BPM

Rückblick und Ausblick

Zweites Quartal 2023

Auf einen Blick

Wichtige Entwicklungen im zweiten Quartal 2023	
Konjunktur und Inflation	▪ Konjunkturdaten und Geschäftsklima USA und Eurozone vermitteln derzeit kein eindeutiges Bild (Industrieproduktion „schwach" / Dienstleistungssektor „stark") – Stimmungsindikatoren oft widersprüchlich zur Datenlage ▪ Inflationsanstieg verlangsamt sich – Notenbankziel (2 %) wird aber weiterhin verfehlt (USA 4 % im Mai und EU 5,5 % im Juni) ▪ Angespannte Arbeitsmärkte sorgen für steigende Löhne aber auch robuste Konsumnachfrage ▪ China enttäuscht als „Wachstumslokomotive" – Stimulierungsmaßnahmen und eine Charmeoffensive der chinesischen Regierung zum Befrieden und Anlocken ausländischer Investoren verfangen bisher nicht – Auslandskapital verlässt das Land
Geld- und Fiskalpolitik	▪ EZB mit 4 Zinserhöhungen (+1,5 %-Punkte) im ersten Halbjahr - US-FED legt nach 3 Zinserhöhungen (+0,75 %-Punkte) zunächst Pause ein - Kanada und Australien nehmen Zinserhöhungen nach Pause überraschend wieder auf, Inflationsraten bleiben hoch ▪ Notenbanken intervenieren verbal gegen zunehmend verbreitete Erwartung baldiger Zinssenkungen - Inflationsbekämpfung erfordert weitere Zinserhöhungen (v. a. im Euroraum und Großbritannien) ▪ Rückgewinnung von Vertrauen ist für Notenbanken wichtig – es herrscht Angst, Zinserhöhungen zu früh zu beenden - erhöhte Gefahr für neuen geldpolitischen Fehler (Verstärkung des Konjunkturabschwungs durch „Kreditklemme")
Politik und Geopolitik	▪ Erneute Rettung einer US-Regionalbank (First Republic Bank) – JP Morgan springt auf Wunsch der US-Regierung als Käufer ein ▪ Preise für Industriemetalle, Agrarrohstoffe und Energie fallen teils deutlich unter das Niveau vor Ausbruch des Ukrainekrieges ▪ US-Schuldenobergrenze nach zähen Verhandlungen ausgesetzt - drohende Zahlungsunfähigkeit des amerikanischen Staates knapp vor Fristablauf abgewendet – das grundsätzliche Problem von Höhe und Wachstumsrate der Verschuldung wird erneut vertagt ▪ China erlässt höchst intransparentes Anti-Spionagegesetz, um willkürliche Eingriffe in ausländische Direktinvestitionen zu erleichtern
Anlagemärkte	▪ Finanzmärkte rechneten bis Mai mit erster Leitzinssenkung noch 2023 - unerwartet restriktive Aussagen der Notenbanken deuten auf „höher für länger" hin und lösen Marktturbulenzen aus ▪ Aktienmärkte erwarten eine „sanfte Landung" der Konjunktur – Euphorie um „Künstliche Intelligenz" führte zu Kursprüngen einiger Aktien im Technologiesektor ▪ Anleihemärkte rechnen mit Wirtschaftsabschwung – inverse Renditekurven für EUR und USD senden klare Rezessionssignale ▪ Gold erreichte Anfang Mai noch neuen Jahreshöchststand bevor Zinsangst erneut einen Preisrückgang auslöste ▪ BPM - Portfolios orientieren sich mit ihrer Ausrichtung an den vorsichtigeren Erwartungen der Anleihe- und Rohstoffmärkte

