

CIO View

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



18. November 2022

KAPITALMARKT: RÜCKBLICK & AUSBLICK AUF 2023

Das Jahr 2022 dürfte in vielerlei Hinsicht in die Geschichtsbücher eingehen. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar hat nicht nur auf geopolitischer Ebene weitreichende Konsequenzen. Vielmehr leidet die Weltwirtschaft noch immer unter den Folgen des resultierenden Angebotsschocks. Die stark angestiegenen Energiepreise und die in Mitleidenschaft gezogenen Lieferketten haben die Inflationsraten weltweit massiv in die Höhe getrieben. In der Folge mussten die Zentralbanken die Zinsen schnell und massiv erhöhen, um die Nachfrage an das verringerte Angebot anzupassen. Kaufkraftverluste der Konsumenten, Produktions- und Investitionsrückgänge infolge der höheren Inflation und Zinsen sowie die anhaltenden Probleme in China (Zero-Covid-Strategie, Immobilienkrise) haben weltweit zu einer Wachstumsverlangsamung geführt.

Diese Entwicklungen haben auch zu deutlichen Verwerfungen an den Kapitalmärkten geführt. Der Diversifikationsvorteil, der aus der Streuung eines Portfolios über Renten, Aktien und andere Anlageklassen resultiert, hat in diesem Jahr schlecht funktioniert, da Anleihen und Aktien hoch korreliert waren und zur gleichen Zeit deutlich einbrachen. Zudem kam es zu starken Differenzierungen zwischen den einzelnen Aktiensektoren. Energietitel stiegen deutlich. Zinssensitive und hoch bewertete Aktien u.a. aus dem Technologiebereich standen dagegen merklich unter Druck.

Welche taktischen Anpassungen haben wir im Jahr 2022 vorgenommen?

Wir sind unserem Ansatz treu geblieben. 10 Tage vor Kriegsbeginn (14.02.2022) haben wir unsere Aktienquote auf „leicht untergewichtet“ gesenkt. Grund für diese Entscheidung war allen voran die sich zuspitzende Situation in der Ukraine. Das Risiko in den Portfolios wurde dadurch gesenkt. Auf der Rentenseite haben wir unseren Fokus auf Anleihen mit kurzer Duration (2,5 bis 3,5 Jahre) und höherer Kreditqualität gelegt. Im Aktienbereich haben wir mit einem Ausbau der sektoralen Diversifikation (z.B. Ölfunktionen, Banken) reagiert. Wir haben hoch bewertete Aktien verkauft und defensivere Positionen etwa im Energie-, Pharma- und Basiskonsumgütersektor gekauft bzw. aufgestockt.

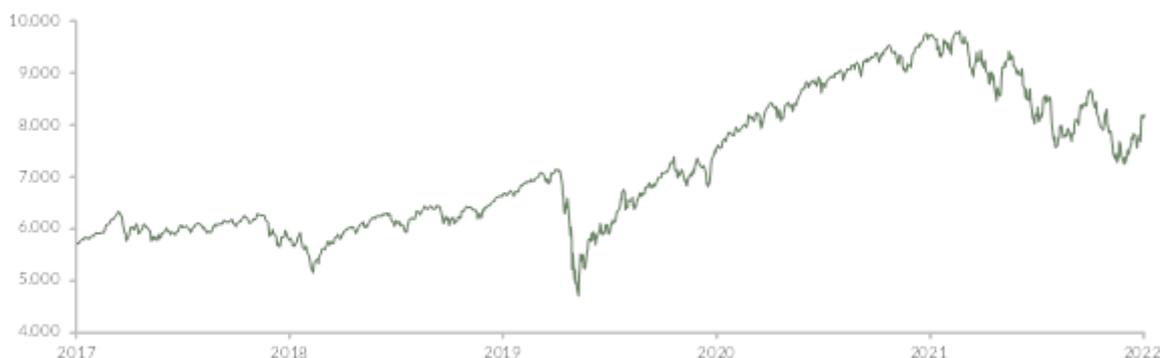
Am 25. Juli haben wir die Aktienquote wieder auf eine „neutrale“ Quote erhöht. Mit „neutral“ meinen wir, dass die Aktienquote nahe der strategischen Aktienquote liegt, die wir mit unseren Kundinnen und Kunden vereinbart haben. Eine milde Rezession wurde unserer Einschätzung nach zum damaligen Zeitpunkt bereits von den Kapitalmärkten eingepreist. Das Bewertungsniveau bei Aktien war zudem gesunken. Die Kurschancen und -risiken stellten sich nach dem Einbruch im ersten Halbjahr daher wieder deutlich ausgewogener dar. Graphik 1 gibt einen Überblick über unsere taktischen Allokationsentscheidungen bezüglich der Aktienquote in den Jahren 2021 und 2022. Auch in Zukunft wird es uns nicht gelingen, die Hochs und Tiefs am Aktienmarkt auf den Tag, die Woche oder den Monat genau zu bestimmen. Die Graphik 1 zeigt aber, dass die taktischen Anlageentscheidungen in den letzten beiden Jahren positiv zur Performance beigetragen haben. Wir glauben, dass eine aktive Anlagestrategie auch weiterhin langfristig Sinn macht.

