

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF SE



30. Juni 2023

DREI THEMEN, ÜBER DIE WIR REDEN SOLLTEN

Das erste Halbjahr hat den Anlegern erfreuliche Gewinne beschert. Diesen Trend zu extrapolieren, erscheint uns jedoch gefährlich. Tatsächlich spiegelt die Marktentwicklung eine zunehmend freundliche Sicht auf die Zukunft, während die wirtschaftlichen Aussichten eher von Grautönen dominiert werden. Im Folgenden wollen wir diese Konstellation, die uns zu einer tendenziell vorsichtigen Anlagepolitik veranlasst, anhand von drei Themen etwas intensiver beleuchten.

1. Entwicklung der Konjunktur

Die US-Investmentbank Goldman Sachs hat kürzlich das Kursziel für den S&P500 erhöht. Eines der Argumente für die Anhebung lautet, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA in den nächsten 12 Monaten auf 25% gefallen sei. Wir schätzen die Expertise der Kollegen. Wir kommen jedoch zu einer vorsichtigeren Einschätzung. Die Probit-Modelle der Fed und einige neuere Modelle, die auf künstlicher Intelligenz beruhen, deuten auf eine weit höhere Rezessionswahrscheinlichkeit hin. Viele der Modelle basieren auf Zinsstrukturkurven, die in der Vergangenheit sehr zuverlässig Rezessionen angezeigt haben. Auch die monatlichen Experten-Umfragen von Bloomberg kommen im Mittel auf eine Wahrscheinlichkeit von 65 Prozent für das Auftreten einer Rezession in den USA innerhalb der nächsten 12 Monate (siehe Abbildung).



Quelle: Bloomberg, US Economic Forecasts January 2018-June 2023

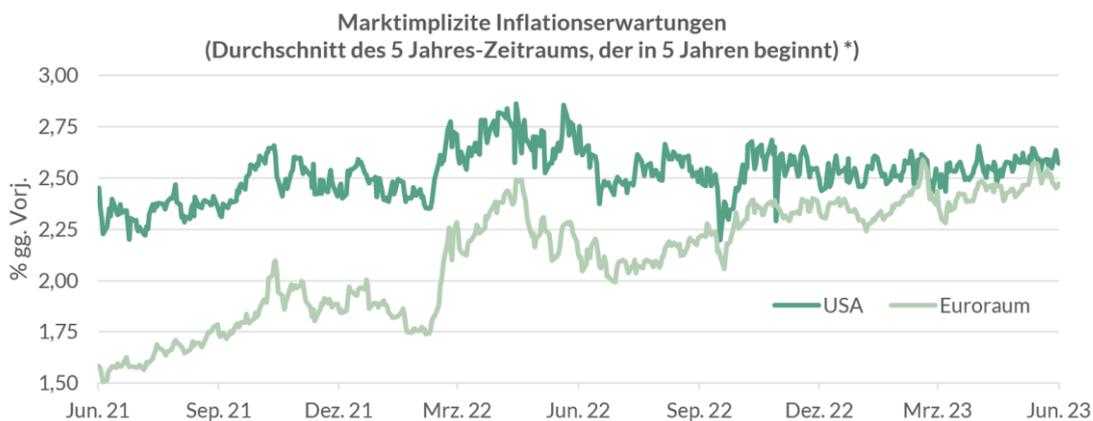
Die Leitzinsanhebungen in den USA und der Eurozone dürften in den nächsten Monaten zu einer Abkühlung des volkswirtschaftlichen Wachstums führen. Leitzinserhöhungen machen sich erfahrungsgemäß in drei unterschiedlichen zeitlichen Wellen (time lags) bemerkbar: Die erste trifft die Anleihemärkte. Die Kurse der umlaufenden Anleihen fallen typischerweise unmittelbar, wenn die Zinsen steigen. Diese erste zeitliche Welle haben wir im Jahr 2022 erlebt. In einer zweiten Welle, die meist 12 bis 18 Monate nach der ersten Zinsanhebung einsetzt, schwächt sich das Wachstum ab. In dieser Phase befinden wir uns jetzt, da die erste Zinsanhebung in den USA am 16. März 2022 erfolgte. Der Tiefpunkt der Inflation tritt dann meist erst deutlich später – bis zu drei Jahre nach der ersten Zinsanhebung – ein.

Unbestritten dürfte sein, dass sich die Wirtschaft in den kommenden Monaten abkühlen wird. Vor allem in Europa mehren sich die Warnhinweise (u.a. ifo-Geschäftsklima, Einkaufsmanagerindizes). Das ist insofern nicht überraschend, als dass die Zentralbanken genau diesen Effekt herbeiführen wollen: Die höheren Leitzinsen sollen die Wirtschaftsaktivität dämpfen und damit der erhöhten Inflation ein Ende setzen. Wir erwarten, dass die Hoffnung auf eine schnelle, wachstumsschonende Überwindung der Inflation verfrüht sein könnte. Bei immer noch erhöhter Kerninflation sollten sich die Anleger darauf einstellen, dass die Notenbanken ihre restriktive Ausrichtung noch etwas längere Zeit beibehalten werden und das Wirtschaftswachstum zumindest in diesem Jahr bescheiden ausfallen wird.