Aktien

Stimmung schlägt Daten und Fakten

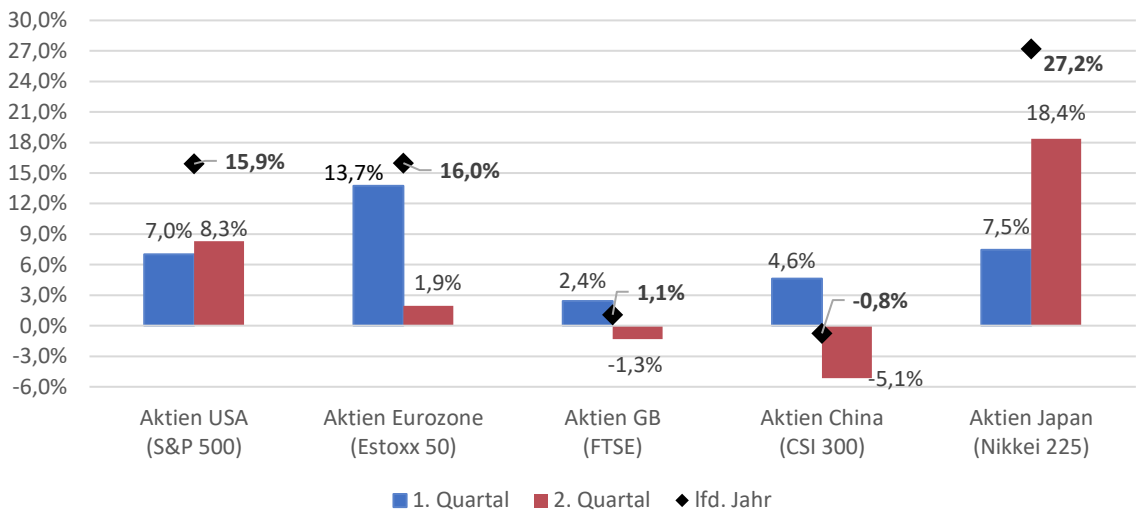
Nachdem die Berichtssaison der Unternehmen zum 1. Quartal insgesamt positiv überraschte, sorgte Ende Mai die erste niederschwellig nutzbare Anwendung mit künstlicher Intelligenz (ChatGPT) im Bewusstsein der breiten Öffentlichkeit für eine Art Goldrausch bei einigen Technologieaktien. Die steigende Aufmerksamkeit sorgte auch bei Schwergewichten aus Technologie- und Konsumbranche für starke Kurszuwächse und zog damit die Indizes nach oben. Es wäre jedoch trügerisch, aus der Indexentwicklung schon auf eine breit angelegte Aktienmarkthausse zu schließen.

Die fünf größten Unternehmen im S&P 500 (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia und Alphabet) erreichen zusammen eine Gewichtung von rd. 24 %. Der starke Kursanstieg dieser fünf Titel überdeckt die weniger spektakuläre Entwicklung der übrigen 495 Titel - der gleichgewichtete Index (S&P 500 Equal weighted) stieg im ersten Halbjahr „nur" um 7 %. Dies sollte beim Vergleich von Marktentwicklungen berücksichtigt werden (**Grafik 1**) und nicht zu der Fehlannahme eines allzu risikofreudigen Marktumfeldes verleiten.

