



---

**Rückblick und Ausblick**

Drittes Quartal 2023

## Wichtige Entwicklungen im dritten Quartal 2023

### Konjunktur und Inflation

- Stimmungslage und Wirtschaftsdaten USA (positiv) und Eurozone (negativ) differieren – Wachstumserwartungen unter langfristigem Durchschnitt – Der IWF schätzt für 2023 + 1,8 % (USA) und + 0,9 % (Eurozone), bzw. + 1,0 % und + 1,5 % für 2024
- Inflationsrückgang in Q3 – Kerninflation zuletzt +4,3 % (USA) und +5,3 % (Eurozone), deutlich über 2 %-Ziel – Konsumnachfrage trotz höherer Preise widerstandsfähig dank anhaltender Knappheit von Arbeitskräften und steigenden Löhnen
- Kritisch: Inflationserwartungen verfestigen sich zunehmend – nach letzter Schätzung der EZB wird das 2%-Ziel erst 2026 wieder erreicht
- China könnte eigene Zielvorgabe von 5 % Wachstum 2023 verfehlen – „Stimulierungsmaßnahmen“ starten verhalten – Immobilienmarktkrise und Abzug von Auslandskapital setzt sich fort – Länder wie Indien, Indonesien oder Vietnam profitieren von neuem Investoreninteresse

### Geld- und Fiskalpolitik

- Leitzinserhöhungen im 3. Quartal – USA nun mit 5 %-Punkten / Eurozone mit 4,5 %-Punkten Zinsanstieg innerhalb von 1 ½ Jahren – stärkster Anstieg seit Anfang der 1980er-Jahre – bislang herrscht noch viel Unklarheit über Folgen für Realwirtschaft
- Fortschreitender Bilanzabbau bei FED (-10 % vom Hoch) und EZB (-20 %) verringert Kreditvergabe und Liquidität an den Finanzmärkten
- Fiskalpolitik der G7-Staaten weiter „ultraexpansiv“ (Klimaschutz, Verteidigung, Subventionen für neue Chipfabriken oder Industriestrom)
- Japan vor dem Ende der Nullzinspolitik – Zinsanstieg beginnt langsam – höhere Inflation im Inland bei guter Konjunkturlage und Stimmungswandel in der Wirtschaft – japanisches Kapital könnte vermehrt aus dem Ausland zurückgeholt werden

### Politik und Geopolitik

- Preise für Industriemetalle stabilisieren sich nach Rückgang – negative Konjunkturerwartungen eingepreist – Konjunkturstimulierung in China lässt auf Trendwende hoffen – Rohölpreise steigen wegen aggressiver Fördermengenbegrenzung (Russland und Saudi-Arabien)
- USA verlieren bei zweiter Ratingagentur Top-Note „AAA“ – treffend begründet mit hohem Verschuldungsstand, steigenden Zinskosten und zunehmender politischer Handlungsunfähigkeit – erneuter „Government Shutdown“ Ende September nur vorübergehend abgewendet
- G20-Gipfel zeigte globale Spaltung, Blockbildung und das eifrige Werben um strategisch wichtige und rohstoffreiche Schwellenländer

### Anlagemärkte

- Termin für erwartete erste FED-Zinssenkung verschiebt sich weiter – „Höher für länger“-Szenario wurde eingepreist und führte in der zweiten Septemberhälfte besonders wegen stark steigender Langfristzinsen zu Preisrückschlägen bei fast allen Anlageformen
- Konsensschätzungen zukünftiger Unternehmensgewinne für US- und EU-Aktien steigen erstmals seit Mitte 2022 wieder etwas an
- Starker Kontrast zwischen Wachstum in USA, Rezessionsausblick für Europa und Problemen in China führt zu US-Dollar Aufwertung
- Goldpreis fällt – starker US-Dollar und Anstieg der realen Rendite belasten – anhaltende Käufe einiger Notenbanken dämpfen den Preisrückgang (Loslösung der Währungsreserven vom US-Dollar)
- Inflationsgeschützte US-Staatsanleihe bietet mehr als 2 % p.a. realen Vermögenszuwachs für 10 Jahre – so viel wie zuletzt 2009

