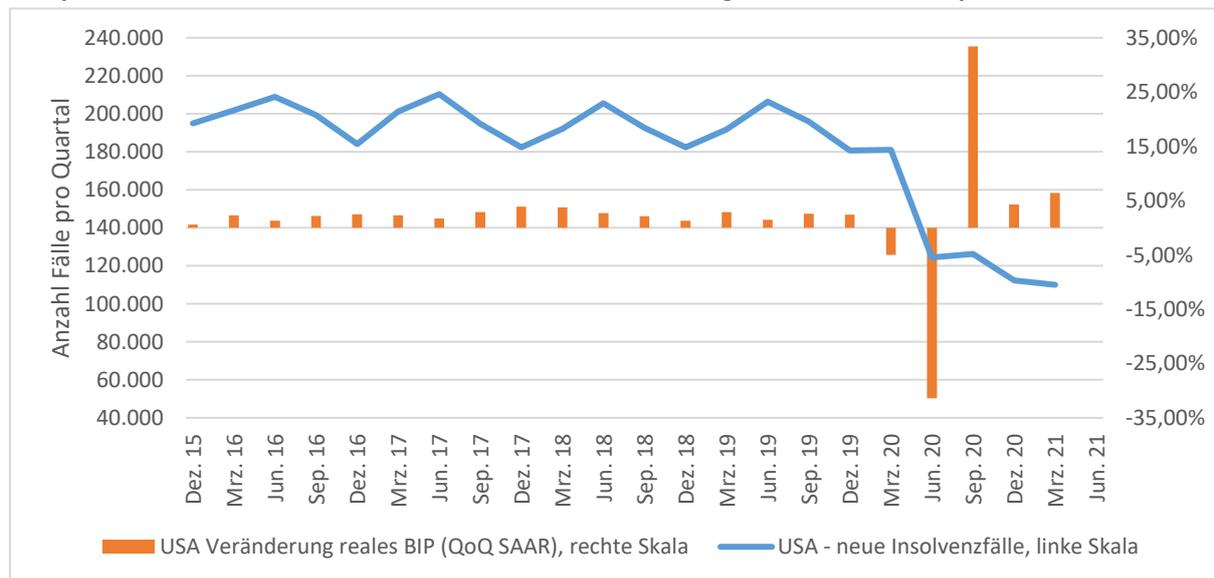
(Marc Twain, US-amerikanischer Erzähler und Satiriker, 1835 – 1910)

Die langjährige Beschäftigung mit Finanzmärkten lehrt uns vor allem eines: Die Mehrheitsmeinung zu heiß diskutierten, stimmungsbeherrschenden Themen ist keine geeignete Basis, um daraus Vorhersagen für die längerfristige Entwicklung abzuleiten.

Bei einer kurzen Rückschau in die jüngere Vergangenheit zeigen sich typische Beispiele für gravierende Schief lagen der Mehrheitsmeinungen, die auf dem Zenit ihrer Popularität von kaum jemandem in Frage gestellt wurden.

Noch vor etwas mehr als einem Jahr grassierte die Angst vor einer großen weltweiten Insolvenzwelle als unmittelbare Folge der Pandemie-bedingten Schließungen von Unternehmen und Handel. Vorherrschend war die Furcht vor einer neuen Finanzkrise aufgrund der erwarteten Kreditausfälle bei Banken. Dies war nicht unlogisch und entsprach den bisherigen Erfahrungen. Ein Jahr später wissen wir, dass dieses Szenario nicht nur nicht eingetreten ist, sondern sich sogar in eine gänzlich andere Richtung entwickelt hat. Insolvenzen sind derzeit so selten wie kaum jemals zuvor!

### Beispiel USA: Anzahl neuer Insolvenzfälle und Veränderung des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Bloomberg

Alleine in Westeuropa ging laut der Wirtschaftsauskunftei Creditreform 2020 die Zahl der Insolvenzen um mehr als ein Viertel zurück - in Deutschland um 15%, laut dem Statistischen Bundesamt.

Heute kennen alle die Gründe für diese nicht zu erwartende Entwicklung: Aussetzung von Insolvenzregeln, massive staatliche Hilfen für Unternehmen und Konsumenten oder die Bereitstellung von überbordender Liquidität durch die Notenbanken. Dies lag bisher außerhalb der normalen Vorstellungskraft. Die Erwartungen der Mehrheit sind damit vorerst nicht eingetreten - Verschuldungsanstieg und Wachstumsschwäche als Konsequenzen sind jedoch nur aufgeschoben.

## Gehen uns demnächst die Insolvenzen aus?

So weit geht die Erwartungshaltung an den Anleihemärkten dann doch nicht. Allerdings nähern sich die Risikoprämien („Credit Spreads“) inzwischen erneut ihren historischen Tiefständen. „Bewertungspuffer“ für nicht vorhersehbare Ereignisse oder auch nur für die normalen zyklischen Konjunkturrückschläge fehlen damit weitgehend. Da darf nichts „schiefgehen“.

