

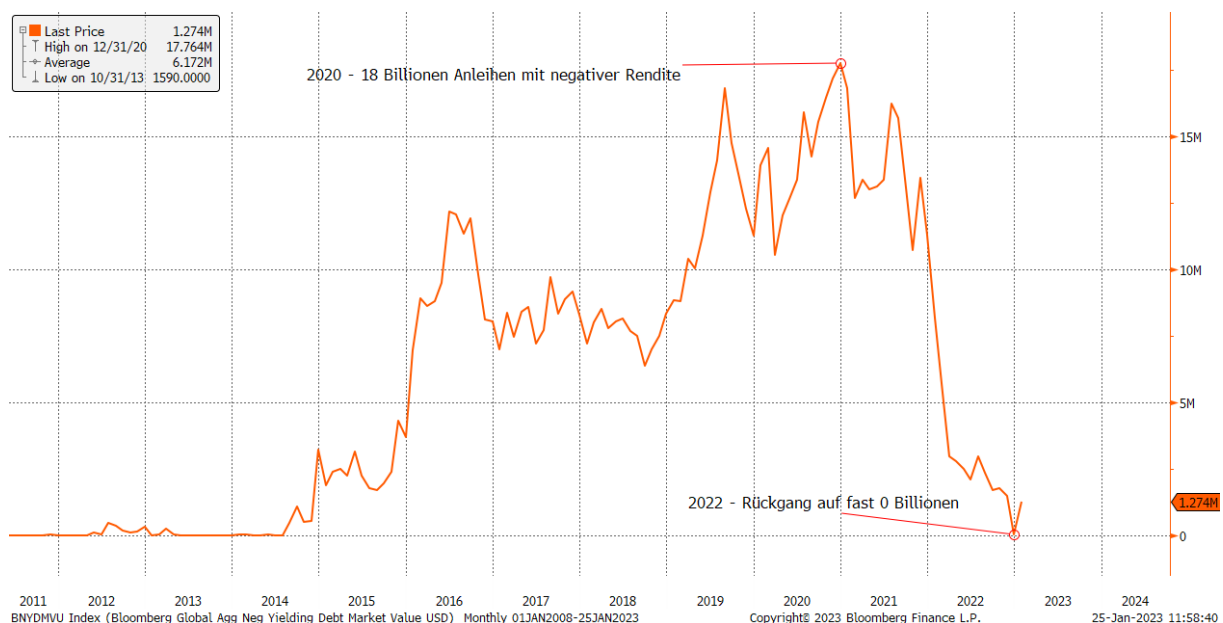
Marktkommentar Dezember 2022

Das Ende einer Ära!

Globale Anleihen mit negativer Rendite gehören Ende 2022 das erste Mal seit über einem Jahrzehnt der Vergangenheit an! Laut Bloomberg – Daten wurden zum ersten Mal seit 2014 keine Staatsanleihen mehr mit einer negativen Rendite gehandelt.

Ende 2020 stieg der Gesamtbestand an negativ verzinslichen Staatsanleihen auf einen Rekordwert von mehr als 18 Billionen US-Dollar und über 4000 einzelner Anleihen an! Ende Dezember 2022 beendete die japanische Notenbank mit der überraschenden Entscheidung ihre Notenbankpolitik zu optimieren, diese Ära.

Chart. Bloomberg Globale Anleihen mit negativer Rendite



Mit diesem Schritt folgte Japans Zentralbank den anderen großen Notenbanken in restriktives politisches Territorium, um die höchste Inflation seit 40 Jahren zu bekämpfen. Aggressive Zinserhöhungen der globalen Notenbanken führten in Jahr 2022 zu dramatischen Kursrückgängen bei Anleihen und hoben die Renditen weit in positive Bereiche. In den 10 Jahren zuvor zwangen die Rekordanreize der Notenbanken und die massenhafte quantitative Lockerung die Anleihekurse immer höher und sorgten dafür, dass Inhaber dieser Anleihen seit 2012 Geld verloren haben, wenn sie diese bis zur Fälligkeit hielten.