2. Steigende Staatsschulden

Auf dem Höhepunkt der Corona-Pandemie haben die wohlhabenden Länder in Europa und den USA schnell reagiert. Die Regierungen haben eine starke Ausweitung der Staatsschulden in Kauf genommen und dadurch vermutlich den Absturz der Wirtschaft in eine tiefe Rezession verhindert. Heute ist die Ausgangssituation für die Finanzpolitiker jedoch eine andere. Die Diskussion über die Ausrichtung der Finanzpolitik nimmt unter den Wirtschaftsbeobachtern mittlerweile breiten Raum ein, so auch auf dem prominent besetzten Amundi World Investment Forum kürzlich in Paris. Redner wie Mario Draghi, ehemaliger Ministerpräsident Italiens und ein früherer Präsident der EZB, wies in seiner Rede beispielsweise auf den Klimawandel, die Migration sowie die Bedrohung der technologischen und wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit Europas und den sich daraus ergebenden Investitions- und Ausgabenbedarf hin.

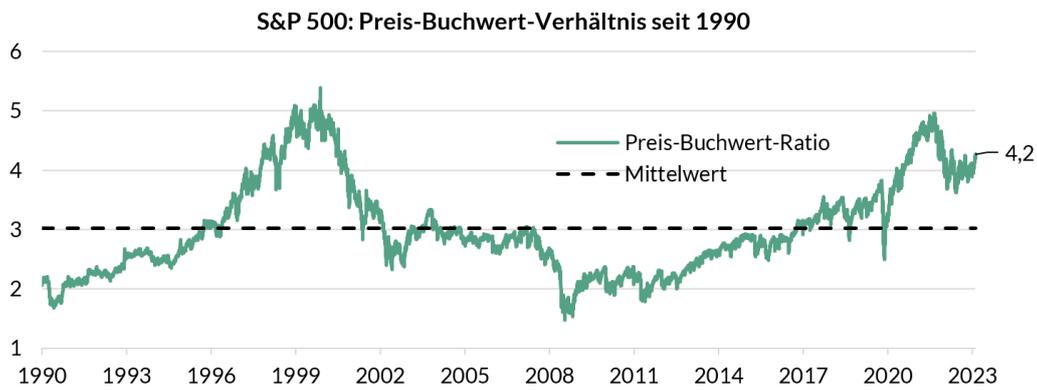
Wir sehen diese Herausforderung ebenfalls. Dennoch halten wir es für notwendig, dass die Finanzpolitik nunmehr kürzertritt. Prominente Ökonomen wie John Cochrane weisen vermehrt darauf hin, dass Inflation entsteht, wenn die Mitbürger befürchten, dass die zukünftigen, diskontierten Überschüsse des Staates nicht mehr zur Rückzahlung der Schulden ausreichen. Die stark gestiegenen Staatsschulden, die preistreibenden Effekte der Deglobalisierung, höhere Energiekosten und demographische Veränderungen zählen zu den Faktoren, die dazu geführt haben, dass die langfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone derzeit wieder deutlich steigen. Die langfristigen Inflationserwartungen haben im Euroraum auf rund 2,5 Prozent pro Jahr angezogen (siehe Abbildung). Das ist ein Warnzeichen, aber noch nicht dramatisch. Fatal wäre es jedoch, wenn der Eindruck entstünde, dass die Staaten ihre Schulden „weginflationieren“ wollen.



Quelle: Refinitiv Datastream; Zeitraum:01.06.2021-14.06.2023; *) auf Basis von Inflationsswaps

3. Hohe Aktienbewertungen

Schaut man auf die bekannten Indizes, sind Aktien in vielen Regionen nicht mehr günstig. US-Aktien kann man wohl nach den meisten Maßstäben als teuer bezeichnen. Als Bewertungskriterium ziehen wir gerne den Indexstand (Preis) im Verhältnis zum Buchwert je Aktie, heran. Für die Titel im Index S&P 500 liegt diese Kennziffer aktuell bei 4,2 (siehe Abbildung). Damit liegt die Bewertung eines breiten Teils des amerikanischen Aktienmarktes weit über dem langjährigen Durchschnitt von 3. Tatsächlich lag das Preis-Buchwert-Verhältnis nur an 12 Prozent der Handelstage seit 1990 höher als derzeit.



Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 01.05.1990-23.06.2023

Kritisch stimmt uns auch, dass die Marktbreite der Kursbewegung dieses Jahres gering ist. Der S&P 500 hat im ersten Halbjahr trotz des neuen Zinsumfelds rund 14 Prozent zugelegt. Allerdings wurde der Index nur von wenigen Schwergewichten gezogen: Nur zehn Aktien großer Technologieunternehmen sind für knapp 90 Prozent der Kursgewinne des S&P 500 im laufenden Jahr verantwortlich. Die Free Cash Flow-Rendite dieser Unternehmen ist auf nur noch 2,3 Prozent (einfach gemittelt) gefallen. Das ist eines der niedrigsten Renditeniveaus dieser Gruppe von Aktien (auf Basis des Freien Cash Flows) der vergangenen zehn Jahre.

Für kurzfristige Prognosen der Aktienmarktentwicklung taugen Bewertungskennzahlen nur sehr eingeschränkt. Überbewertungsphasen können lange bestehen bleiben. Zwischen dem Bewertungsniveau zu Beginn eines Anlagezeitraums und dem langfristigem Anlageerfolg lässt sich allerdings ein deutlicher Zusammenhang erkennen. Das widerspricht nicht der Erfahrung, dass Aktien für langfristige Investoren einen wesentlichen Bestandteil des Portfolios bilden sollten. Es spricht aber aus unserer Sicht zum aktuellen Zeitpunkt gegen eine aggressive Positionierung am Aktienmarkt. Das gilt umso mehr, als der Anleihemarkt mittlerweile auch für gute Qualität interessante Renditen bietet.

Jan Viebig

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2023, Herausgeber: ODDO BHF SE, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.