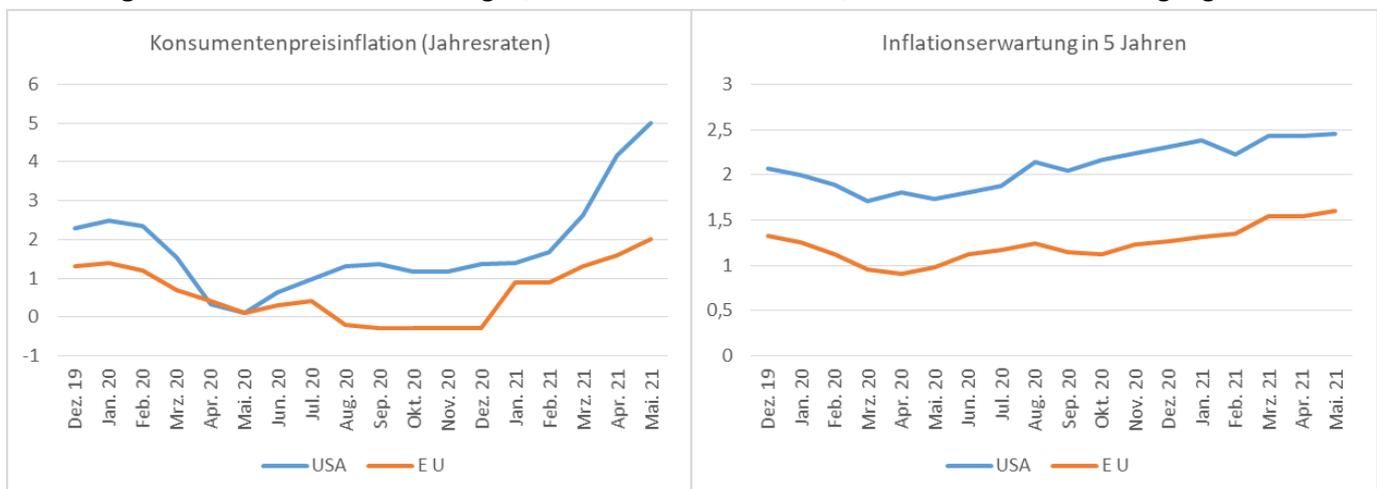
Die Rücknahme der vielfältigen staatlichen Unterstützungen wird für etliche Unternehmen den Test ihrer Überlebensfähigkeit darstellen. Selbst in einem herausragenden Konjunkturaufschwung befürchten wir, dass einige Unternehmen kaum mehr die Mittel haben, um das vollständige Wiederanlaufen ihres Geschäftsbetriebes zu finanzieren. Im Lockdown geleerte Vorratslager, stark gestiegene Preise für Rohstoffe, Energie, Transportkapazitäten und für viele Vorprodukte dürften zusätzlich belasten.

Unternehmensanleihen dürften besonders anfällig auf schlechte Konjunkturnachrichten reagieren. In den von uns gestalteten Portfolios haben wir dementsprechend Anleihepositionen stark reduziert.

## Aktuelle Mehrheitsmeinung „die Inflation kommt“

Weltweit haben Regierungen in den vergangenen Monaten exorbitante fiskalische Hilfsprogramme zur Pandemiebewältigung, Infrastrukturverbesserung, Bekämpfung von sozialen Ungleichgewichten und Klimawandel aufgelegt. Alle diese Vorhaben verbindet, dass sie nicht aus den laufenden Haushaltseinnahmen oder aus vorhandenen Rücklagen bezahlt werden können, sondern mit Hilfe der Notenbanken und mit einer deutlich steigenden Staatsverschuldung finanziert werden. Bereits vor Ausbruch der Corona-Pandemie waren Anzeichen erkennbar, dass sich die Geldpolitik der Notenbanken immer stärker am Finanzierungsbedarf hochverschuldeter Staaten orientiert. Diese zunehmende „Fiskaldominanz“ im geldpolitischen Wertesystem (Bundesbankbericht Juni 2021) wirft die Frage auf, welche Reaktionsmöglichkeiten Notenbanken bei steigendem Preisniveau noch bleiben, um ihrem Auftrag entsprechend Inflationsgefahren wirksam einzudämmen und ohne übermäßig steigende Zinsen die Finanzierung der allgegenwärtigen „Schuldenberge“ in Gefahr zu bringen.