# Aktien

## Unsanftes Erwachen aus der Sommerruhe

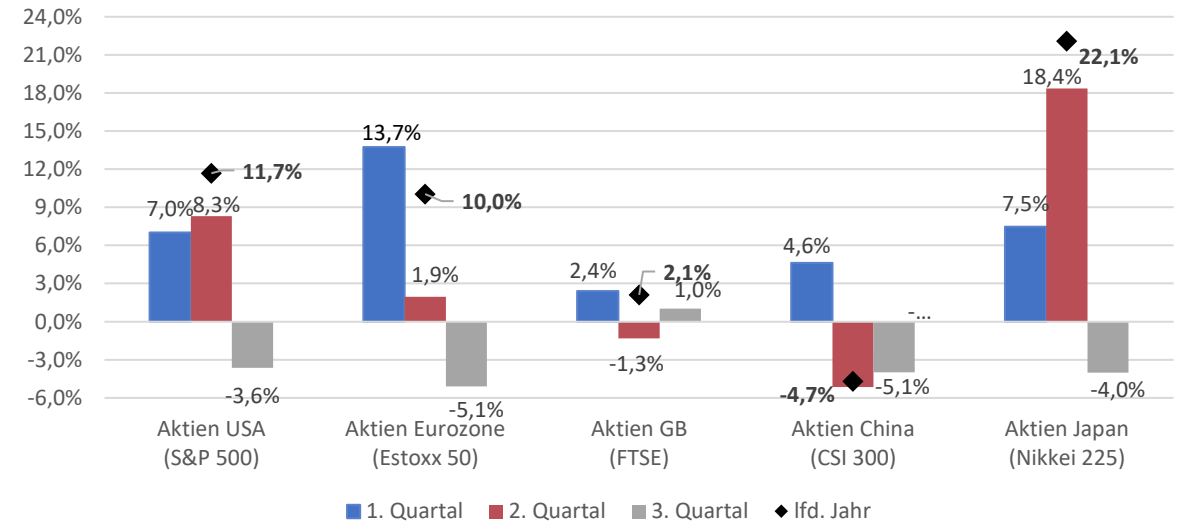
Spätestens nach der FED-Absage schneller Zinssenkungen bescherten aufgeschreckte Aktieninvestoren sich selbst mit mehreren Verkaufswellen kräftige Kursrückgänge. Bei nüchterner Betrachtung hatte dies mit zuvor übertrieben optimistischen Erwartungen und jetzt mit übermäßigem Pessimismus zu tun. Stimmungen sind kurzfristig stärker als Daten.

Aktien des Spezialmetallsektors, die wir als Investment in Elektromobilität und Batterietechnik nutzen, verloren zuletzt überproportional an Wert. Im eher kleinen Marktsegment der Edelmetallminen (alle Gold- und Silberminenaktien machen zusammen nur rd. 1/6 der Marktkapitalisierung von Apple aus), führten die Preisrückgänge der Edelmetalle zu Kursrückgängen der Minenaktien. Diese Entwicklung ist fundamental nur noch schwer nachvollziehbar und steht seit längerem im Kontrast zu der auffallend guten Gewinn- und Bilanzqualität dieser Unternehmen.

