

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

Ambivalenzen

Perspektiven

Juli 2023



AMBIVALENZEN

Das abgelaufene Halbjahr bot viel Futter für die Märkte: Drei Zinserhöhungen der amerikanischen und vier Leitzinsanhebungen der europäischen Notenbank, anhaltend bei über fünf Prozent stagnierende Kerninflationen, drei Bankpleiten in den USA, dazu die Fast-Pleite der Credit Suisse und eine in letzter Minute abgewendete Zahlungsunfähigkeit des US-amerikanischen Staates. Vor diesem Hintergrund wäre Saure-Gurken-Zeit an den Börsen eine naheliegende Erwartung gewesen.

In unserem Bericht zum Jahresende 2022 hatten wir formuliert, der Zins bliebe das Maß aller Dinge. Vor dem Hintergrund der zu erwartenden Fortsetzung des steilsten Zinsanstiegs seit der Weltwirtschaftskrise waren wir skeptisch, was die Performance von Aktien im ersten Halbjahr dieses Jahres betraf. Im Rückblick ist festzuhalten, dass die weiter steigenden Zinsen zwar die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Konsumenten verschlechtert, gleichwohl aber die Börsen völlig unbeeindruckt gelassen haben. Ausgerechnet der Technologie-sektor – naturgemäß wegen der verzögerten Gewinnkurve besonders zinsreagibel – legte im ersten Halbjahr eine rasante Beschleunigung vor, die viele überrascht hat. Es hatte den Anschein, als erwarte der Markt mit jeder Zinsanhebung umso eher das Erreichen des Gipfels und sähe bereits die dahinter liegende Phase wieder fallender Raten. So entwickelte sich der MSCI World um knapp 9 % (in USD), während der DAX zwischenzeitlich fast unbemerkt ein neues historisches Hoch erklimmte, aber nicht halten konnte und derzeit ca. 12 % über Jahresbeginn notiert.

EIN MILDER WINTER MIT LIQUIDITÄTSÜBERSCHUSS

Die Wintermonate waren in Europa überraschend warm und feucht, was dazu führte, dass die noch zu Jahresbeginn zu befürchtende Gasmangellage nicht eintrat. In

diesem Zusammenhang korrigierten bereits im Winter die Energiepreise (Öl, Gas, Strom) deutlich nach unten und entzogen den Inflationserwartungen Nahrung. Im zeitlichen Zusammenhang hatten die Notenbanken von Kanada und Australien die Zinsen ein letztes Mal angehoben und weitere Schritte nicht mehr in Aussicht gestellt. Die Märkte sahen darin eine Blaupause für die übrigen Notenbanken und antizipierten ein unvermutet schnelles Ende der Zinssteigerungen. Aufgrund der schließlich auch in China entfallenen Corona-Schutzmaßnahmen und dem sich abzeichnenden Lückenschluss in den globalen Lieferketten ließ sich zudem die Erwartung einer gewissen Stützung der Weltkonjunktur ableiten. Aktuell steht dem Lager der Konjunkturoptionen, die vor einer unmittelbar bevorstehenden Rezession warnen, eine ungefähr gleichgroße Gruppe derer gegenüber, die solche Sorgen für übertrieben halten und als von der Zeit längst überholt betrachten.

Abgesehen von der sich verbessernden Stimmung war ein technischer Aspekt von nicht unerheblicher Bedeutung für die stabile Verfassung an den Aktien- und Anleihemärkten im 1. Halbjahr: Zwar hatten die Maßnahmen der amerikanischen Notenbank eine Straffung der Geldversorgung zum Ziel; sie wurden jedoch durch andere Entwicklungen konterkariert. Der Druck steigender Zinsen und fallender Bewertungen auf bestehende Finanzanlagen kochte im März hoch und ließ drei amerikanische Banken insolvent werden. Auch die Credit Suisse

geriet unter die Räder und lediglich der behördlich administrierte Aufkauf seitens der UBS verhinderte Schlimmeres. Um aufkeimendes Misstrauen in die Finanzstabilität sofort zu ersticken, stellte die US-Notenbank den Finanzmärkten bereits in der ersten Krisenwoche Liquidität in Höhe von 300 Mrd. USD als Kredite und Direktzahlungen zur Verfügung. (Zum Vergleich: Vor 15 Jahren summierten sich alle Hilfen in Bezug auf die