Die Entwicklung der **Inflationsdaten** und die aus den Zinsstrukturkurven abgeleiteten **Inflationserwartungen 5 Jahre in der Zukunft** zeigen, insbesondere für die USA, eine klare Aufwärtsbewegung:



Quelle: Bloomberg

Von den Notenbanken wurden diese Trends bisher als „temporär“ bezeichnet, mit durchaus zutreffenden Hinweisen auf statistische Basiseffekte oder Nachholeffekte bei Konsum und Investitionen im Zuge einer Öffnung nach längerem Lockdown. Die Notenbanken signalisieren, dass sie derzeit noch nicht gedenken, Anleihekaufprogramme oder Leitzinsen an die veränderte Inflationslage und -erwartung anzupassen. Dies bringt sie in einen Widerspruch zu den an den Finanzmärkten bereits heute gehandelten Erwartungen (siehe Chart „Inflationserwartung in 5 Jahren“). Diese stützen sich vor allem auf die inflationäre Wirkung von Ausgabenprogrammen, starkem Nachfrageanstieg und akuter Knappheit von Rohstoffen, Vorprodukten, Transportkapazitäten oder auch Arbeitskräften. Deutliche Renditeanstiege bei länger laufenden Anleihen waren in diesem Jahr bereits die Folge, was man durchaus als einen Vertrauensverlust in die Fähigkeit der Notenbanken zur Bewahrung von Preisstabilität interpretieren kann. Wenig überraschend, dass die US-Notenbank FED in der Kommunikation nach ihrer Juni-Sitzung versuchte, diesen Zwiespalt durch Hinweise auf intern anlaufende Diskussionen zu restriktiveren Maßnahmen zu überbrücken.

Die Gefahr, dass höhere „Inflationsrisikoprämien“ Marktzinsen weiter steigen lassen, ist real, da zum heutigen Zeitpunkt niemand mit Gewissheit sagen kann, ob es den Notenbanken letztlich gelingen wird, ihren Standpunkt länger durchzuhalten, ohne ihre Glaubwürdigkeit zu riskieren und damit zu einer Gefahr für die Währungsstabilität zu werden. Noch ein Experiment der Notenbanken mit einem ungewissen Ausgang.

Strategisch meiden wir Anlagen mit einer hohen Sensitivität zu steigenden Zinsen. In einer aktiven Positionierung gegen die Notenbanken oder die Marktmeinung sehen wir auch keine lohnenden Gewinnchancen. Als „Verteidigungslinie“ des realen Vermögenswertes der von uns gestalteten Portfolios haben für uns vor allem notenbankunabhängige Währungskonzepte, wie Gold und ausgewählte Kryptowährungen, einen deutlich besseren Nutzen als beispielsweise Anleihen.