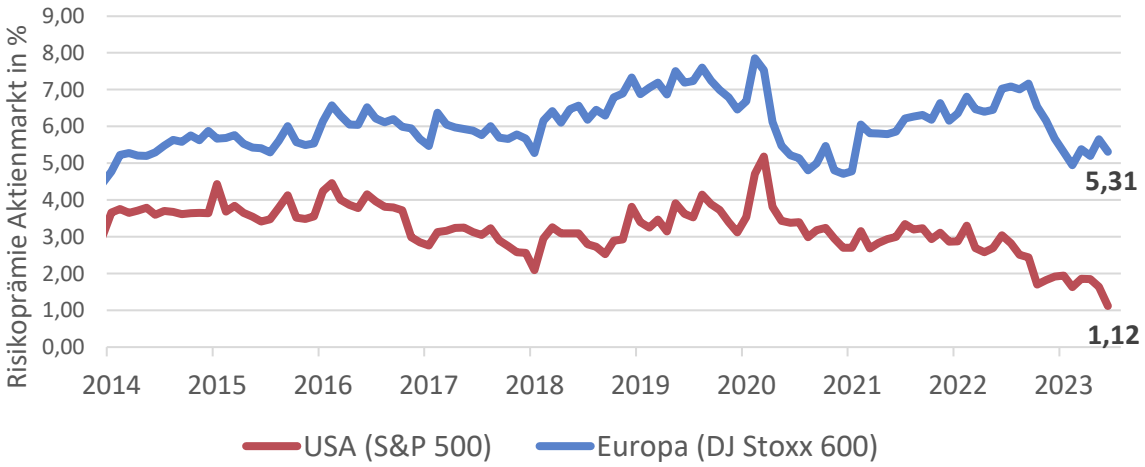
Denn weder aktuelle noch erwartete Konjunkturdaten oder die Schätzungen der kommenden Unternehmensergebnisse lassen Aktien bei dem schon erreichten Zinsniveau besonders attraktiv erscheinen – die heutigen Renditen vieler Anleihen sind eine starke Konkurrenz. Systematisch höhere Risiken von Aktien erfordern im Vergleich zu Anleihen deutlich höhere Renditen. **Grafik 2** zeigt, dass die „Risikoprämie" für US-Aktien mit aktuell 1,2 % (gegenüber 10-jährigen Staatsanleihen) auf tiefem Niveau (durchschnittlich 3,2 % letzte 10 Jahre) und auch deutlich unter der Risikoprämie für vergleichbare europäische Aktien (5,3 %) liegt.

Die Aktienmärkte sind in einer fast euphorischen Grundstimmung, die auf dem erreichten Bewertungsniveau eine bestmögliche Entwicklung des gesamten Umfeldes erfordert. Der Risikopuffer für Enttäuschungen ist entsprechend klein. Dennoch halten wir es für möglich, dass die gute Stimmung ansteckend wirkt und das Momentum die Aktienmärkte zunächst weiter antreibt. Wir bleiben daher unverändert mit neutraler Gewichtung und selektiv investiert.

Grafik 1: Internationale Aktienmärkte – Entwicklung 2023



Grafik 2: Risikoprämie für US-Aktienmarkt historisch niedrig



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung (erwartete Gewinnrendite Aktien – Rendite Staatsanleihen10 Jahre)

Anleihen und Zinsen

Wenn Daten und Fakten zählen

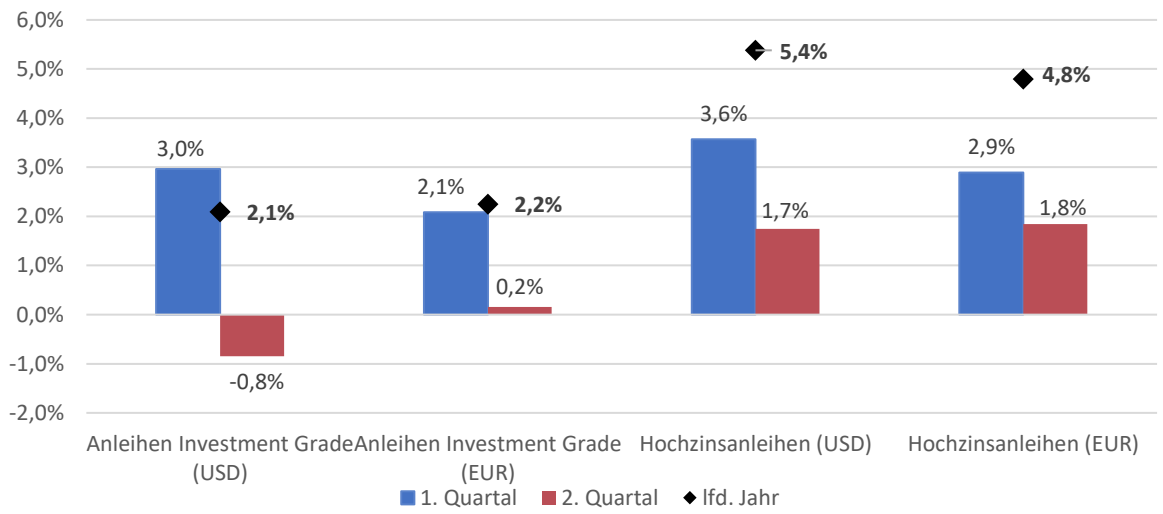
Anleihen lieferten in den ersten 6 Monaten des Jahres gute bis sogar sehr gute Ergebnisse (**Grafik 3**), trotz eines ungebrochenen Trends zu höheren Leitzinsen und insgesamt knapper werdender Notenbankliquidität.