**Viel Liquidität
begünstigte die
Märkte im 1. Halbjahr**

Pleite von Lehman Brothers über 6 Monate auf 600 Mrd. USD.) Hinzu kam, dass im Streit um die Anhebung der

Schuldenobergrenze das US-Schatzamt keine neuen Kredite aufnehmen durfte, sondern im Gegenteil seine Überschüsse um ca. 800 Mrd. USD abgebaut hat, um notwendige Ausgaben zu finanzieren. Zusammengenommen kamen so 1,1 Billionen USD frisches Geld in die Volkswirtschaft. Auch die japanische Notenbank erzeugte durch ihre Anleihen-Stützungsstrategie zusätzliche Liquidität im Weltfinanzsystem. Diese Geldströme dürften ein kurstreibender Faktor für die Aktien- und Rentenmärkte gewesen sein.

MARKTSTIMMUNG BESSER ALS DIE LAGE?

Die Inflation und daraus abgeleitet das erwartete Zinsniveau werden voraussichtlich weiterhin richtungsentscheidend sein. Insbesondere die Kerninflation (ohne die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise) bleibt auffallend hoch (USA/EU um 5 %, Großbritannien 7 %) und übersteigt in den meisten Fällen die allgemeine Preissteigerungsrate. Auf sie legen die Notenbanker das Hauptaugenmerk für Entscheidungen zur Zins- und Geldpolitik. Jerome Powell wie auch Christine Lagarde sind sich in der Zielformulierung einig. Lagarde: "Die Inflation hat sich verringert, sie wird den Projektionen zufolge jedoch zu lange zu hoch bleiben." Isabel Schnabel (ebenfalls EZB-Rätin) warnt vor einer Profit-Lohn-Preis-Spirale, denn nach Beobachtungen der EZB hätten die Unternehmen ihre Preise schon im ersten Schub deutlich über die

Inflation hinaus angehoben, als lediglich Rohstoffe teurer wurden, Löhne und Gehälter aber noch gar keine Regung zeigten. Nun steigen die Lohnstückkosten in der Eurozone über die Kerninflation hinaus (Q1/23: +5,8 % nach +5,0 % in Q4/22) und die Frage sei, ob die Unternehmen – wo sie die Preissetzungsmacht haben – nachziehen und ihre Gewinnmargen weiter ausdehnen werden. Thesen dieser Art münden in die Auskunft von Frau Lagarde, der EZB-Rat hätte noch gar nicht begonnen, über eine Pause beim Hochziehen der Zinsen nachzudenken. US-Notenbanker Powell formuliert unterstützend: "Wir wollen erst sehen, dass die Kerninflation entscheidend sinkt. Erst dann ist die Arbeit getan." und projiziert in diesem Zusammenhang einen geplanten Anstieg der Arbeitslosenrate auf mindestens 4,1 % (derzeit 3,7 %). Jüngst stieg die Arbeitslosenrate

**Notenbanken mit
Zinssteigerungen noch
nicht am Ende**

leicht, aber genauso die Anzahl offener Stellen. Angesichts des derzeitigen Arbeitskräftemangels wird man die Wirtschaft in hohem Maße beeinträchtigen (müssen), um den Spätindikator Arbeitsmarkt auf diese Ziellinie zu lenken.

KONJUNKTURRISIKEN SIND NICHT VOM TISCH

Dagegen scheinen die Aktienmärkte sowohl auf bald fallende Zinsen als auch auf eine unmittelbar bevorstehende Konjunkturerholung zu setzen. Die Fakten sprechen derzeit eher gegen beides und auch die Analysten schätzen deutlich vorsichtiger. Europa musste bereits in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen ohne Wachstum auskommen. Wenngleich die Konjunktur in den USA sich vergleichsweise robust zeigt (Q1 1,3 %, Q2 erwartet 2,0 %), differenzieren sich dort wie auch hier die am Wachstum Beteiligten sehr deutlich aus. Der Dienstleistungssektor wächst sehr stark und saugt die Arbeitskräfte vom Markt. Im Industriesektor allerdings ist "Lieferkette" schon länger kein Angstbegriff mehr, weswegen – auch angesichts des aktuell erhöhten Preisniveaus – die Kunden derzeit eher ihre während der Pandemie aufgestockten Läger räumen, als neu zu bestellen. Die Kreditkonditionen tun ein