Unter dem Strich stehen Ende 2022 wieder positive und gesündere Anleiherenditen und das willkommene Ende einer Ära!

Doch das Ende dieser Ära kam nicht ohne Schmerzen!

Marktrückblick

2022 war ohne Übertreibung ein ereignisreiches und turbulentes Jahr!

Die Aktienmärkte erreichten Anfang Januar ihren Höchststand und stürzten in wenigen Wochen steil von diesen Hochpunkten herab. Die Anleger reagierten auf die deutlich erhöhte Inflation und die russische Invasion in der Ukraine. Zu diesem Zeitpunkt zeigten sich die Notenbanken noch sehr unterstützend, hielten die Zinsen weiter tief und kauften weiterhin große Mengen Anleihen im Rahmen der quantitativen Lockerung.

Die hartnäckige und steigende Inflation löste dann die abrupte Kehrtwende der Notenbanken aus. Es folgte eine Straffung der Geldpolitik in einem Ausmaß und einer Schnelligkeit, die über viele Jahrzehnte und Marktzyklen hinweg nicht gesehen wurde und führte zu einem Anstieg der Notenbankzinsen und Kapitalmarktzinsen über alle Laufzeiten hinweg. Das Ergebnis zeigt sich im oben dargestellten Chart und deutlichen Kursverlusten in der Anlageklasse Anleihen.

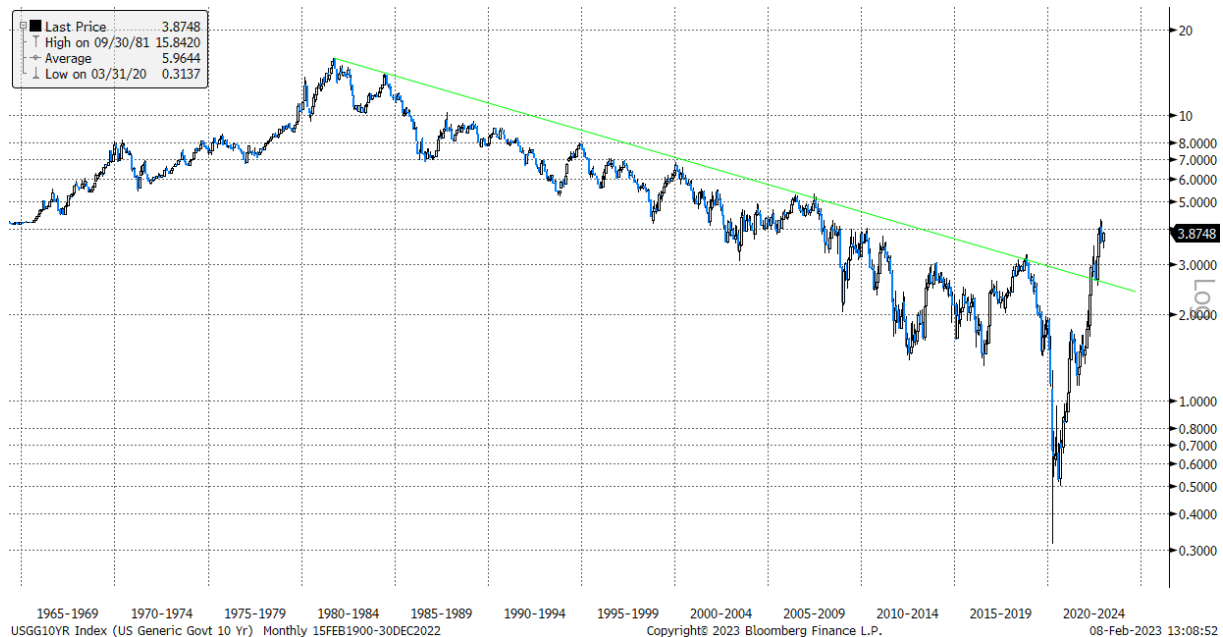
Rohstoffpreise, und im besonderen Öl – und Gaspreise, schossen deutlich in die Höhe, nicht nur zu Beginn der kriegerischen Auseinandersetzung im Herzen Europas, sondern auch im Anschluss an die ausgesprochenen Sanktionen und das Stoppen der Gaslieferungen von Russland nach Europa. Die Belastungsgrenze der Finanzmärkte erschütterte ein geopolitisches Spannungsfeld der zwei Denksysteme – Osten gegen Westen, Gut gegen Böse, Demokratie und Diktatur, Kapitalismus und Staatswirtschaft und mündete final in ein aggressiv auftretendes China gegenüber Taiwan ein.