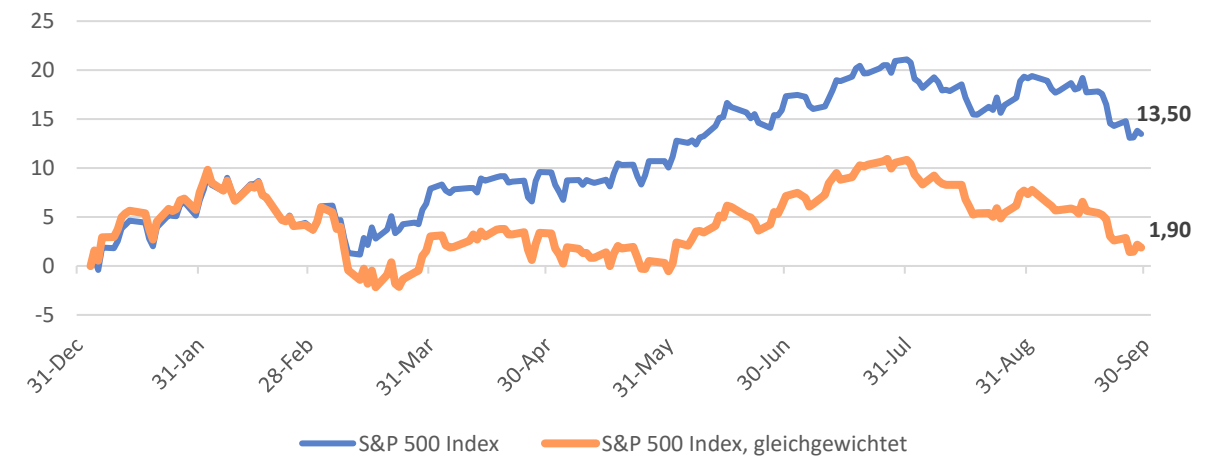
Glaubt man dem populären Marktindex S&P 500, gehören US-Aktien in diesem Jahr zu den Gewinnern. Es lohnt sich aber, wie schon oft, ein Blick hinter die Kulisse - die Entwicklung dominiert eine kleine Gruppe im Index hochgewichteter Einzeltitel. Die TOP-5 Aktien (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia und Alphabet) stehen für rd. 24 % der Marktkapitalisierung des 500 Titel umfassenden Index. **Grafik 2** zeigt die Entwicklung des Index, wenn die Folgen der Übergewichtungen eliminiert und Dividendenzahlungen berücksichtigt werden. Das Ergebnis von dann + 1,9 % in 2023 bzw. - 4,4 % im 3. Quartal zeigt ein realistischeres Bild der Entwicklung von US-Aktien bei einem Vergleich mit den anderen Regionen.

Die Entwicklung der Aktienmärkte im dritten Quartal spiegelt vielfältige geopolitischen Unsicherheiten, verwirrende Wirtschaftsdaten, gesellschaftliche Spaltungstendenzen und die Anstrengungen der Notenbanken, die verzweifelt versuchen, den Geist der Inflation zurück in seine Lampe zu bekommen, wider. Leicht wird dabei übersehen, dass die Entwicklung vieler Unternehmen und die Konsumbereitschaft, gemessen an dem konfuse Umfeld, weiterhin stark ist. Anleihen sind wieder eine echte Konkurrenz für Aktieninvestments. Aktien sind aber, kurzfristigen Schwankungen zum Trotz, als „Sachwerte mit produktivem Charakter“ unverzichtbar.

Grafik 1: Internationale Aktienmärkte – Entwicklung 2023



Grafik 2: US-Aktien nur auf den ersten Blick stark (inkl. Dividenden)



# Anleihen und Zinsen

## Die „Laufzeit“ machte den Unterschied

Mit der für einen Notenbanker ungewöhnlich deutlich formulierten Ankündigung, dass die Leitzinsen in den USA länger auf hohem Niveau zu halten und nötigenfalls auch noch weiter zu erhöhen, hat der FED-Chef die Finanzmärkte unangenehm überrascht. Bis dato rechneten viele mit ersten Zinssenkungen schon Anfang 2024. Die Anpassung führte zu einem regelrechten Ausverkauf bei langlaufenden Anleihen und einem Anstieg der Renditen auf neue Höchststände im aktuellen Zyklus. Steigende Marktzinsen bedeuten bei Anleihen immer fallende Bewertungskurse – dies führt zu der negativen Kursentwicklung im dritten Quartal – wohlgermerkt inklusive der laufenden Zinszahlungen.