Übriges, um die Investitionstätigkeit zu bremsen. Ein Argument der Konjunkturskeptiker ist, dass die gestiegenen Zinsen sich erst "durch die Wirtschaft fressen" müssten, bis sie ihre volle Wirkung entfalteteten. In der Tat ist rückwärtig festzustellen, dass es jeweils 6 - 18 Monate gedauert hat, bis nach Zinserhöhungen das konjunkturelle Tal durchschritten wurde. Die Frühindikatoren verharren derzeit im negativen Bereich: Nach dem steilsten Zinsanstieg in der Wirtschaftsgeschichte bleiben die Renditestrukturkurven stark invers (ein in der Vergangenheit sehr zuverlässiger Rezessionsindikator), die Frachtraten sind rückläufig, die Stimmung in der Industrie sowieso und die Lagerbestände sind längst nicht auf Normalmaß zurückgeführt.

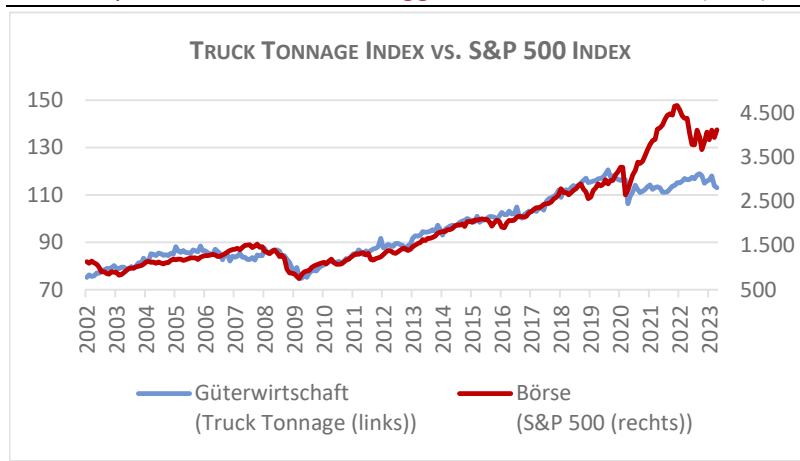
Zinsänderungen wirken mit erheblicher Verzögerung auf die Konjunktur

stark wachsenden, jungen, qualifizierten und zunehmend einkommensstärkeren Bevölkerung. Im Übrigen wachse aber auch der bilaterale Geschäfts- und Warenverkehr südostasiatischer Länder unter Auslassung von China. Aber auch Japan profitiert augenscheinlich im besonderen Maße vom wachsenden Inner-Asien-Handel, was auch der dortige Aktienmarkt widerspiegelt.

VORZEICHENWECHSEL?

Für das zweite Halbjahr zeichnet sich an den Märkten nun eine Umkehr von Faktoren ab, welche die Preisbildung im 1. Halbjahr begünstigt haben. Das US-Schatzamt plant nach dem Aussetzen der Schuldenobergrenze bis nach den nächsten Präsidentschaftswahlen nun die Emission neuer Staatsanleihen und dürfte den Märkten damit kurzfristig schätzungsweise gut 400 Mrd. USD entziehen. Zusätzlich setzt das

Börsenoptimismus mit Vorlauf ggü. der Realwirtschaft (USA)



Quelle: FED, S&P

Auch in China kommt das Binnenwachstum nicht in Gang und ein im Mai saisonbereinigt um 8% geringerer Ölverbrauch als im Vorjahr lässt keine Prosperität erkennen. Die Ex-/Importtätigkeit ist anhaltend rückläufig und die Arbeitslosigkeit nimmt zu; 15 Mio. Uni-Absolventen sind derzeit ohne Job. Ein erhoffter Wachstumsimpuls aus China könnte sich auf der Zeitachse nach rechts verschieben. Gleichwohl sieht der IWF die Region Südostasien in Summe als sehr wachstumsstark an und erwartet dort im Durchschnitt einen Zuwachs für 2023 um 5%. Ursächlich sei im Wesentlichen Indien mit einer