An den Kapitalmärkten zeigten sich die Auswirkungen deutlich und mit voller Wucht! Es gab in den Anlageklassen Aktien und Anleihen praktisch keine Möglichkeiten sich zu verstecken.

Das Ende einer Ära mit negativen Zinsen hatte selbstverständlich Nebenwirkungen! 2022 als Jahr der Abrechnung an den Finanzmärkten zu beschreiben erscheint ebenso wenig übertrieben wie das Gesamtjahr als turbulent zu beschreiben.

Anleihen dienen im Portfoliozusammenhang als Absicherung gegen Verlustphasen an den Aktienmärkten. Nicht so im abgelaufenen Kalenderjahr. Aggressive Zinserhöhungen der Notenbanken in den entwickelten Volkswirtschaften in Folge stetig steigender Inflationsdaten führten zu Kursverlusten bei Staatsanleihen in einem selten zuvor erlebten Ausmaß. Amerikanische und deutsche Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit verzeichneten am tiefsten Punkt 22% beziehungsweise 21% Kursverluste, britische Staatsanleihen gleicher Laufzeit 26%! Mittlere Laufzeiten gaben weniger nach, aber die maximale Verlustphase zeigte sich mit 11% in den USA, 12% in Deutschland und 15% in Großbritannien.

Chart. Bloomberg USA Staatsanleihen 10 Jahre Laufzeit



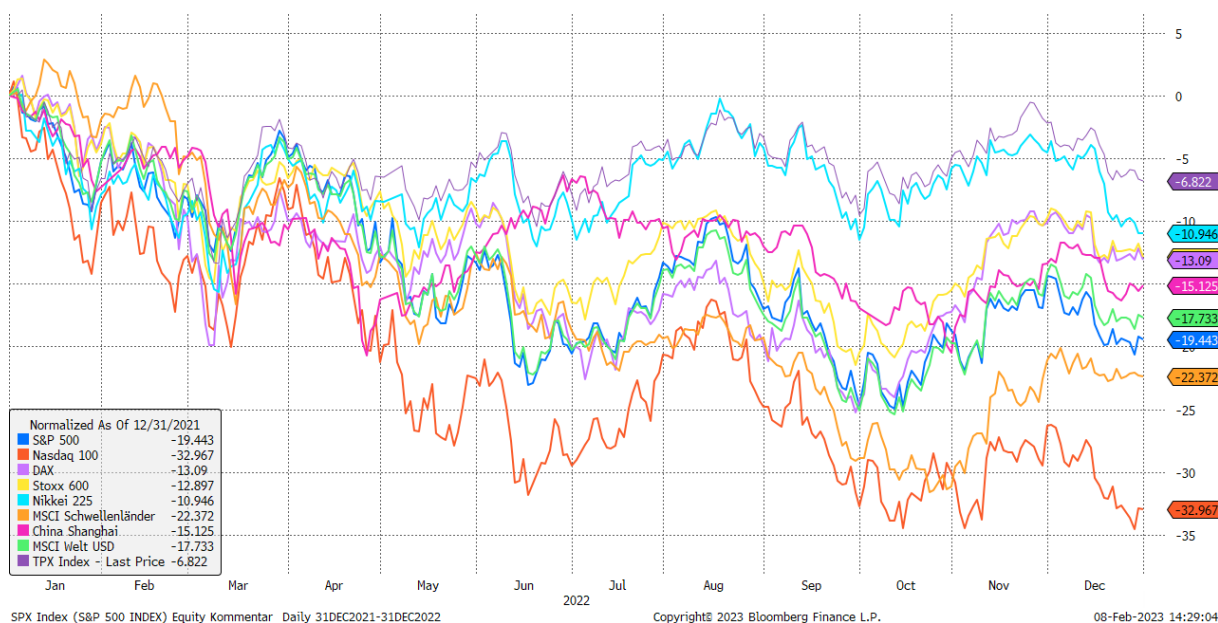
In der Regel verdeutlichen Schaubilder die Geschehnisse noch eindrucksvoller und der Chart amerikanischer Staatsanleihen mit Laufzeiten 10 Jahre bestätigt dies. Aber es zeigt nicht nur den dramatischen Anstieg der Zinsen, sondern auch den potenziellen Eintritt in eine neue Zinslandschaft. Die grüne Linie zeigt den Trend stetig fallender Zinsen seit über 40 Jahren, der seinen Tiefpunkt bei 0,31% am 31. März 2020 fand und sich seitdem normalisiert.