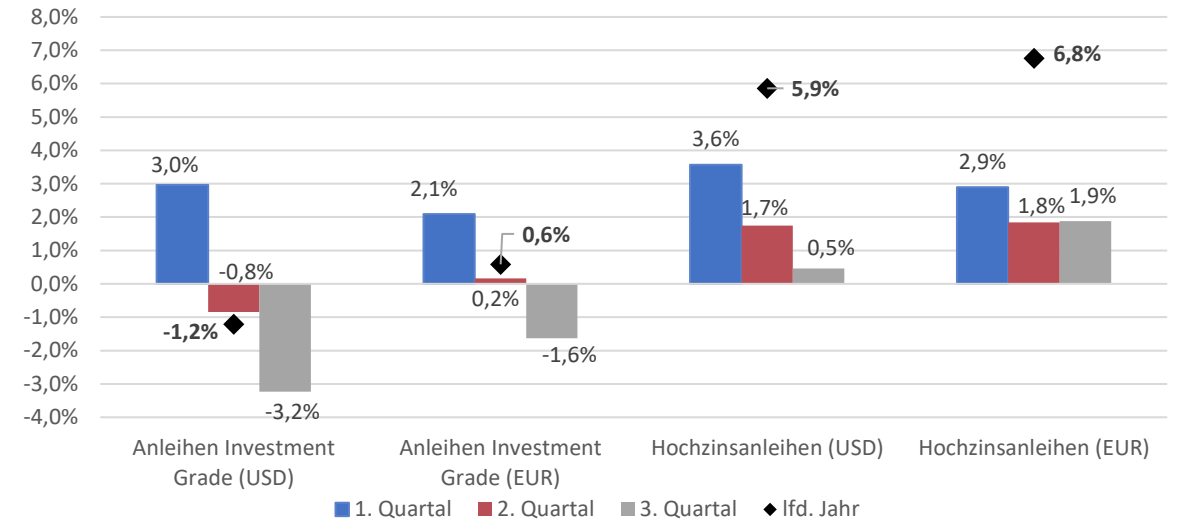
Auch von der Europäischen Zentralbank kamen, neben zwei weiteren Zinserhöhungen, vergleichbare Aussagen. Wir können uns des Eindrucks nicht verwehren, dass die Notenbanken in gemeinsamer Anstrengung die Märkte darauf vorbereiten wollten, dass der „Kampf gegen die Inflation“ länger dauern wird, als ursprünglich erwartet.

**Hochzinsanleihen** (non-Investment Grade) konnten den zinsbedingten Kursabschlägen hohe laufende Zinserträge entgegensetzen und so eine positive Gesamtentwicklung erreichen.