Graphik 1: Historische Aktienquote ODDO BHF Trust und Entwicklung MSCI Welt Index



Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.08.2020 – 15.11.2022, MSCI Welt Net Total Return Index in US-Dollar

Graphik 2: MSCI Welt Index: Entwicklung letzte 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 15.11.2017 – 15.11.2022, MSCI Welt Net Total Return Index in US-Dollar

Wie schätzen wir die zukünftigen Entwicklungen ein? Wie positionieren wir uns derzeit?

Wir erwarten aufgrund der hohen Inflationsraten weitere Zinserhöhungen in den USA und in Europa. In den USA ist die Geldpolitik nach den letzten Leitzinserhöhungen bereits restriktiv. In der Eurozone ist die Geldpolitik hingegen weiterhin zu expansiv, da die Leitzinsen noch nicht deutlich über den nominalen „neutralen Zinssatz“ (Leitzins, welcher weder expansiv noch restriktiv wirkt) in der Eurozone angehoben wurden. Wie hoch die Leitzinsen steigen werden, hängt primär von a) der Inflations- und b) der Konjunktorentwicklung ab. Die Inflation wird im Jahr 2023 vermutlich in beiden Regionen ihren Höhepunkt überschreiten. In Europa wird sie aufgrund der Energiepreiskomponente und deutlich höheren Produzentenpreisen wahrscheinlich langsamer zurückgehen als in den USA. Ein Angebotsschock ebbt typischerweise erst dann ab, wenn die Kerninflation (ohne Lebensmittel und Energie) den breiten Inflationsindex übersteigt.

Da die Zinsen vermutlich weiter angehoben werden, bevorzugen wir auf der Rentenseite weiterhin eine kurze Duration. Die Zeit, die Laufzeiten in den Anleiheportfolios zu verlängern, um von Kurssteigerungen bei wieder fallenden Zinsen zu profitieren, ist aus unserer Sicht noch nicht gekommen. Eine selektive Erhöhung des Kreditrisikos im Investment-Grade-Bereich scheint dagegen bald opportun.

Aktien in Europa und den Schwellenländern werden derzeit wieder nahe ihren langfristigen Durchschnittsniveaus gehandelt, wenn man Kurs- / Buchverhältnisse und andere Bewertungskennzahlen betrachtet. US-Aktien hingegen notieren trotz der Kursrückgänge weiterhin oberhalb ihrer durchschnittlichen, historischen Bewertungsniveaus. Die höhere Bewertung von US-Aktien, der starke US-Dollar und fallende Gewinnmargen in den USA sprechen derzeit eher für Aktien in der Eurozone als für Aktien in den USA. Eine weitere Erhöhung der Aktienquote halten wir aktuell noch für verfrüht. In der Vergangenheit hat es sich ausgezahlt, die Aktienquote erst einige Monate vor dem Ende einer Rezession deutlich anzuheben. Wir erwarten derzeit eine Rezession mit einer Wahrscheinlichkeit von 85% in der Eurozone und mit 60% in den USA. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Rezession in der Eurozone und in Deutschland im nächsten Jahr mild ausfallen wird. Wir erwarten derzeit, dass das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland, das unter dem Angebotsschock im besonderem Maße leidet, um weniger als -1% im nächsten Jahr fallen wird.