Schwellenländeranleihen können sich diesem Trend selbstverständlich nicht entziehen und verlieren ebenfalls deutlich an Wert. Mit Verlusten auf Kalenderjahresbasis von ca. 12% für lokale Schwellenländer - Staatsanleihen und 18% für USD-denominierte Schwellenländer Staatsanleihen können sie sogar für leichten Mehrwert sorgen.

Im Bereich Unternehmensanleihen konnten High Yield Anleihen besser als das Segment Investment Grade Anleihen abschneiden, was mit der deutlich höheren Zinssensitivität von Investment Grade Anleihen zu erklären ist.

An den globalen Aktienmärkten stellte sich eine Talfahrt, praktisch von Jahresanfang an, ein, die in der Spitze ca. 32 Billionen USD Marktkapitalisierung an Wert hatte. Allein amerikanische Aktienunternehmen verloren 13 Billionen USD an Marktkapitalisierung. Umgerechnet entspricht dies der gesamten Wirtschaftsleistung von Deutschland, Japan und Großbritannien. Die Korrektur des letzten Jahres an den Aktienmärkten stellt den zweiten Bärenmarkt innerhalb von 3 Jahren dar.

Chart. Bloomberg Globale Aktienmärkte 2022



Die überwiegende Anzahl der globalen Aktienmärkte erreichte im abgelaufenen Jahr Bärenmarktterritorium, das heißt die Kurse gaben mindestens 20 Prozent nach. Der breite amerikanische Aktienindex S&P 500 gibt in der Spitze 25% nach und der Technologieindex Nasdaq ca. 35%. Ein Korb der Nasdaq Unternehmen Facebook/Meta, Apple, Netflix, Google/Alphabet, Microsoft, Amazon, Nvidia and Tesla verliert am schlimmsten Punkt 44% und spiegelt die massive Underperformance wachstumssensitiver Werte in einem Umfeld steigender Zinsen wider.