Kaum ein Jahr liegen die ersten Leitzinserhöhungen der großen Notenbanken nun zurück. Sowohl die US-Notenbank FED als auch die EZB haben in dieser Zeit die Leitzinsen von Null auf 5 % bzw. von minus 0,5 % auf 3,5 % in Rekordtempo erhöht, so wie viele andere Notenbanken auch. Mit diesen Zinserhöhungen gelang es bisher die Inflationsraten von den Höchstständen circa zu halbieren. Sie liegen aber mit 4 % (USA) und 5,5 % (EU) immer noch deutlich zu hoch. Die Wachstumsraten der Wirtschaft gingen zeitgleich ebenfalls deutlich zurück und liegen derzeit „nahe Null". Sowohl EZB als auch FED richten ihre Geldpolitik momentan strikt an Wirtschaftsdaten aus, was dazu führt, dass die Finanzmärkte neu veröffentlichte Daten unmittelbar auf Auswirkungen auf die nächste Zinsentscheidung bewerten. Dies sorgt für nervöses Marktgeschehen und für stärkere Ausschläge, so wie im Mai, als US-10-Jahresrenditen in kurzer Zeit um 0,7%-Punkte anstiegen.

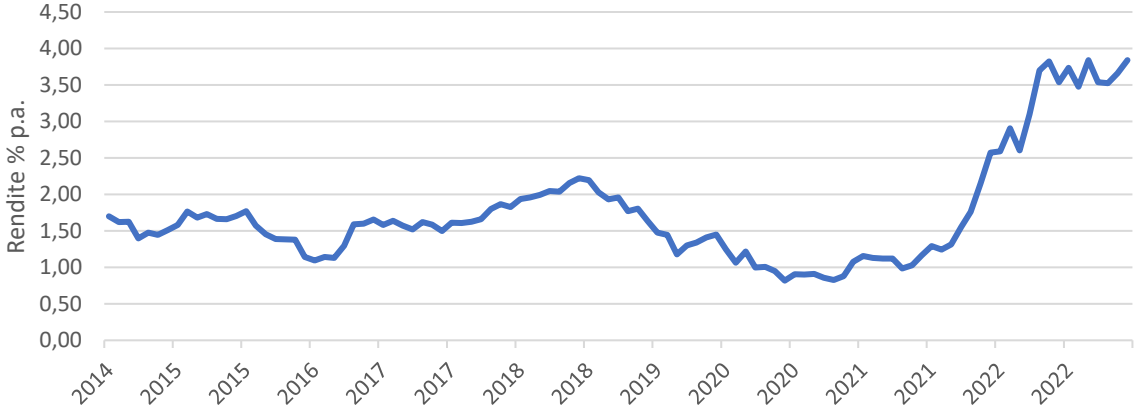
Anleihen ermöglichen in verschiedenen Segmenten wieder hochinteressante Renditen - auch weil der starke Zinsanstieg inzwischen gebremst ist (**Grafik 4**) und sich voraussichtlich immer mehr seinem Höhepunkt im laufenden Zyklus nähert. Ein Ende der Leitzinserhöhungen (wir denken noch nicht an Zinssenkungen) wird dabei helfen, die angespannten Marktverhältnisse zu normalisieren. Die stark inverse Renditekurve, bei der für kürzere Laufzeiten deutlich höhere Renditen als für längere erzielt werden, sollte sich dann im nächsten Schritt über den Renditeanstieg bei längeren Laufzeiten normalisieren.