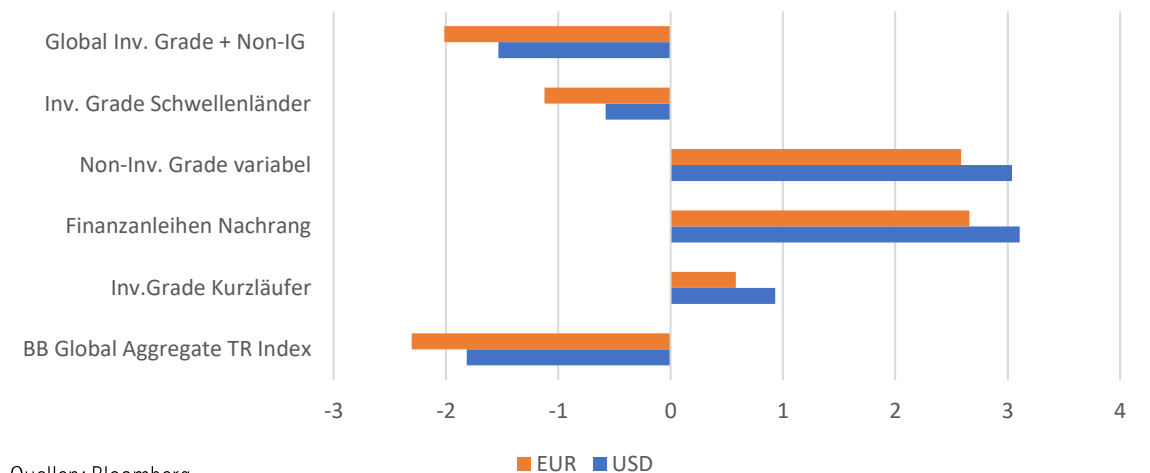
Ein in den Jahren des „stabilen Nullzins“ etwas vernachlässigter Risikofaktor war im letzten Quartal wieder besonders erfolgsentscheidend – die Laufzeit der Anleihen, auch als „Duration“ bezeichnet. Gerade bei dem kräftigen Zinsanstieg der letzten Wochen wurde der Unterschied zwischen „kurz“ und „lang“ deutlich. Aber auch andere Parameter, wie Schuldnerqualität oder regionale Zugehörigkeit, sind bedeutsam. **Grafik 4** zeigt die Ergebnisse wichtiger in BPM-Portfolios verwendeter Anleihestrategien im Vergleich zu einem breit aufgestellten Marktindex (BB Global Aggregate) mit längerer Duration für das letzte Quartal.

Inflationsraten, die wohl derzeit wichtigste Entscheidungsgrundlage für Notenbanken, zeigten im letzten Quartal beiderseits des Atlantiks einen deutlich rückläufigen Trend, auch wenn der Weg bis zum 2%-Ziel möglicherweise noch lang sein wird. Wir glauben aber, dass die Notenbanken die Wirkung der bisherigen Zinssenkungen auf Wirtschaft und Konsumenten jetzt erst bewerten und weitere Zinsanhebungen zunächst vermeiden wollen. Renditepotential bieten weiterhin spezielle Anleihe-segmente. Stabilität und ansehnliche Erträge versprechen Kurzläufer.

Grafik 3: Internationale Anleihemärkte – Entwicklung 2023:



Grafik 4: Ergebnisse und Vergleich wichtiger BPM-Anleihestrategien im dritten Quartal