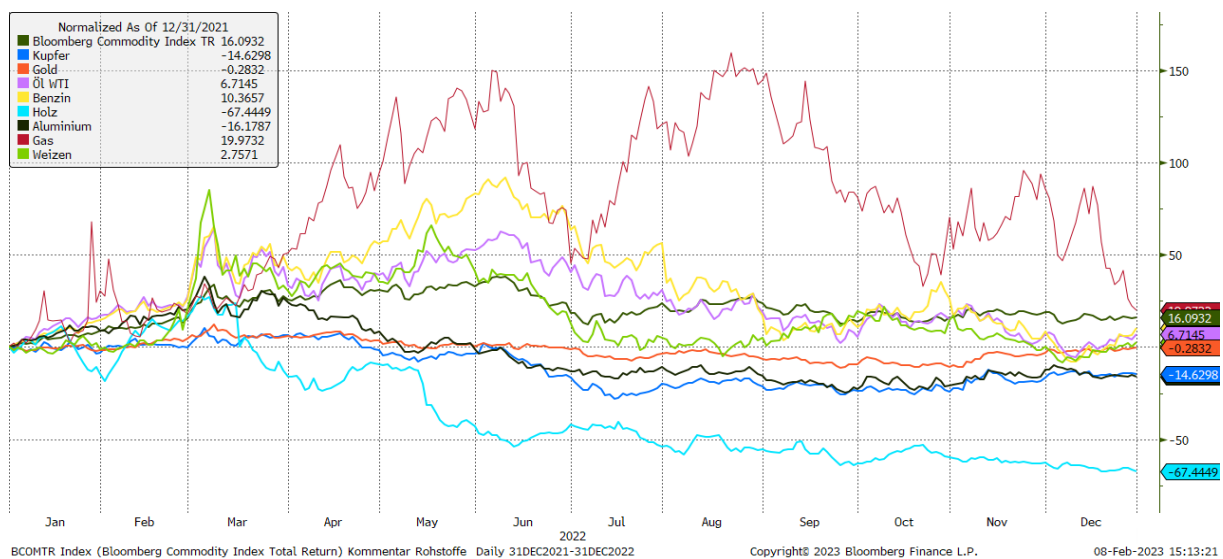
Deutsche und europäische Aktien verlieren in der Spitze 26% und 21%, bevor sie sich gegen Ende des Jahres erholen und gegenüber den amerikanischen Indizes einen überraschenden Mehrwert generieren können. Schwellenländer bleiben praktisch das ganze Jahr Schlusslicht und Japan betritt im gesamten Jahresverlauf kein Bärenmarkt Territorium. In den Schwellenländern schmerzen der starke USD und die Schwäche Chinas, wohingegen in Japan die Unternehmen von einer auf Nullzinsniveau verharrenden Notenbank und einer schwachen Währung profitieren.

Das Bemerkenswerte bei dieser Entwicklung bleibt die Feststellung, dass alle Aktienmarktverlust ohne eine Rezession stattfanden und die Gewinne der Unternehmen nicht einbrachen. Die Bewertungen der Unternehmen verringerten sich alleine durch die aggressive Zinspolitik der Notenbanken!

Das zweite Jahr in Folge sollten Rohstoffe die beste Anlageklasse sein und einen kleinen Beitrag zur Portfoliostabilisierung liefern. Allerdings zeigte sich auch, dass die Entscheidung in die Anlageklasse Rohstoffe zu investieren strategisch und mittel- bis

langfristig erfolgen muss. Rohstofftrends spielen sich auch in Zyklen ab und erfolgen unter hohen Schwankungen. Rohstoffe lieferten in den ersten Monaten des Jahres bis zu 50 Prozent Kursgewinne auf breiter Indexebene, bevor eine Korrektur einsetzte, die deutliche Kursrückgänge mit sich brachte. Der Ölpreis stieg zwischen Januar und Juni je nach Sorte um bis zu 60%, um anschließend ca.40% zu fallen. Gaspreise erlebten noch extremere Schwankungen und stiegen in Europa um das Fünffache, um am Jahresende ca. 10% im Plus zu bleiben.

Chart. Bloomberg Rohstoffe 2022



Gold als historische Absicherung gegen Inflation zeigte sich im zweiten Jahr hintereinander überfordert und lieferte keinen positiven Portfoliobeitrag in USD!