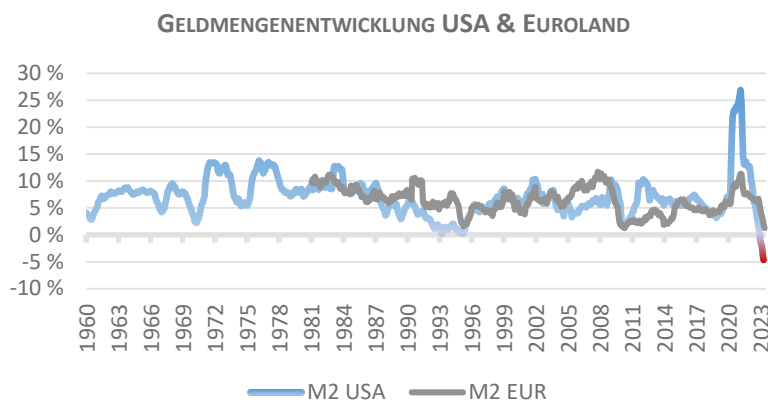
FED seine Bilanzverkürzung um monatlich 95 Mrd. USD fort. Die EZB wird ab Juli 2023 fällig werdende Staatsanleihen aus einem früheren Förderprogramm (APP) nicht prolongieren und so dem Markt monatlich ca. 15 Mrd. Euro entziehen. Zudem sind Kontraktionen der dem privaten Sektor zur Verfügung stehenden Geldmengen zu beobachten. Üblicherweise wächst dieses Aggregat zuverlässig Jahr um Jahr. Es wird von der Inflation getragen und sollte mit dem Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nach-

frage in Einklang stehen. Im Euroraum wächst die Geldmenge trotz hoher Inflationsraten derzeit nahezu nicht und dass sie in den USA sogar länger als ein Quartal rückläufig ist, geschieht seit den 30er Jahren des vergangenen Jahrhunderts zum ersten Mal. Aus der Historie lässt sich keine Erwartung ableiten, wie diese Entwicklung sich auf die Kapitalmärkte auswirken wird. Sie stellt jedoch vermutlich keine Unterstützung dar.

Vielmehr erwächst Konkurrenz für den Aktienmarkt aus den weiter steigenden Zinsen.

Sie lassen Aktieninvestments prinzipiell unattraktiver erscheinen, weil auch mit weniger Risiko eine nun wieder messbare Rendite erreicht werden kann. Wie im ersten Halbjahr gesehen, wirkt dieser Zusammenhang allerdings nicht unmittelbar. Sofern die Marktteilnehmer bereits das Ende des Zinsanstiegs wittern und zugleich konjunkturell eine sanfte Landung mit raschem Wiederaufleben erwarten, antizipieren sie diese Erwartung und nehmen für

Erstmalig abnehmende Geldmenge in den USA



Quelle: FED

Investitionen an den Kapitalmärkten höhere Preise in Kauf. Ändert sich nun aber die Kommunikation der Notenbanken zunächst in Richtung weiteren Zinsanstiegs, kann dies dazu führen, dass die Marktteilnehmer "auf dem falschen Fuß" erwischt werden. Kürzlich waren einige Brüche dieser Art zu beobachten: So änderten Kanada und Australien – nachdem sie den Zinsanstieg bereits im Januar gestoppt hatten – in Reaktion auf die weiter hohen Inflationsraten ihre Strategie und hoben im Juni die Zinsen ein weiteres Mal auf den höchsten Stand seit Beginn des Jahrtausends an. Auch die Bank of England legte zur Monatsmitte unerwartet noch einmal nach, wie auch US-Notenbanker Powell nunmehr bekräftigte, es werde weitere Zinserhöhungen geben. Noch Anfang Mai hatten die Terminmärkte weitere Zinsanhebungen der FED ausgeschlossen und mehr als drei Zinssenkungen für das zweite Halbjahr angenommen.

GEWINNERWARTUNGEN IM RÜCKWÄRTSGANG

Ob vor dem Hintergrund weiter restriktiver Notenbankpolitiken konjunkturell tatsächlich das erhoffte soft landing erfolgen kann, erscheint inzwischen fragwürdiger denn je. Es bildet eine 50:50-Chance zum Counterpart eines plötzlichen und doch heftiger als erwarteten Einbruchs der Wirtschaft. Die konjunkturellen Risiken bleiben hoch und könnten durch eine wieder restriktiver werdende Verbalkommunikation der Notenbanken virulent werden. Bereits im Juni haben sich die eher schlechteren Nachrichten gehäuft: Die Kreditvergabe ist seit Monaten rückläufig, was Rückschlüsse auf das Investitionsverhalten der Unternehmen zulässt. Der Einkaufsmanagerindex der verarbeitenden Industrie in Europa ist auf das Niveau zurückgefallen, welches er im Mai 2020 (Corona Hochphase) abgebildet hat. Die Umsätze entwickeln sich in vielen

Regionen der Welt mit geringeren Steigerungsraten als die Inflation. Was die Gewinne der Unternehmen betrifft, so wird erwartet, dass die Kurve im 2. Quartal steiler abfällt, so dass sich für den Stoxx 600 Rückgänge ggü. Vorjahr um 4 % und für den S&P 500 5 % ergeben könnten. Die Daten verteilen sich dabei nicht gleich über alle Branchen; vielmehr zeigt sich der Industriesektor als am stärksten betroffen, während einige wenige Dienstleister und Tech-Unternehmen sogar sehr deutliche Gewinnsteigerungen ausweisen.

