

CIO View

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



6. Oktober 2023

WAS DIE KAPITALMÄRKTE AKTUELL BEWEGT

Die bemerkenswerte Aktienmarktrally des ersten Halbjahres hat im dritten Quartal an Schwung verloren. Der MSCI World Index, der die wichtigsten Aktien der Industrieländer repräsentiert, verzeichnete im abgelaufenen Quartal einen Rückgang von 3,4 Prozent (in lokaler Währung, einschließlich Dividenden). Der Gesamtertrag im Jahresverlauf bis Ende September 2023 reduzierte sich so auf 11,6 Prozent. Die Kursverluste des dritten Quartals sind ein nachdrücklicher Hinweis darauf, dass dieses Kapitalmarktumfeld nach wie vor beträchtliche Risiken bereithält. Die europäische Wirtschaft steht offensichtlich unter Druck. Vorlaufindikatoren wie Einkaufsmanagerindizes oder, für Deutschland, der ifo-Geschäftsklimaindex zeigen seit Monaten nach Süden. Konzentrierten sich die Schwierigkeiten zunächst auf den Bausektor und das verarbeitende Gewerbe, scheint seit dem Frühsommer dieses Jahres auch der Dienstleistungssektor zu schwächeln. Zwar präsentiert sich der Arbeitsmarkt noch robust (die Arbeitslosenquote im Euroraum lag im August auf einem historischen Tief von 6,4 Prozent), doch die rezessiven Tendenzen verstärken sich. Die EZB beispielsweise erwartet ein Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal von null Prozent, gefolgt im vierten Quartal von mageren 0,1 Prozent (gegen Vorquartal).

China macht den Anlegern derzeit Sorgen und dort vor allem der Immobiliensektor. Der Wohnungsbau ist stark eingebrochen, sodass große Immobilienentwickler drohen, von ihren Schulden erdrückt zu werden. Das trifft China an einer empfindlichen Stelle, leistete der Bau doch bisher einen wesentlichen Beitrag zum Wachstum. Immobilien sind der mit Abstand wichtigste Teil des Vermögens der Haushalte, und Grundstücksverkäufe sind eine zentrale Einnahmequelle der lokalen Regierungen. Entsprechend groß ist die Tragweite der aktuellen Entwicklung. Das drückt auf die Wachstumserwartungen: Im laufenden Jahr wirkte sich zunächst noch das Ende des coronabedingten Lockdowns und die Wiederaufnahme der Wirtschaftsaktivitäten positiv auf das Wachstum aus. Doch für das Jahr 2024 rechnen Organisationen wie OECD und IWF – trotz zahlreicher Stimulierungsmaßnahmen von Regierung und Notenbank – in großer Übereinstimmung mit einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums auf eine Größenordnung von 4,5 Prozent.

In den USA hat sich die wirtschaftliche Aktivität bisher besser gehalten als von vielen erwartet. So zeichnet sich auch für das dritte Quartal eine solide Zunahme der Wirtschaftsleistung ab: Die Konsensschätzung in der Bloomberg-Umfrage vom September beispielsweise veranschlagt das reale Wachstum im dritten Quartal auf 3,0 Prozent (gegen Vorquartal, annualisiert). Damit liegt es sogar ein wenig höher als in den beiden Vorquartalen. Nichtsdestotrotz deuten sich Probleme an. Nach einer Belebung während der Sommermonate scheint der Häusermarkt in den USA wieder unter Druck zu geraten. Der Häusermarktindex der National Association of Homebuilders beispielsweise ist im September kräftig gefallen, ebenso die Hausbaubeginne und der Verkauf von Häusern. Ein scharfer Rückgang war zuletzt auch beim US-Verbrauchervertrauen zu beobachten. Darin spiegelt sich vermutlich die Verunsicherung der Verbraucher angesichts verschiedener Entwicklungen: Der starke Anstieg der Rohölpreise auf zeitweise mehr als 90 US-Dollar pro Fass (159 Liter) nagt an der Kaufkraft der Haushalte und dürfte die Fed veranlasst haben, eine weitere Zinserhöhung ins Auge zu fassen. Hinzu kommen einige „hausgemachte“ Probleme, darunter die Haushaltsquerelen und die drohende Schließung von Bundesbehörden sowie Streiks (unter anderem im Automobil- und Gesundheitssektor). Zudem endete mit dem dritten Quartal das Schuldenmoratorium für Studentenkredite. Dies betrifft rund 40 Millionen Menschen, die mit etwa 1,6 Billionen US-Dollar beim Staat in der Kreide stehen.