Quellen: Bloomberg

# Alternative Anlagen

## Hohe Zinsen und unklare Wachstumsaussichten belasten

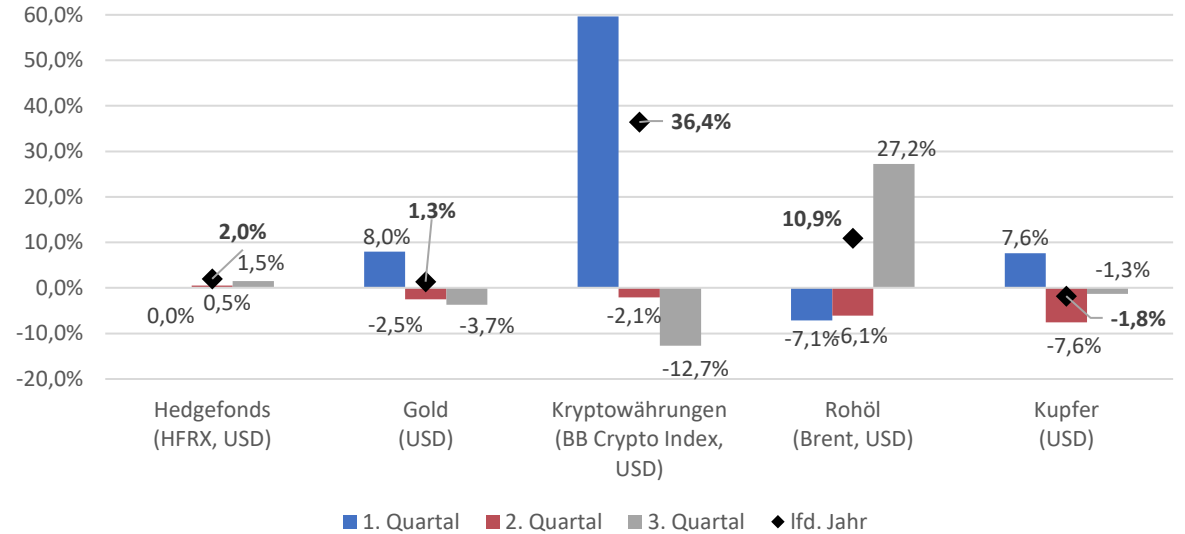
Unter den thematisch sehr diversen Anlagen in der Kategorie „Hedgefonds“ konnten bisher wenige überzeugen. Darunter waren sogenannte „Event Driven“-Strategien, marktneutrale Aktienanlagen im Umfeld von Unternehmensübernahmen. Die von uns genutzte Anlagelösung erreichte in Q3 +3,0 % (EUR) bzw. +3,4 % (USD) und überzeugte als risikoärmeres Investment im Vergleich zum breit diversifizierten Hedgefonds-Index über das laufende Jahr mit +3,6 % bzw. +4,9 %. Die von uns gewählte Anlagelösung für die Vereinnahmung von „Volatilitätsprämien“ erzielte mit +6,5 % (EUR) bzw. +8,2 % (USD) im laufenden Jahr sehr ansprechende Wertentwicklungen, konnte Q3 aber auch lediglich mit einer „Null“ beenden.

Gold setzte im letzten Quartal seinen Preisrückgang vom im April erreichten Hoch über 2.000 USD fort und endete knapp über dem bisherigen Jahrestief bei rd. 1.840 USD. Trotz anhaltend starker Goldkäufe einiger Notenbanken beschleunigten zwei Faktoren den Preisrückgang zuletzt. Zum einen wertete der US-Dollar aufgrund der veränderten Zinsaussichten massiv auf, was den Goldkauf für Nicht-US-Investoren verteuert und die Investmentnachfrage bremst. Zum anderen haben sich die über inflationsgeschützte Anleihen erzielbaren realen Renditen, besonders ab der zweiten Septemberhälfte, massiv erhöht und machen Gold als Inflationsschutz damit weniger attraktiv (Grafik 6).

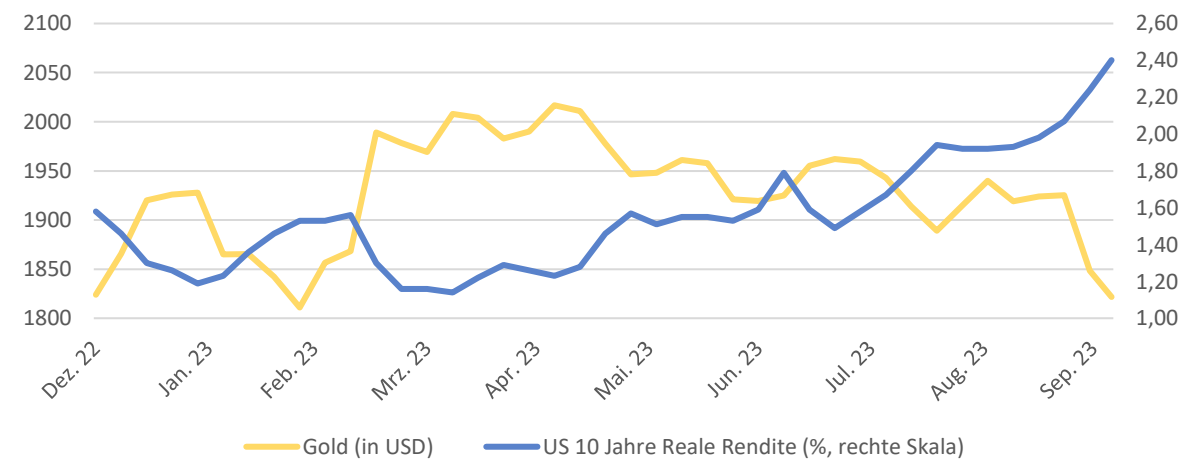
Alternative Anlagen sollen in den von uns gestalteten Portfolios risikoausgleichend wirken und dazu möglichst auch Erträge in Phasen erzielen, in denen herkömmliche Aktien- oder Zinsanlagen unter Druck stehen. Kurzfristige negative Einflüsse, die durch „Marktstress“ entstehen, waren aber auch hier spürbar.