**Industriesektor
konjunkturell im
Abwärtstrend,
Dienstleister legen zu**

WENIGE FAVORITEN BESTIMMEN DIE RICHTUNG

Diese Ambivalenz in der Datenlage spiegeln die Märkte wider. Wie im Editorial dargestellt, vollzogen sich die Kursanstiege im 1. Halbjahr vor

einer Drohkulisse aus hohen und weiter bzw. *wieder* steigenden Zinsen, aus einer angeschlagenen Bankenlandschaft, aus dem Mantra einer bevorstehenden Rezession und aus zunehmend unattraktiv werdenden Bewertungen insbesondere in Relation zu Anleihen. Die Stimmungsbarometer weisen bei aller Skepsis Euphorie aus, ein Druckabfall wird derzeit überhaupt nicht angezeigt. Bei genauerem Hinsehen offenbart sich jedoch, dass es jeweils nur wenige Titel sind, welche die Indizes nach oben treiben. Insbesondere die Technologieaktien, denen ein Gewinn aus dem Hype um die Ausbreitung "künstlicher Intelligenz" zugeschrieben wird, haben einen enormen Kursschub erlebt. Inwieweit KI tatsächlich als im von uns verstandenen Sinne intelligent zu nennen ist, nimmt derzeit eine breite Diskussion ein. Jeder kann sich beteiligen, indem er bspw. ChatGPT einem Wissens- und Kombinationstest unterzieht. So gelingt der Software durchaus beeindruckend, Informationen vortragsreif zu verknüpfen. Neue Erkenntnisse werden dabei allerdings nicht gewonnen. Vielmehr steht und fällt die Qualität einer Ausarbeitung mit der Menge an im Internet ohnehin bereits verfügbaren Informationen. Gleichwohl, die möglichen Nutznießer der Potentiale dieser neuen Stufe techno-

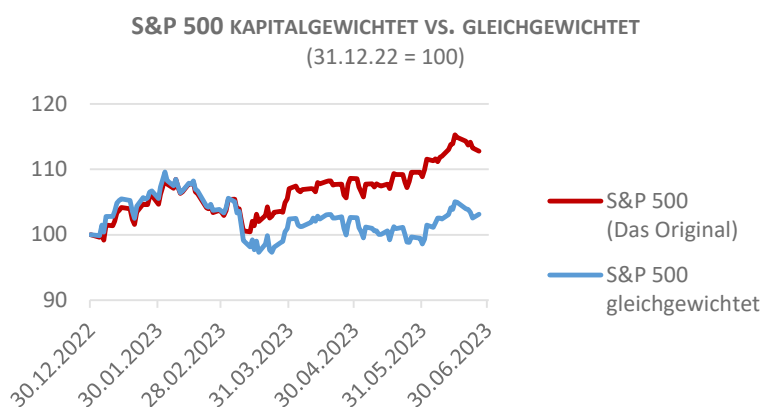
amerikanischen Aktienindex nach oben. Ein S&P 500-Index, in dem alle 500 enthaltenen Titel gleich gewichtet wären, hätte dagegen statt um 12,7 % lediglich um 3,1 % zugelegt (27.6.2023). Diese geringe Marktdurchdringung ist sehr selten. Zuletzt hat es eine derartige Konzentration im Vorfeld des Platzens der so genannten Dotcom-Blase zum Beginn dieses Jahrtausends gegeben. Gleichwohl marschierte der Markt ungeachtet dieses Warnzeichens damals noch 30 % weiter, bevor die Blase platzte.