Eine zentrale Frage lautet deshalb: Können wir ruhigen Gewissens darauf bauen, dass die durch die Leitzinserhöhungen verursachte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen eine weitgehend schmerzfreie Desinflationierung ermöglicht? Gerade über die vergangenen Monate sind die Anleiherenditen und mit ihnen die Zinssätze für Hypothekendarlehen und andere Kredite verhältnismäßig stark gestiegen. In den USA kostet die dort gängige 30-jährige Festzinshypothek mittlerweile 7,5 Prozent; eine in Dollar denominated Unternehmensanleihe mit BBB-Rating – was noch Investment Grade ist – rentiert bei rund 6,5 Prozent. Das sind Konditionen, die bei vielen Unternehmen an die Schmerzgrenze heranreichen dürften.

Die Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte in den USA zeigen, dass eine restriktive Phase der Geldpolitik in Verbindung mit einer deutlichen Inversion der Zinskurve (das heißt: die kurzfristigen Renditen liegen höher als die langfristigen) immer mit einer Rezession einhergegangen ist. Selbst wenn die Wirtschafts- und Unternehmensdaten in den USA derzeit keine deutliche Schwäche zeigen, wäre es nach unserer Überzeugung leichtsinnig, das Risiko einer deutlicheren Abkühlung der Wirtschaft zu vernachlässigen.

Ein weiterer Faktor kommt hinzu: Aufgrund der veränderten Zins- und Renditelandschaft können Anleihen als Alternative zu Aktien wieder in Betracht gezogen werden. Wenn in den USA Staatsanleihen mit Renditen um 5 Prozent verfügbar sind, im Euroraum mit Renditen von 3 Prozent und mehr, ist für Aktien die Schwelle zur Attraktivität grundsätzlich höher als in einem Null- oder Negativzinsumfeld.

Für unsere Anlagepolitik ergeben sich aus diesen Überlegungen vier Schlussfolgerungen:

(1) Die Risiken für den Anleger am Aktienmarkt haben sich mit der Wachstumsschwäche in Europa, der Immobilienkrise in China und dem Anstieg der Renditen etwas erhöht. Das bekräftigt uns zum einen in unserer leichten Untergewichtung von Aktien. Zum anderen bevorzugen wir gerade bei europäischen Aktien defensivere Sektoren wie beispielsweise das Gesundheitswesen und meiden hochzyklische Titel.

(2) Chancen für Aktien sehen wir in bestimmten Segmenten. Wir aus unserer Sicht setzen weiter auf Qualitätswerte. Hierzu zählen wir Werte aus dem Bereich Informationstechnologie, sofern sie hohe Eigenkapitalrenditen aufweisen und moderat bewertet sind. Wir setzen zudem auf defensive Konsumgüterhersteller mit starken Markennamen und stabilen freien Zahlungsströmen („Free Cash-Flows“). Werte aus der Pharmabranche, die zuletzt unter Druck gekommen sind, erscheinen uns ebenfalls interessant, sofern deren Kapitalrenditen hoch sind und ein klar definierter Wettbewerbsvorteil existiert. In einem Umfeld steigender Zinsen meiden wir stark verschuldete Unternehmen. In Unternehmen aus den Branchen Immobilien und Versorger investieren wir weiterhin – unserem Qualitätsansatz folgend – nicht, da diese Sektoren durchgängig zu niedrige Eigenkapitalrenditen aufweisen. Im Energiebereich sind wir hingegen investiert, reduzieren die Positionen aber inzwischen und nehmen antizyklisch Gewinne mit.

(3) Das höhere Renditeniveau verbunden mit der Aussicht auf ein Ende der Leitzinsanhebungen lässt Anleihen wieder attraktiv erscheinen. Unternehmensanleihen guter Bonität (Investment Grade) bieten nach unserer Überzeugung ein günstiges Rendite-Profil bei moderatem Risiko. Gerade im Euro-Segment bewegen sich die Risikoaufschläge, gemessen am Renditeabstand zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen, deutlich oberhalb ihres langjährigen Durchschnitts.

(4) Als interessante Ergänzung eines Depots schätzen wir derzeit kurzlaufende Hochzinsanleihen ein. Auf Euro lautende Hochzinsanleihen („Speculative Grade“) bieten für kürzere Laufzeiten momentan Renditen von 6 Prozent bis 8 Prozent (BB bis B Rating) bei entsprechendem Risiko. Allerdings ist in dieser Risikoklasse eine sorgfältige Selektion entscheidend. Kurze Laufzeiten helfen aber, die Kreditrisiken überschaubar zu halten, und federn den Effekt von Schwankungen der Rendite auf die Performance ab.

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, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.