Die jüngsten Preisbewegungen bei Gold enttäuschten. Die Ursachen für die aktuellen Rückgänge sind allerdings Störfaktoren, deren Wirksamkeit normalerweise wenig ausdauernd ist und keinesfalls den langfristigen Sinn und die Nützlichkeit von Gold in einem verantwortungsbewusst diversifizierten Portfolio in Frage stellen.

Grafik 5: Alternative Anlagen – Entwicklung 2023:



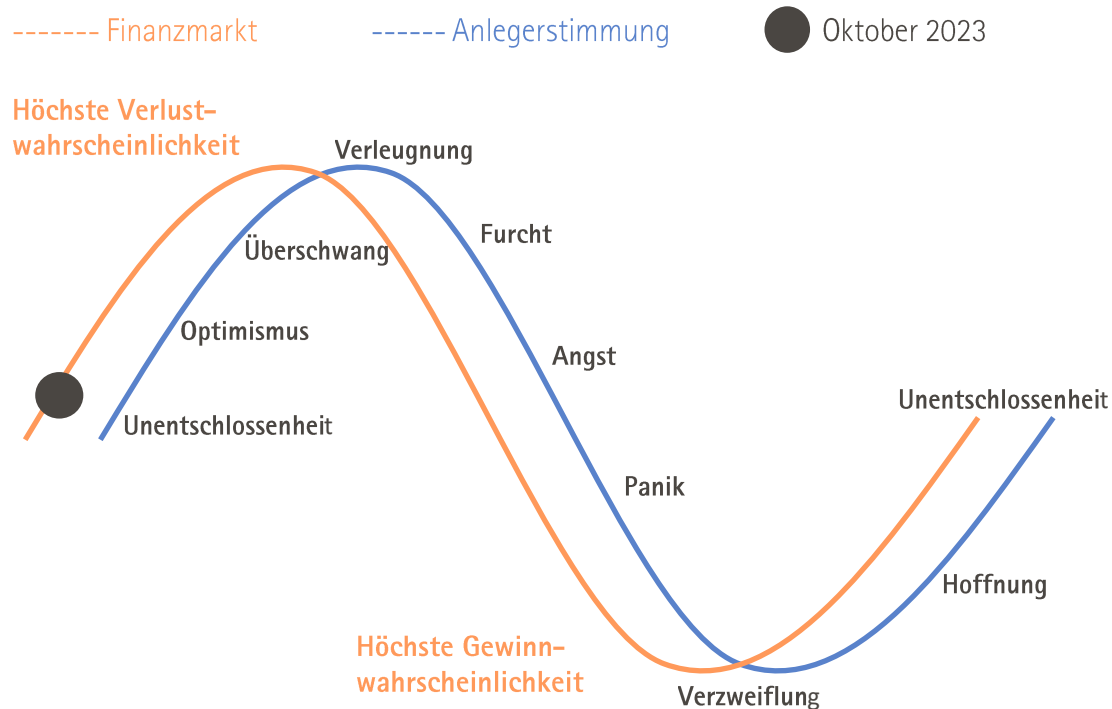
Grafik 6: Aktueller Gegenwind für Gold – steigende reale Renditen