3

### ***Rückblick auf das zweite Quartal***

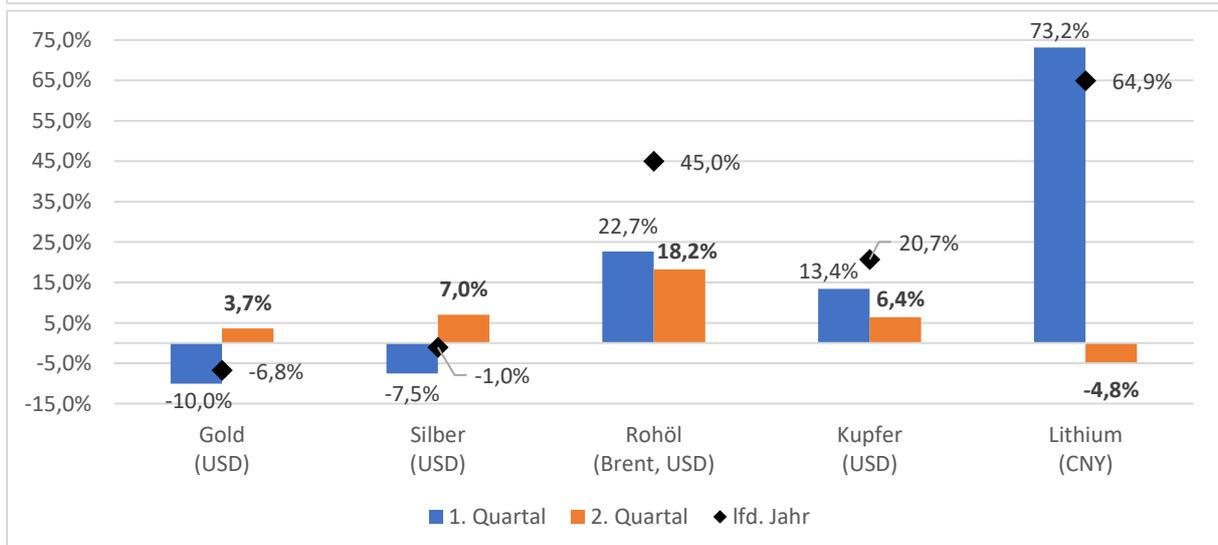
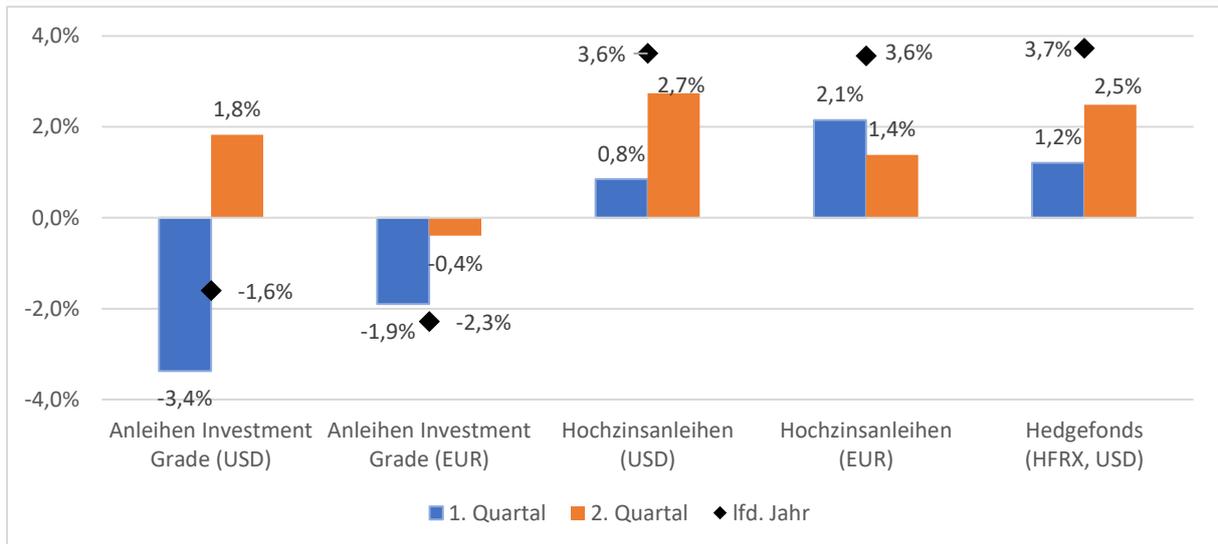
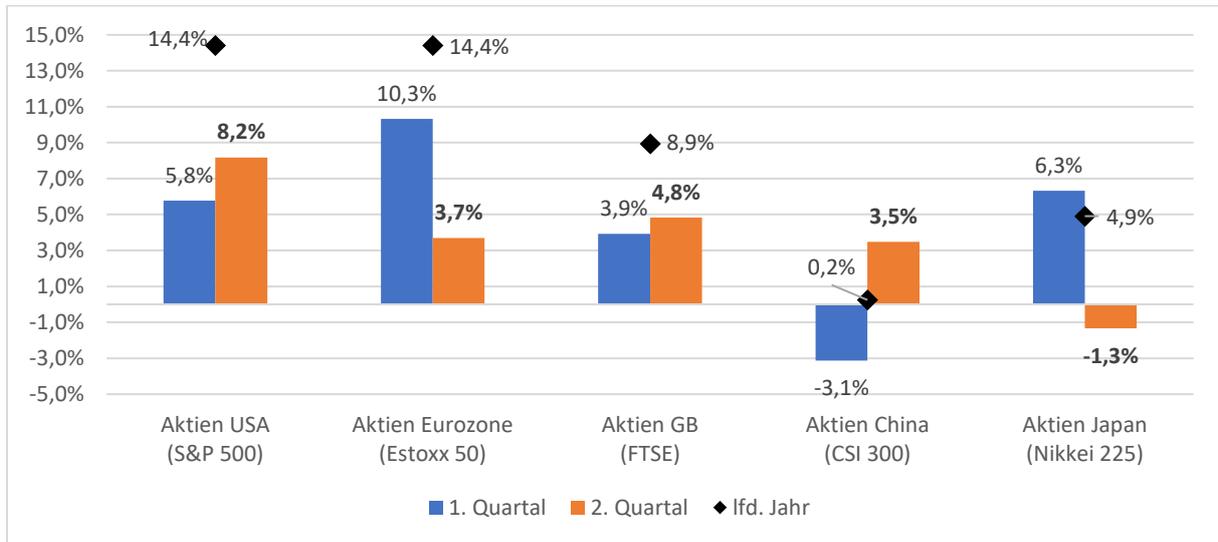
Die Entwicklung im zweiten Quartal verlief für die meisten Anlagen positiv, wenn auch sehr unterschiedlich ausgeprägt. Überwiegend zeigten sich die Investoren in einer risikofreudigen Grundstimmung, die vor allem von nach wie vor extrem freigiebig verteilter Notenbankliquidität, neuen staatlichen Ausgabeprogrammen, aber auch von positiven Wirtschaftsdaten und optimistischen Erwartungen für eine weitere Normalisierung der Wirtschafts- und Lebensverhältnisse getragen wurde. Gründe für kurzfristige Kursrückgänge lieferten immer wieder die mit großer Aufmerksamkeit verfolgten Inflationsdaten, deren Frühindikatoren und die Zweifel an den von vielen als realitätsfern wahrgenommenen Aussagen der Geldpolitiker bei FED und EZB.