Wenige Titel prägen die Gesamtmarkt-Performance

INVESTIERT BLEIBEN UND KORREKTUREN NUTZEN

Vorsicht und Skepsis sind derzeit empfehlenswerte Begleiter bei der Strukturierung von Anlagenportfolios. Man sollte sich jedoch zugleich des Risikos bewusst sein, Gefahren überzubewerten und Chancen deshalb nicht zu sehen. Denn es gibt auch gegenläufige Entwicklungen, denen Würdigung zuteil werden sollte: Neben den entspannten Daten zu den Lieferketten ist zu beobachten, dass derzeit die Erzeugerpreise sowohl in den USA als auch in Europa kaum noch steigen. Einen

Nur die hohe Gewichtung der Big 7 hebt den Gesamtmarkt



Quelle: Onvista, Eigene Berechnungen

logischer Entwicklungen (wie z.B. Amazon, Apple, Microsoft, Alphabet, Meta oder Nvidia) ziehen mit ihrer hohen Gewichtung und exorbitant starken Performance den gesamten

wesentlichen Beitrag dazu leisten die stark rückläufigen Rohstoffpreise: Nahezu alle wichtigen Industrierohstoffe sind derzeit günstiger als vor dem Russlandangriff auf die Ukraine. Die Rohstoff- und Erzeugerpreise sind der Inflation vorgelagert und so könnten sehr rasch deutlich niedrigere Preissteigerungsraten veröffentlicht werden, als derzeit noch angenommen. Die Gewinnrückgänge könnten – sofern die pessimistischen Schätzungen zutreffend sind – zu einem Freisetzen von Arbeitskräften führen, welches nicht mehr durch andere Branchen kompensiert werden kann. Inflation und Arbeitsmarkt könnten deutlich rascher das Zielszenario erreichen und schon zu einem noch in diesem Jahr liegenden Zeitpunkt

Zinssenkungen ermöglichen bzw. erfordern. Nicht zuletzt: Die erwartete Rezession könnte sich marginalisieren, denn die jüngsten Daten zum Verbrauchervertrauen in den USA zeigten überraschend optimistische Konsumenten.

Eine gewisse Erratik in der Kommunikation der Notenbanken ist bereits heute zu konstatieren. Die von den Zentralbanken ausgerufenen "Orientierung an der Datenlage" kann weiterhin zu jederzeitigen Kurswechseln Anlass geben. Allerdings erscheint aus unserer Sicht angeraten, bei Kurskorrekturen diese zum Aufbau wieder längerfristiger Investitionen zu nutzen. Denn einer Rezession, deren Saat gelegt zu sein scheint, wird der Aufschwung folgen. Dies antizipieren die Börsen oft deutlich früher, als es die Konjunktur- und Unternehmensdaten dann nachvollziehbar machen. Investitionsschwerpunkte sehen wir neben Europa und den USA (dort vor allem Technologie) in Südostasien, in Japan und später wieder in China. Edelmetalle bleiben eine sichere Bank gegen Krisen und Störfälle im Finanzsystem.

Bielefeld, den 29. Juni 2023

Rechtliche Hinweise:

Diese Publikation wurde von der CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG (CONCEPT) erstellt. Sie dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche Einwilligung von CONCEPT nicht nachgedruckt oder öffentlich zugänglich gemacht werden. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die CONCEPT für zuverlässig erachtet, jedoch keiner neutralen Kontrolle unterzogen hat. Die Informationen sind öffentlich zugänglich. CONCEPT übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen stellen die Auffassung des Verfassers dar und können sich jederzeit ändern. Solche Auffassungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Den in dieser Publikation enthaltenen Angaben liegen historische Daten sowie die Einschätzungen künftiger Marktentwicklungen von CONCEPT zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Dennoch kann CONCEPT für ihr Eintreten keine Gewähr übernehmen. Der Wert eines darauf abstellenden Investments kann sinken oder steigen, der investierte Geldbetrag möglicherweise nicht zurück erhalten werden.

Information zum Datenschutz gemäß EU-Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO):

CONCEPT Vermögensmanagement verarbeitet personenbezogene Daten der Empfänger dieser Ausarbeitung (Name, Vorname, ggf. Titel, Anschrift und ggf. E-Mail-Adresse). Gemäß Art. 6 der DSGVO erfolgt die Verarbeitung der Daten aufgrund Einwilligung des Empfängers oder aufgrund berechtigten Interesses des Verantwortlichen rechtmäßig. CONCEPT Vermögensmanagement verwendet die Daten vertraulich und wird sie nicht an Dritte weitergeben. Der Empfänger kann dem Bezug dieser Information und der Verwendung seiner Daten jederzeit widersprechen. Der Widerspruch ist zu richten an: CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG, Welle 15, 33602 Bielefeld, Tel./FAX: 0521-9259970/0521-92599719, E-Mail: info@c-vm.com.