Zusammenfassend bleibt feststellen, dass die Kapitalmärkte auf das kompromisslose Zinserhöhungstempo der Notenbanken zur Bekämpfung der Inflation mit Volatilität und Turbulenzen reagierten. Die geopolitischen Spannungen und Unsicherheiten hinzuaddierend machten es unmöglich, auch mit breit diversifizierten Portfolios, Kursverluste zu vermeiden. Zinserhöhungen in der Geschwindigkeit, die schnellsten seit über 40 Jahren in den USA, als die Inflation bei 15% stand, und in Europa seit dem Bestehen der Europäischen Notenbank, hinterlassen ihre Spuren und beendeten die zinslose Ära der letzten Jahre.

Die Dramatik der Zinsentwicklungen bleibt kurzfristig für die Portfolios schmerzhaft, erhellen allerdings die Zukunftsaussichten und Renditeerwartungen.

Verluste der großen beiden Anlageklassen Aktien und Anleihen im gleichen Kalenderjahr sind nicht häufig anzutreffen, kommen aber vor. Daten für die Kapitalmärkte in den USA zeigen, dass in fast 100 Jahren Historie Verlustphasen von Aktien und Anleihen, gemessen am S&P 500 und Staatsanleihen 10 Jahre, nur in ca.

5% der Zeiträume erfolgte. Und weitere Daten zeigen, dass ein ausgewogenes Portfolio, wiederum, beheimatet in den USA, und einer Datenbasis von fast 100 Jahren, in über 80% der Zeiträume (rollierende Zeiträume 12 Monate), eine positive Rendite erzielen konnte.

Breit diversifizierte Portfoliostrategien in allen Risikokategorien erfüllen in der mittel – bis langfristigen Sicht ihren Zweck und dienen als hervorragendes Element zur Steuerung des liquiden Vermögens.

Unsere Strukturen sind an den globalen Märkten investiert, nehmen an Risiken und Veränderungen teil, sind aber auch intrinsisch in der Lage die Chancen, die sich ergeben zu nutzen. Das aktive Element entfaltet in den ausgewählten Strategien, durch die Arbeit der Manager, seine Wirkung und wird durch Zusammenstellung und Auswahl durch uns optimiert.

Markteinschätzung und Marktausblick

Das Ende einer Ära verläuft oft nicht reibungslos, auch wenn wir uns das Gegenteil wünschen würden.

Der von uns im letzten Jahr angesprochene und erwartete Prozess der Normalisierung an den Kapitalmärkten, begann und entfaltete seine Wirkung, allerdings schneller und ausgeprägter, als erwartet.