Im Aktiensegment gewannen vor allem Branchen, die sowohl von einer konjunkturellen Erholung als auch von einem potentiell höheren Zins- und Inflationsniveau profitieren. Aktien aus dem Energie- und Finanzsektor übernahmen die Führungsrolle vom Langzeit-Börsenfavoriten Technologie.

Anleihen mit hoher Schuldnerbonität (Investment Grade) verloren nicht weiter an Boden, dank der zunächst nicht weiter angestiegenen Zinsen im US-Dollar- und Euroraum. Hochzinsanleihen profitierten von der anhaltenden „Jagd nach Rendite“ und der risikofreudigen Marktstimmung.

Die Preise für Energie und viele Industriemetalle wurden von anhaltenden Lieferengpässen und konjunkturbedingt anziehender Nachfrage getrieben.

## Entwicklung ausgewählter Anlagen und Rohstoffe im zweiten Quartal 2021



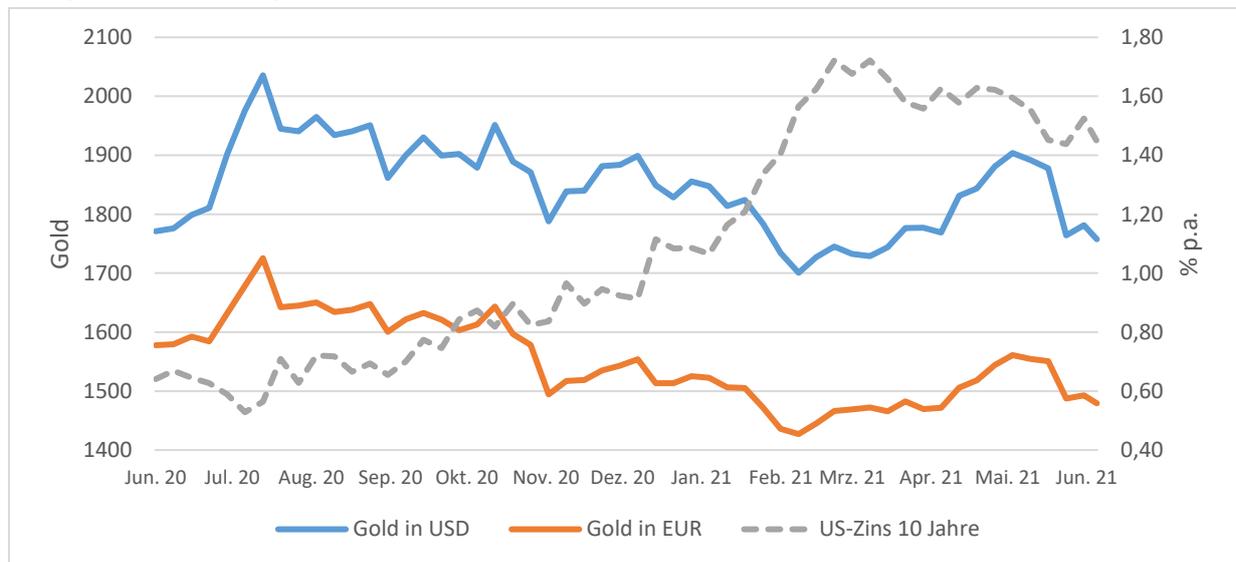
Datenquelle: Bloomberg

### Gold – eine weitere Runde Achterbahnfahren

Der Goldpreis startete das zweite Quartal von einem Niveau um 1.700 USD und erholte sich sehr rasch auf über 1.900 USD pro Feinunze Anfang Juni, um danach wieder auf sein Ausgangsniveau zu fallen.

Dies erscheint angesichts der grassierenden Inflationssorgen auf den ersten Blick etwas widersinnig. Allerdings folgen die Preisbewegungen von Gold kurzfristig oft der Entwicklung der Nominalzinsen, allerdings negativ korreliert. Steigende Zinsen machen eine Anlage in Gold, das keine laufenden Erträge abwirft, unattraktiver. Auch die jüngste US-Dollaraufwertung belastete die Nachfrage nach Gold, weil es sich damit, wie alle Rohstoffe, für Nicht-US-Dollar-Anleger verteuerte.