Große Renditesprünge wie 2022 und damit Kursrückgänge erwarten wir nicht mehr. Das heutige Zinsniveau ermöglicht Anlegern Renditen wie seit vielen Jahren nicht mehr. Besonders attraktive Chance-Risko-Profile bieten kürzere Laufzeiten, ausgewählte Schwellenländer oder auch bestimmte Hochzinsanleihen. Die Wartezeit bis zur „Zinswende" und den dann winkenden Kursgewinnen kann so mit hohen laufenden Erträgen überbrückt werden.

Grafik 3: Internationale Anleihemärkte – Entwicklung 2023:



Grafik 4: Endlich wieder richtige Renditen – globale Investment Grade-Anleihen (USD)



Quellen: Bloomberg

Alternative Anlagen

Alle alternativen Anlageformen in unserer Übersicht (Grafik 5) verzeichneten im zweiten Quartal negative Wertentwicklungen und nur zwei, Gold und Kryptowährungen, konnten im ersten Halbjahr insgesamt gute (Gold +5,2 % in USD, +3,6 % in EUR) bis sehr gute Ergebnisse (Kryptowährungen mit über +50 %) erzielen.

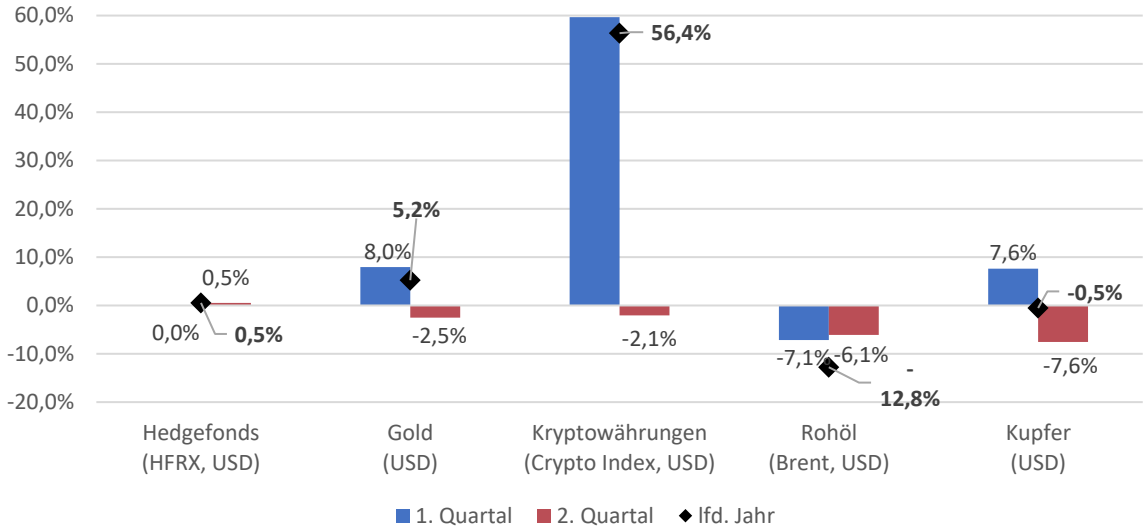
Edelmetalle verzeichneten im 2. Quartal Preisrückgänge. Der Goldpreis erreichte noch am 4. Mai mit 2.062 USD sein bisheriges Jahreshoch, bevor die von den Notenbanken gezielt kommunizierte Aussicht auf längere Zeit höhere Zinsen und der dadurch wieder etwas stärkere US-Dollar eine Preiskorrektur unter die 1.950 USD-Marke auslösten. Seitdem bewegt sich der Goldpreis in einer Bandbreite zwischen 1.900 und 1.940 USD seitwärts. Wir erwarten, dass es im 2. Halbjahr 2023 zu einem neuen Versuch des Durchbruchs durch den bisherigen „Preisdeckel" bei rd. 2.080 USD kommen wird. Unverändert hohe Nachfrage von Notenbanken und privaten Investoren nach Gold als Wertspeicher in Zeiten von Inflation und geopolitischem Stress stützt den Preis.