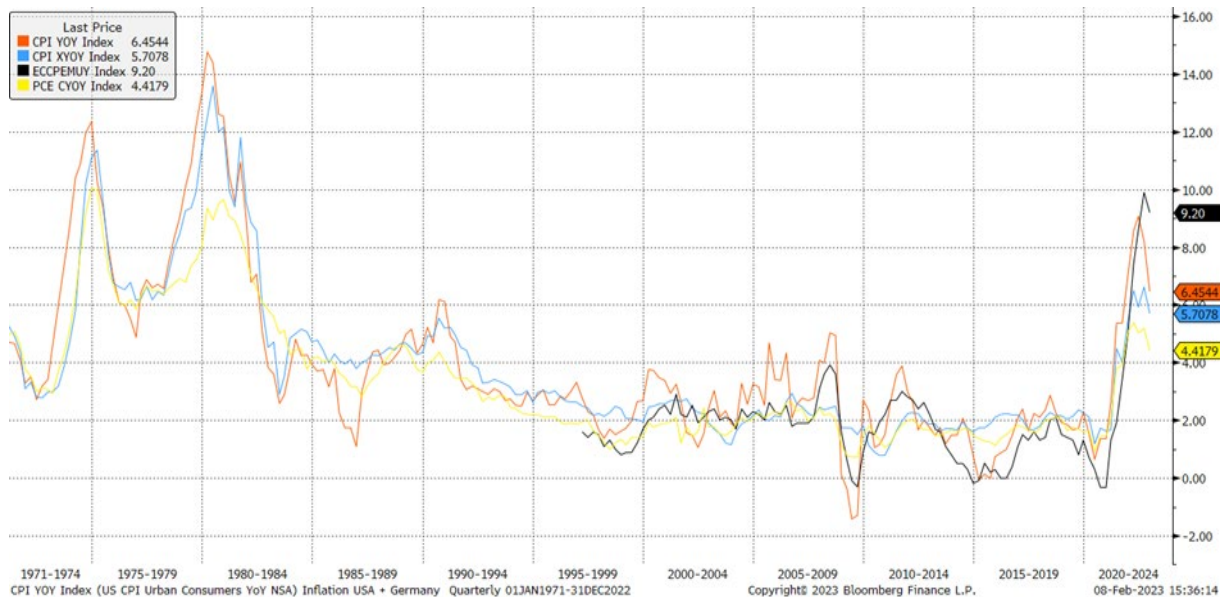
Eng mit diesem Anpassungsprozess verbunden, bleibt die weitere Entwicklung des neuen Elefanten im Raum – der Inflation! Der durch ihr Erscheinen ausgelöste Zinserhöhungszyklus entfaltet seine Wirkung und arbeitet sich durch das gesamte System unserer Volkswirtschaften und Gesellschaften. Das ultimative Risiko bleiben durch ihn ausgelöste Rezessionen in den betreffenden Volkswirtschaften.

Um wieder einmal die Kapitalmarktgeschichte heranzuziehen – wie so oft und hilfreich, zitieren wir Rudiger Dornbusch, einen mittlerweile verstorbenen deutsch-amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler: „Kein Nachkriegsaufschwung in den USA endete an Altersschwäche! Sie wurden alle von der Notenbank ermordet.“ Zugegeben hatten wir zwei ausgeprägte „post-moderne Rezessionen“ 2001 und 2008 und die kurze COVID Rezession 2020, die nicht wirklich durch die Notenbank hervorgerufen wurden, sondern durch Preisblasen oder eine Pandemie, aber alle anderen Expansionen fielen der Notenbankpolitik zum Opfer.

Und heute? Die amerikanische und europäische Notenbank, neben vielen anderen Notenbanken weltweit, erhöhen die Zinsen in einer kaum gekannten Geschwindigkeit und ein Ende erwarten die Märkte erst in den nächsten Monaten. Es macht Sinn, früher oder später eine Rezession zu erwarten! Entsprechend prognostizieren auch viele Volkswirte und Marktstrategen dieses Szenario. Ebenso die Zinsmärkte, die mit fallenden Kapitalmarktzinsen am langen Laufzeitenende, eine entsprechende Erwartung handeln.

Wer gewinnt den Kampf? Eine alte Börsenweisheit besagt: “Don’t fight the FED!”

Chart. Bloomberg Inflation USA und Europa



Dieser Chart, der amerikanische und europäische Inflationsdaten darstellt, bleibt der Schlüssel zur weiteren Entwicklung! Der rasante Anstieg der Inflation im Verlauf des Jahres 2022 erklärt die Kompromisslosigkeit der Notenbanken und das Ende der Ära negativen Zinsen. Seit Ende des Jahres 2022 fallen die Linien und signalisieren einen Hochpunkt der Inflation, möglicherweise sogar einen Wendepunkt. Eine beste Vermutung würde dies so interpretieren und die intendierte Notenbankpolitik zeigt ihre Wirkung.