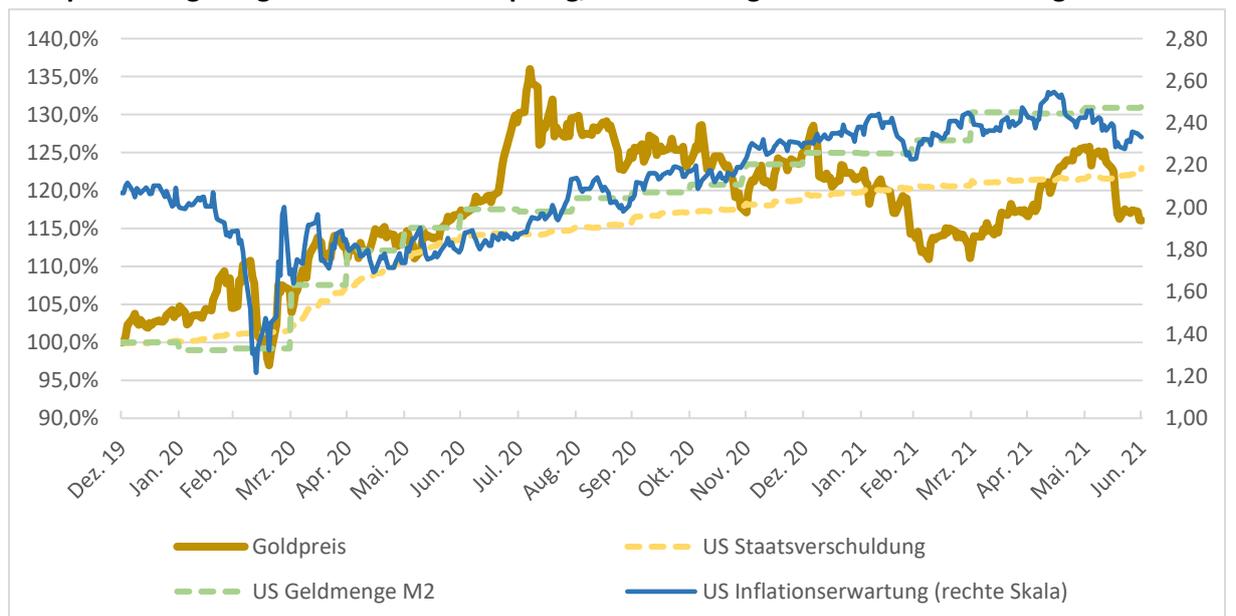
#### Goldpreis – kurzfristig wirksam: Nominalzinsen



Quelle: Bloomberg

Relevanter für unser Ziel des realen Vermögenserhalts sind dagegen langfristige Einflussfaktoren.

#### Goldpreis - langfristig wirksam: Geldschöpfung, Verschuldung und Inflationserwartung



Quelle: Bloomberg

Unsere strategische Sicht geht ganz bewusst über kurzfristige Entwicklungen hinaus, selbst wenn Gold im laufenden Jahr noch keinen Ergebnisbeitrag liefern konnte. Die langfristigen Preistreiber, wie Staatsverschuldung oder Anstieg der Geldmengen weltweit und deren Bedeutung für den zukünftigen realen Wert Ihres Vermögens, sind intakt und für uns weiterhin gute Gründe, an dem signifikanten Gewicht der Goldpositionen festzuhalten.

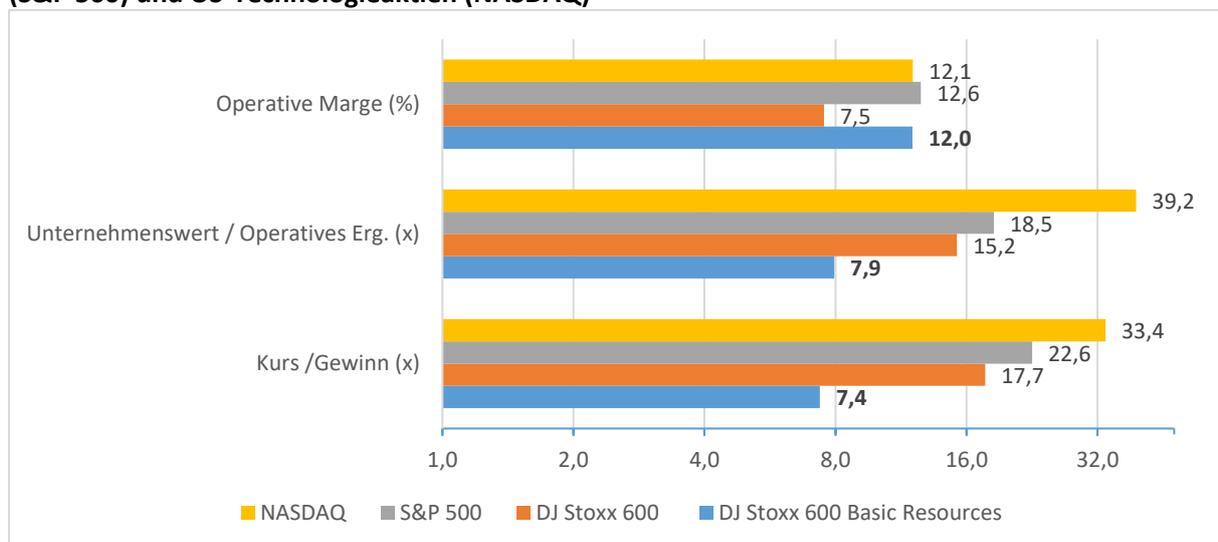
**Themeninvestments – gezielte Nutzung von Zukunftstrends und besonderen Opportunitäten**