Quelle: Bloomberg

# Wie es weitergehen wird

## Der „emotionale Investmentzyklus“ – Standortbestimmung



Das dritte Quartal war widersprüchlich in Stimmungs- und Datenlage und erzeugte temporäre Wertrückgänge bei fast allen Anlageformen. Die Finanzmärkte litten unter ungewissen Zinssaussichten und saisonal geringer Aktivität. Unter diesen Bedingungen werden Anlageentscheidungen mit langfristig-strategischem Charakter von niemandem gern getroffen. Das vierte Quartal sollte dagegen zunehmend mehr Klarheit über die Entwicklungsrichtungen von Wirtschaft, Zinsen, Preisen und Unternehmensgewinnen im nächsten Jahr bringen.

## Erwartungen und Investmentideen in den Portfolios

Im ersten Quartal 2024 könnte die FED ihre Serie von Leitzinserhöhungen offiziell beenden und die EZB dem mit etwas zeitlichem Abstand folgen. Die an den Finanzmärkten lange verbreitete Hoffnung auf einen schnellen Übergang zu Zinssenkungen teilen wir nicht. Eine akute Konjunkturschwäche, auf die die Notenbanken geldpolitisch reagieren müssten, erwarten wir nicht und eine Rückkehr der Inflationsraten zum 2%-Ziel bedarf weiterer Zeit. Zu bedenken ist auch: Zinssenkungen würden den noch lange nicht abgeschlossenen Bilanzrückbau der Notenbanken konterkarieren.

Höhere Zinsen für einen längeren Zeitraum belasten Konsumenten und Unternehmen und reduzieren die Marktbewertung zukünftiger Unternehmensgewinne (= Aktienkurse). Der notwendige Anpassungsprozess an diese Situation ist nach unserer Wahrnehmung bereits weit fortgeschritten und sollte somit keine großen Überraschungen mehr bringen.

Aktien von Unternehmen mit hoher Finanzstärke, starker Marke und Wettbewerbsposition sowie verlässlichem Ergebniswachstum, sogenanntes „Quality-Growth“, bleiben unsere Favoriten im Aktienteil des Portfolios, abgerundet von Investments in zukünftig relevante Langfristthemen wie z.B. Umwelttechnologie, Spezialmetalle oder dem Gesundheitssektor.

Die Anleiheinvestments weisen in einem typischen ausgewogenen Portfolio Ende September eine Durchschnittsrendite von 7,5 % (in EUR) bzw. über 9 % (in USD) auf. Investment-Grade-Anleihen aus Schwellenländern in Hartwährung, Finanz-Nachrangkapital, Rückversicherungsprämien aber auch Hochzins-Anleihen (Non-IG) ermöglichen solche Renditen. Lange Laufzeiten meiden wir weiterhin und nutzen lieber die inverse Renditekurve mit der höheren Verzinsung von „Kurzläufern“.

Bei der Portfoliogestaltung achten wir auf ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Renditechancen und den möglichen Risiken. Aktienmarktrenditen über dem langjährigen Durchschnitt halten wir angesichts der aktuellen Wachstumsaussicht für unwahrscheinlich. Anleihen dagegen bieten auf Sicht der nächsten Quartale ein attraktives Chance-Risiko-Profil. Es gilt aber auch, sorgfältig zu differenzieren und bei allem Vertrauen auf unser optimistisches Erwartungsszenario Vorsorge für dessen mögliches Nichteintreten zu treffen.

# Rechtliche Hinweise und Kontaktinformationen

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.

Dieses Dokument wurde von der BPM – Berlin Portfolio Management GmbH („BPM“) auf der Basis von historischen Daten und den aktuellen Einschätzungen der BPM zur zukünftigen Marktentwicklung erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die die BPM für zuverlässig hält, welche jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen wurden.

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.

## Kontakt zur BPM

Telefon +49 30 887 10 87 0

E-Mail [info@berlin-pm.com](mailto:info@berlin-pm.com)

Website [www.berlin-pm.com](http://www.berlin-pm.com)