Konsequenterweise müsste dies dann auch für die Konjunktur und die Kapitalmärkte gelten: Der amerikanische Notenbankpräsident Powell sagte Ende Dezember folgenden interessanten Satz: „Ich denke, dass niemand vorhersagen kann, ob wir in den USA eine Rezession haben werden oder nicht! Es ist schlicht nicht vorhersehbar!“

Welche Bedeutung messen wir zwei anderen großen Ereignissen der letzten Wochen zu? Die chinesische Abkehr der Null – COVID – Strategie und dem europäischen Winter der keiner war! Eine sehr große und potenziell mitentscheidende für die nächsten Monate und Quartale, auch über das Jahr 2023 hinausgehende. Chinas Öffnung dürfte nicht nur Wachstumschancen im eigenen Land, sondern global freisetzen, gerade auch in den Schwellenländern!

Eine durch das warme Wetter vorerst verhinderte Rezession in Europa, und die Öffnung Chinas, sind für Europa eine völlig neue Ausgangssituation und Chance.

Doch auch für Europa gilt, die Zinserhöhungen arbeiten sich durch das System und dürften ihre Wirkung entfalten. Die Energieversorgung muss im nächsten Winter wieder gesichert werden und der Krieg in der Ukraine hält an.

Zusammenfassend betrachtet haben die Notenbanken 2022 ihre Arbeit zur Eindämmung und Rückführung der Inflation erledigt, wenn auch noch nicht vollständig. Dieser Prozess dauert aller Wahrscheinlichkeit noch in den nächsten Monaten an. Es besteht schon heute die Gefahr, dass zu viel der Notenbankmedizin verabreicht wurde und jede weitere Dosis die Volkswirtschaften zum Kippen bringen kann. Die Kapitalmärkte würden hiervon nicht unbeeindruckt bleiben und Kurse noch einmal deutlich unter Druck bringen.

Andererseits sind wir durchaus überrascht wie standhaft Volkswirtschaften, Unternehmen und Konsumenten die bedeutenden Zinserhöhungen und auch globalen geopolitischen Unsicherheiten gemeistert haben und ihnen widerstehen konnten. Ohne Übertreibung lässt sich sagen, dass dies nicht so zu erwarten war!

Vielleicht bleibt ein sogenanntes „Soft-Landing“ der Volkswirtschaften immer noch eine Option, ohne signifikanten Anstieg der Arbeitslosen und einer schnelleren Rückkehr der Inflationsraten in den Bereich der Notenbankziele von 2%. Unter bestimmten Voraussetzungen, nämlich wenn die Inflationserwartungen, wie auch heute, stabil bleiben und nicht ansteigen, reicht ein nur leichter Anstieg der Arbeitslosenquote aus, um Preisstabilität wieder herzustellen. Auch hierfür gibt es ein Beispiel aus der Wirtschaftsgeschichte der USA. 1951 im Zuge der Mobilisierung für den Koreakrieg erreichte die CPI-Inflationsrate in den USA im März 9.3%, um 12 Monate später bei 1.9% zu liegen. In diesem Zeitraum stieg die Arbeitslosenquote nur um 0.5%. Der S&P 500 konnte 1951 und 1952 16% beziehungsweise 11% zulegen.

Wenn eine Ära mit Schmerzen endet, verändert sich etwas, aber die Schmerzen vergehen, weil etwas Neues kommt! Das Ende der negativen Zinsen durch die kompromisslose Haltung der Notenbanken bringt den Anlegern den Zins wieder – einen Zins, den man vereinnahmen kann, Jahr für Jahr in den unterschiedlichen Anleihe-segmenten. Es eröffnet neue Möglichkeiten und Handlungsspielräume in der Portfoliozusammenstellung und unterstützt auch langfristig interessante Gesamtportfoliorenditen.

Wir bleiben auch nach diesem turbulenten Jahr unserer Haltung treu, die Portfolios mit ruhiger Hand zu verwalten. Wie sind investiert und von den Stärken des Strukturgedankens überzeugt.

Wir bedanken uns für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen und freuen uns auf den weiteren gemeinsamen Weg mit Ihnen.