Im Rahmen unserer „Themeninvestments“ haben wir im April in einen ETF (Exchange Traded Fund) in Anlehnung an den **DJ Stoxx 600 Basic Resources Index** neu investiert. In diesem Index sind 21 Aktien aus dem europäischen Grundstoffsektor enthalten.

Wir sehen generell bei Rohstoffen, mehr noch aber bei Aktien aus dem Bereich der Rohstoffgewinnung, den Beginn eines neuen längerfristigen Preissteigerungstrends. Neben der gerade stattfindenden dynamischen Konjunkturerholung sorgt auch gesellschaftlicher und politischer Wandel für eine dauerhaft starke Nachfrage nach Rohstoffen. Auch branchenspezifische Gründe sprechen für ein Engagement. Aktuell oft niedrige Lagerbestände, die hohen Kosten und langen Vorlaufzeiten für eine Erhöhung von Förderkapazitäten, aber auch strukturelle Veränderungen wie die notwendige Dekarbonisierung der Wirtschaft, der Trend zu Elektromobilität und erneuerbaren Energien oder die oft dringende Verbesserung von technischer Infrastruktur sind starke Gründe für eine längere Preisanstiegsphase, speziell bei den Industrierohstoffen.

Hinzu kommt, dass aus einer klassisch-wertorientierten Sicht Aktien des Rohstoffsektors signifikant günstigere Bewertungen aufweisen als der Gesamtmarkt oder auch als die langjährigen Börsenlieblinge aus den Bereichen Technologie- oder Onlinehandel. Dies geht auch einher mit einer häufig deutlich geringeren Verschuldung auf Unternehmensebene und damit einem höherem Substanzwert.

**Ausgewählte Bewertungskennziffern auf Basis der Ergebnisschätzungen für 2021:  
DJ Stoxx 600 Basis Resources vs. europäischer Gesamtmarkt (DJ Stoxx 600), US-Gesamtmarkt (S&P 500) und US-Technologieaktien (NASDAQ)**



Quelle: Bloomberg

Eine starke, wenn auch auf 3-Monatssicht per Saldo negative, Dynamik zeigte unser diversifiziertes Investment in **Kryptowährungen**. Der immer noch als Referenz betrachtete Bitcoin erreichte zwar Mitte April noch ein neues Allzeithoch, verlor dann aber bis zum Quartalsende rund die Hälfte seines Kurswertes. Auch wenn solche kurzfristigen Schwankungen zunächst fragwürdig wirken: Seit Jahresbeginn weisen wichtige Kryptowährungen wie Bitcoin (+19%), Ethereum (+202%) oder Polkadot (+123%) sehr hohe Kursgewinne auf.

Bitcoin, die Urform aller digitalen Währungen, wird technologisch zunehmend von anderen Währungskonzepten herausgefordert, gewinnt zugleich aber auch stetig Vertrauen als Zahlungsmittel. So werden beispielsweise in El Salvador Bitcoin ab dem 7. September erstmals den Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels erlangen. Wir verfolgen diese Entwicklung mit großem Interesse, bietet sich doch hier erstmals die Chance, in einem überschaubaren Rahmen Akzeptanz, Verwendungsformen und auch Nutzerverhalten, wie in einem Laborversuch, zu beobachten.

Spekulative Überlegungen spielen bei vielen Akteuren im Markt immer noch eine große Rolle. Im vergangenen Quartal zeigte sich dies unter anderem wieder in der starken Anfälligkeit für verbale Markteingriffe, wie die von Tesla-Chef Elon Musk, die, immer wieder und ungeachtet ihrer offensichtlichen Intentionen, heftige Preisbewegungen bei Bitcoin und anderen Kryptowährungen auslösten.

Auch regulatorische Eingriffe, bis hin zu Verboten, wie z.B. in China, den USA oder Großbritannien, werden zahlreicher. Häufig werden für solche Aktionen offiziell mit Anleger- oder sogar Umweltschutzgründe angeführt. Wahrscheinlicher erscheint uns aber, dass Regierungen und Notenbanken bemüht sind, ihren Einfluss und die Kontrolle auf die umlaufenden Zahlungsmittel und den Kapitalverkehr zu erhalten. Viele Notenbanken bemühen sich selbst bereits intensiv um die Entwicklung eigener digitaler Formen ihrer Währungen. Auf Dauer sollte dies dazu führen, dass exzessive Entwicklungen deutlich gebremst und Preisschwankungen verringert werden, digitales Geld also „erwachsen“ wird.