Das Ergebnis des Hedgefonds-Index zeigt nur ein undifferenziertes Bild. So erreichten die in BPM-Portfolios verwendeten Strategien um Optionsprämien (+8,2 % in USD/ +7 % in EUR) oder auch Rückversicherungsprämien (+8,3 % in USD / +7% in EUR) im ersten Halbjahr deutlich bessere Ergebnisse als der Hedgefonds-Index.

Die Preise für Energie und Industrierohstoffe (z.B. Kupfer) gingen im letzten Quartal deutlich zurück. Konjunktursorgen wegen der weltweiten Schwäche im verarbeitenden Gewerbe lösten einen Nachfragerückgang aus. Dieser wurde verstärkt durch Signale, dass der nach dem Ende von „Zero Covid" erhoffte chinesische Konjunkturaufschwung voraussichtlich flach und kurzlebig ausfallen wird.

Die Preisentwicklung von Gold wird oft von der Zinsentwicklung begünstigt oder gestört. Der Auslöser für die aktuell wieder vorherrschende Erwartung steigender Zinsen, die hartnäckige Inflationsentwicklung, ist andererseits ein entscheidender langfristiger Werttreiber und Kaufgrund für Gold.
Ebenso wie Kryptowährungen oder bestimmte Rohstoffe dienen diese Alternativen Anlagen damit auch der Sicherung des (realen) Portfoliowertes und damit dem langfristigen Vermögensschutz.

Grafik 5: Alternative Anlagen – Entwicklung 2023:



Grafik 6: Goldpreis (in US-Dollar) - Schwung holen für den Durchbruch

Quelle: Bloomberg

Wie es weiter gehen wird

Der „emotionale Investmentzyklus" - Standortbestimmung

Weiterhin belasten ungewöhnlich viele Unsicherheitsfaktoren die Finanzmärkte. Anhaltende Konflikte wie z. B. der Ukraine-Russland-Krieg oder der Handelskrieg zwischen den USA und China könnten jederzeit mit schwerwiegenden Folgen eskalieren. Hinzu kommt eine ziemlich konfuse Wirtschaftslage, die eigentlich schon eine Rezession sein müsste, sich aber weder von den Daten noch von der Stimmung her danach anfühlt und die Notenbanken vor kaum lösbare Aufgaben stellt.

Erwartungen und Investmentideen in den Portfolios

Wie schon oft gelingt es den Finanzmärkten nach einiger Zeit die Unsicherheit zu überwinden und neue Gegebenheiten nach der Gewöhnungsphase als Normalität zu betrachten. Zumindest so lange, bis neue Schocks auftreten.

Unter dieser Annahme bestehen gute Aussichten auf ein positiv verlaufendes zweites Halbjahr.

Daher folgen wir weiter dem sich zögerlich entwickelnden Aufwärtstrend vieler Aktienmärkte. Wir fokussieren die Portfolios auf ertragsstarke Qualitätstitel und berücksichtigen bei der Auswahl der Anlageregionen die großen Bewertungsunterschiede.