Unser Investmentansatz bleibt langfristig ausgerichtet. Die von uns selektierten Unternehmen müssen weiterhin unseren hohen Qualitätsansprüchen genügen. Wir sind überzeugt, dass es uns mit unserem konsequent verfolgten Qualitätsansatz auch in Zukunft gelingen wird, mittel- und langfristig einen Mehrwert für unsere Kundinnen und Kunden zu erzielen. Als Qualitätsinvestoren konzentrieren wir uns weiterhin auf Aktien mit einer hohen Kapitaleffizienz, klaren Wettbewerbsvorteilen und einem hohen strukturellen Wachstum.

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.

MARKTÜBERSICHT
18.11.2022

| Aktienindizes | Akt. Stand | Lfd. Woche (%) | Lfd. Monat (%) | Lfd. Jahr (%) |
|---------------|------------|----------------|----------------|---------------|
| Euro Stoxx 50 | 3907,9 | 1,0 | 8,0 | -9,1 |
| DAX 40 | 14365,2 | 1,0 | 8,4 | -9,6 |
| CAC 40 | 6623,6 | 0,4 | 5,7 | -7,4 |
| FTSE 100 | 7374,1 | 0,8 | 3,9 | -0,1 |
| SMI | 10966,6 | -1,4 | 1,3 | -14,8 |
| S&P 500 | 3946,6 | -1,2 | 1,9 | -17,2 |
| Nasdaq Comp. | 11145,0 | -1,6 | 1,4 | -28,8 |
| Nikkei 225 | 27899,8 | -1,3 | 1,1 | -3,1 |
| CSI 300 | 3801,6 | 0,3 | 8,3 | -23,1 |
| Hang Seng | 17992,5 | 3,8 | 22,5 | -23,1 |

| Notenbanksätze | Akt. Stand | Lfd. Woche (Pp) | Lfd. Monat (Pp) | Lfd. Jahr (Pp) |
|-----------------------|------------|-----------------|-----------------|----------------|
| EZB Einlagenfazilität | 1,5 | 0,75 | 0,75 | 2 |
| US Federal Funds *) | 3,875 | 0 | 0,75 | 3,75 |
| SNB Sichteinlagen | 0 | 0,25 | 0,25 | 0,75 |

| Renditen (% p.a.) | Akt. Stand | Lfd. Woche (Pp) | Lfd. Monat (Pp) | Lfd. Jahr (Pp) |
|-------------------|------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Bund 10 Jahre | 2,10 | -0,06 | -0,04 | 2,28 |
| US T-Note 10 J. | 3,82 | 0,01 | -0,23 | 2,31 |
| Schweiz 10 J. | 1,11 | 0,01 | -0,05 | 1,25 |

| Währungen | Akt. Stand | Lfd. Woche (%) | Lfd. Monat (%) | Lfd. Jahr (%) |
|---------------------|------------|----------------|----------------|---------------|
| EUR in USD | 1,0352 | 0,0 | 4,8 | -9,0 |
| EUR in GBP | 0,8701 | 0,5 | -0,9 | -3,3 |
| EUR in CHF | 0,9855 | -1,1 | 0,4 | 5,3 |
| US-Dollar Index **) | 106,734 | 0,4 | -4,3 | 11,6 |

| Rohstoffe | Akt. Stand | Lfd. Woche (%) | Lfd. Monat (%) | Lfd. Jahr (%) |
|---------------------------|------------|----------------|----------------|---------------|
| Gold (US\$/oz.) | 1761,2 | -0,6 | 7,8 | -3,7 |
| Rohöl/Brent (US\$/b. ***) | 89,73 | -6,5 | -5,4 | 15,4 |

Letzte Aktualisierung: 18.11.2022 10:03

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp);
*) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***)
Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

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.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF SE, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.