Wir halten an dem Investment mit Blick auf dessen potentielle Funktion als notenbankunabhängige Währung, aber auch wegen dem sich zunehmend abzeichnenden technologischen Nutzwert, mit einem ausgewogenen Anteil im Portfolio fest. Das Ziel bleibt, an den sehr weitreichenden Entwicklungschancen schon ab einem frühen Stadium zu partizipieren.

### ***Was uns in der nächsten Zeit voraussichtlich beschäftigen wird***

Inmitten einer für die Sommersaison typischen lethargisch-optimistischen Grundstimmung gilt unsere Aufmerksamkeit, unter anderen, den folgenden Themen:

- Nur ein Strohfeuer oder doch ein echter Aufschwung? Ob die derzeit starken Konjunkturdaten, vor allem aus den USA, tatsächlich einen anhaltenden Konjunkturaufschwung darstellen oder ob es sich nur um die Erholung von den pandemiebedingten Wirtschaftseinbrüchen des vergangenen Jahres handelt, ist für uns noch nicht eindeutig erkennbar. Auch ist unklar, ob dieser Aufschwung selbsttragend sein wird oder nur durch generöse fiskalische und geldpolitische Anreize fortgesetzt werden kann. Zumal einige der milliardenschweren Ausgabenpakete zwar schon angekündigt aber eben noch nicht verabschiedet sind. Angesichts oft knapper Mehrheitsverhältnisse, z.B. im US-

Senat, oder langwieriger nationaler Ratifizierungsprozesse (EU!) besteht immer die Gefahr von negativen Überraschungen.

- Hinter allen optimistischen ökonomischen Prognosen lauert immer noch der Vorbehalt eines erneuten Aufflammens des Pandemiegeschehens. Vermehrte Urlaubsreisen und Großveranstaltungen und eine nachlassende Bereitschaft zu präventiven Schutzmaßnahmen begünstigen eine rasche Weiterverbreitung der besonders ansteckenden Delta-Variante des Coronavirus. Im schlechtesten Fall wird dies erneute Beschränkungen auslösen, mit denen zum heutigen Zeitpunkt die Mehrheitsmeinung nicht rechnet.
- In jüngster Zeit ist die chinesische Regierung auffällig oft und mit recht radikalen Mitteln gegen die Expansionsambitionen großer privater chinesischer Unternehmen oder auch direkt gegen deren Gründer vorgegangen. Dies folgte teils als Reaktion auf als systemkritisch aufgefasste Äußerungen, teils ging es darum, politisch unliebsame Abhängigkeiten von ausländischem Kapital oder nicht chinesisch kontrollierten Kapitalmärkten zu verhindern. Auch das bewusste Austesten der Marktreaktionen auf den potentiellen Zahlungsausfall einer staatlich kontrollierten Kreditverwertungsgesellschaft (China Huarong Asset Management, eine sog. „Bad Bank“), für die bislang immer eine implizite Staatsgarantie unterstellt wurde, sorgte bereits für massive Verunsicherung. Die Gefahr liegt darin, dass die chinesische Regierung mit weiteren politisch motivierten Eingriffen eine wachstumsfeindliche Stimmung in der chinesischen Wirtschaft erzeugt, die angesichts der Bedeutung Chinas für die Weltwirtschaft starke negative Wirkung global entfalten würde.

In jedem dieser Themenfelder können Konsensmeinungen rasch umschlagen und wären damit wahrscheinlich in der Lage, die Finanzmärkte aus ihrer sommerlichen Beschaulichkeit zu reißen und für starke Kursbewegungen und möglicherweise auch Trendwechsel zu sorgen. Präzise vorhersagbar sind sie nicht. Trotzdem versuchen wir sie „mitzudenken“.

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

Leider sind nach unserer Erfahrung Finanzmärkte in ihrer Gesamtheit nicht besonders erfolgreich darin, „Brüche“ in bisher gültigen Zusammenhängen frühzeitig zu erkennen. Ereignisse mit einer disruptiven Wirkung zu erkennen erfordert, neben einiger Vorstellungskraft, immer auch eine große Freiheit im Denken. Das fortwährende kritisch-konstruktive Hinterfragen von laufenden Trends und von herrschenden Meinungen liefert uns oft nützliche Impulse, um uns rechtzeitig „von der Herde“ zu entfernen.

Wir haben dieses Antizipieren von denkbaren Veränderungen, mit positiven aber auch negativen Vorzeichen, zum Kern unseres Risikomanagements gemacht. Zusätzlich zu der breiten Streuung von Anlagethemen und Renditequellen fühlen wir uns damit bestens gerüstet, auch der nächsten Schlechtwetterphase an den Finanzmärkten erfolgreich trotzen zu können.

**BPM – Berlin Portfolio Management GmbH**

Juli 2021