Der Anleiheteil in den BPM – Portfolios profitiert heute schon von den stark gestiegenen Verzinsungen. Die Durchschnittsrendite im typischen ausgewogenen Risikoprofil eines BPM – Portfolios lag Ende Juni bereits bei 7,5 % (in EUR) bzw. bei über 9 % (in USD). Die Leitzinsen werden im zweiten Halbjahr noch etwas steigen und danach voraussichtlich länger auf einem erhöhten Niveau bleiben. Daher bevorzugen wir Anleihen mit kürzeren Laufzeiten, auch weil die inverse Renditekurve die höheren Risiken längerer Laufzeiten derzeit nicht entschädigt.

Ein globaler Konjunkturabschwung, den zum jetzigen Zeitpunkt niemand ausschließen sollte, wäre für Anleihe- und Edelmetallinvestoren ein positives Szenario, da die ersehnte „Zinswende" der Notenbanken deutlich realistischer würde. Aktien dagegen sollten unter einbrechenden Unternehmensgewinnen leiden und die Kurse aufgrund der aktuell hohen Bewertungsfaktoren unter Druck geraten.

Neben ihrer wiedergewonnenen Funktion als „Renditegenerator" wirken Anleihen in den Portfolios daher auch als wichtiger Stabilisator in weiterhin unruhigen Zeiten.

Die von der BPM gestalteten Portfolios streben immer eine optimale Kombination verschiedener Renditequellen und die Begrenzung von Risiken durch breite Streuung an. Neue Renditequellen zu finden und zu erschließen, sei es im wieder erwachten Anleihemarkt oder bei aussichtsreichen alternativen Strategien, treibt uns gerade voran. Echte Chancen suchen und sich dabei nicht von Marktlaunen irritieren oder kurzlebigen, oft inhaltsarmen Trends nachzulaufen, sehen wir als unsere Aufgabe an.

Interessante Fragen, die uns gestellt wurden…

Werden japanische Aktien die neuen Superstars am Börsenhimmel?

Als der legendäre Value-Investor Warren Buffett vor knapp 3 Jahren Aktien von fünf typisch-japanischen Handelskonglomeraten erwarb, löste dies noch vielfach Kopfschütteln aus. Heute bewundern die Kopfschüttler von damals den Instinkt des Altmeisters.

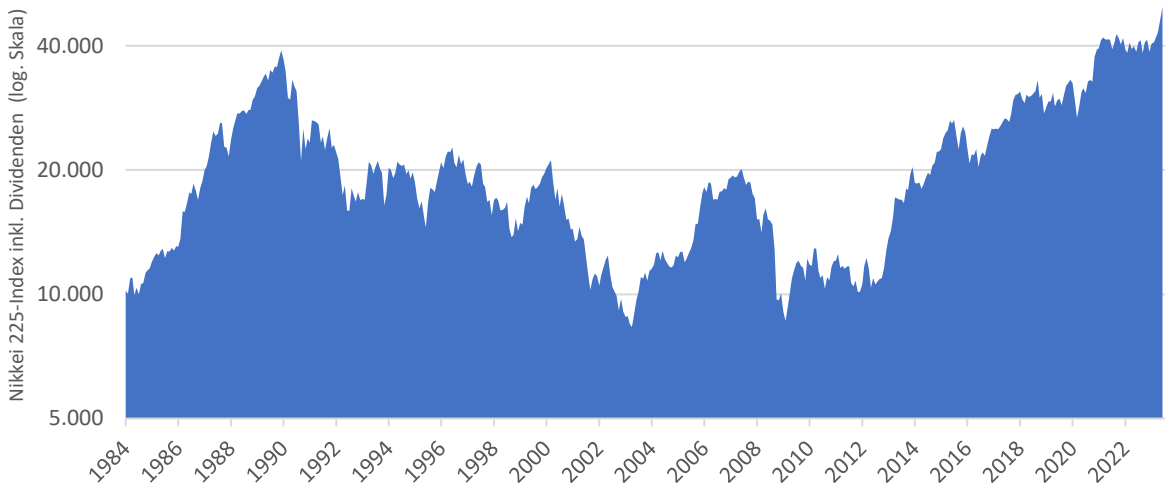
Nach noch unauffälligem erstem Quartal begann im April ein „Run" auf japanische Aktien. Der Nikkei 225-Index legte dabei in 4 Wochen rund 20 % zu, was in der fast zeitgleichen Erregung um „Künstliche Intelligenz" etwas unterging. Jetzt also noch einsteigen?

Japanische Aktien haben seit dem Platzen der großen Spekulationsblase Ende der 1980er-Jahre öfter Kurssprünge vollführt, die aber keinen dauerhaften Trend einleiteten (**Grafik 7**). Dafür, dass es dieses Mal anders sein könnte, sprechen:

- Die Regierung „ermuntert" private und institutionelle Anleger Geld in japanische Aktien anzulegen, um die zur Altersvorsorge dringend benötigten Renditen zu erzielen. Seit Jahrzehnten fehlende Zinserträge führen dazu, dass das Wachstum von Japans Kapitalstock im globalen Vergleich weit abgeschlagen ist.
- Japanische Unternehmen wandeln sich derzeit stark, bauen überkommene Strukturen um und werben aktiv um internationale Anleger. Hohe Dividenden oder Rückkäufe eigener Aktien waren lange unüblich. Die Dividendenrendite ist jedoch inzwischen oft höher als bei US-Aktien.
- Im Vergleich zu Nordamerika oder Europa steht Japans Wirtschaft derzeit besser da. Inflationsraten unter 3 % werden nach der langen Deflationsgefahr eher als Zeichen von Gesundung und Aufbruch betrachtet.
- Japans Notenbank betreibt weiter eine ultralockere Geldpolitik. Das tiefste Zinsniveau weltweit macht Kreditaufnahmen in Yen für spekulative Investoren (auch zum Kauf japanischer Aktien…) interessant.

Demgegenüber stehen ähnliche strukturelle Probleme wie in westlichen Ländern, deren Auswirkungen in Japan aber oft bereits viel spürbarer sind (z.B. stark alternde Bevölkerung, Arbeitskräftemangel, Abhängigkeit von Energie- und Rohstoffimporten). Hinzu kommt die weltrekordverdächtig hohe Staatsverschuldung, die Gestaltungsspielraum einschränkt und zu einer extrem lockeren und verzerrenden Geldpolitik kaum eine Alternative lässt, da höhere Zinslasten den Schuldenberg zum Einsturz bringen könnten.

Grafik 7: Aktien Japan – inklusive Dividenden nach über 30 Jahren wieder „im Plus"



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Für Langzeitanleger wirkt Japan eher abschreckend, vor allem wenn man die latente Schwäche des Yen gegen Euro oder US-Dollar berücksichtigt. Besondere Chancen werden wohl erst entstehen, wenn durch ernsthafte Veränderungen in Japan Bewertungsabschläge „ausgepreist" werden. Die aktuell stark überkaufte Marktsituation mit Extremwerten, die zuletzt 2013 gemessen wurden, raten zur Vorsicht. Sie werden auch hervorgerufen durch starke Kapitalzuflüsse von „flüchtenden" China-Investoren, die weiter in Asien investieren müssen.

Es spricht etwas dafür, dass die gefühlt endlose Stagnationsphase Japans zu Ende geht. Das veränderte Verhalten der Unternehmen und die Forcierung von inländischen Aktienkäufen sind ein guter Anfang. Das höchst prekäre monetäre Umfeld aus extremer Verschuldung und einer zu Niedrigzinsen gezwungenen Geldpolitik, lassen uns an einem anhaltenden Aufwärtstrend noch zweifeln. Die aktuell stark überkaufte Situation des Marktes und anhaltende Verluste des Yen gegen US-Dollar oder Euro (über 12 % in 1 Jahr) lassen das Hinterherlaufen noch nicht als gute Idee erscheinen.

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 Finanz-produkten 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
Website	www.berlin-pm.com