

Bellevue Blickpunkt



Marketing Dokument

Gerit Heinz

Und immer noch warten...

- Historische Notenbankentscheidungen
- Inflationsziel noch nicht erreicht
- Zinswende kommt später
- Vorzüge von aktivem Management

Historisch ist ein großes Wort und doch können die Notenbankentscheidungen im März zumindest in der jüngeren Vergangenheit als historisch betrachtet werden. Die Bank von Japan hat zum ersten Mal seit 2008 ihren Leitzins erhöht und damit als letzte der großen Notenbanken den Zinserhöhungspfad beschritten. Das aggressivste monetäre Stimulusprogramm der jüngeren Geschichte geht damit zu Ende und nach acht Jahren wird das Negativzinsumfeld verlassen. Bei der Europäischen Zentralbank und der amerikanischen Notenbank wird schon wieder über Zinssenkungen nachgedacht. Wenn auch die Zinswende bislang ausgeblieben ist, so signalisieren die Projektionen der US-Notenbanker drei Zinssenkungen in diesem Jahr. Die Schweizerische Nationalbank hat dagegen als erste der Notenbanken im G10-Währungsraum bereits wieder mit einer Herabsenkung des Leitzinses von 1,75% auf 1,50% begonnen.

Wenn es mal wieder länger dauert - Inflationsgefahren nicht gebannt

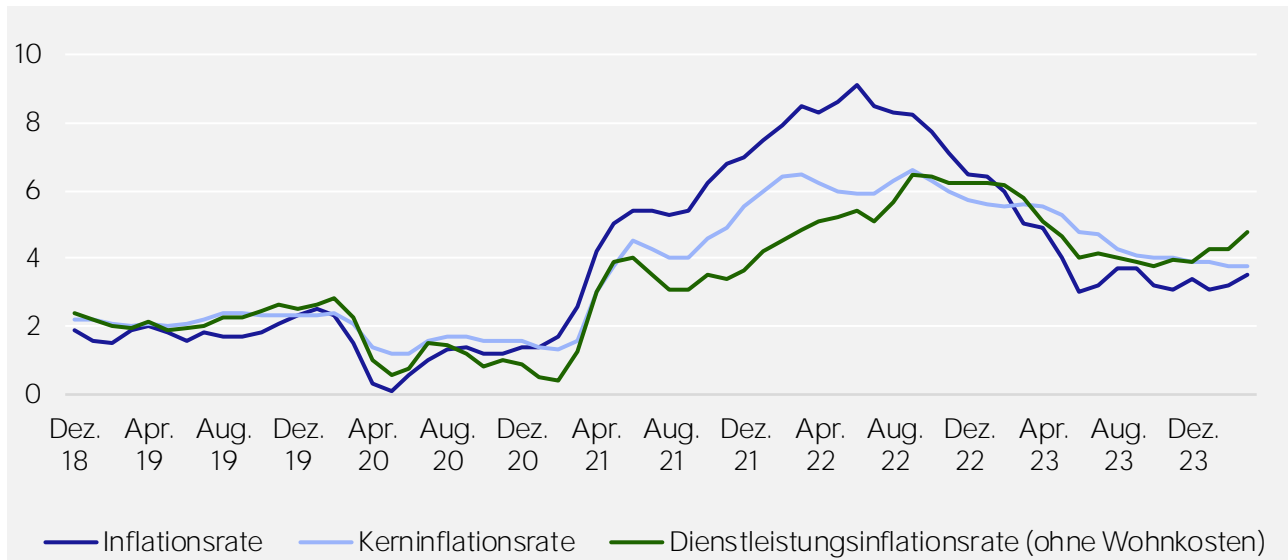
Die Inflationsrate in den USA lag im März 3,5% über dem Vorjahr. Die umgangssprachlich letzte Meile im Kampf gegen die Inflation, der Weg in Richtung 2%, erweist sich als zunehmend steinig. Sehr genau beobachten die Notenbanker die Inflationsentwicklung und solange die Zahlen deutlich über 2% sind, dürfte die Nervosität hoch bleiben. Die aktuellen Verbraucherpreisinflationsraten als nachlaufender Indikator sind zwar kein perfekter Signalgeber für den zukünftigen Preisdruck, Basiseffekte sprechen jedoch nicht dafür, dass in den nächsten Monaten die vollumfassende Inflationsrate im Vergleich zum Vorjahr in Richtung der von der Fed angestrebten 2%-Marke fällt. Auch wirkt Geldpolitik mit einer zeitlichen Verzögerung. Nach der Vollbremsung mit den steilen Zinserhöhungen seit dem zweiten Quartal 2022 ist man zwar bereit, die Bremse zu lockern, aber will tunlichst vermeiden, dies zu früh zu tun. Böse Erinnerungen an die späten 1970er Jahre werden wach. Einer hektischen und unklar kommunizierten Geldpolitik mit Zinssenkungen und -erhöhungen war es nicht gelungen, die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Allerdings war der Arbeitsmarkt damals in schlechter Verfassung und die Fed wollte beiden gerecht werden. Die Folgen sind bekannt. Ein Wechsel an der Notenbankspitze und der Wechsel zu einer extrem restriktiven Geldpolitik mit der Folge einer Rezession – der sogenannte Volcker-Schock. Beides möchte der amtierende Fed-Präsident Powell aus persönlichen und gesamtwirtschaftlichen Gründen sicher vermeiden.

Mit Blick auf wesentliche Inflationsindikatoren ergibt sich zurzeit kein eindeutiges Bild. Unternehmensbasierte Umfrageergebnisse deuteten zuletzt teilweise auf weniger stark steigende Einkaufspreise hin, während Konsumenten ihre mittelfristigen Erwartungen über zukünftige Teuerungsraten wieder nach oben korrigiert haben. Auch der Arbeitsmarkt sendete zuletzt ambivalente Signale. Mit über 300.000 zusätzlich geschaffenen Stellen außerhalb der Landwirtschaft im März bleibt der Beschäftigungsaufbau robust. Allerdings ging zuletzt die Zahl derjenigen, die freiwillig den Job gewechselt haben, auf 2,1% zurück – ein Wert, der unterhalb des langjährigen Durchschnitts der Vor-Corona-Zeit liegt. Und auch der Lohndruck schwächt sich langsam ab – das Wachstum der durchschnittlichen Stundenlöhne betrug im März gegenüber Vorjahr 4,1%.

Zu früh gefreut - Zinswende kommt später

Aktuell deutet einiges darauf hin, dass die umfassende Inflationsrate in den USA sich bei einem Niveau von über 3% eingependelt hat. Eine Entwicklung, die dem Offenmarktkomitee der Fed nicht gefallen dürfte. Solange keine klarere Tendenz in Richtung 2%-Ziel erkennbar wird, dürften die US-Zentralbanker trotz der gemessen an diversen Schätzungen des neutralen Zinssatzes weiterhin restriktiven Geldpolitik nicht an der Zinsschraube drehen und auf schwächere Konjunktur- oder Preisdaten warten. Schwer vorstellbar ist unserer Meinung nach, dass die Fed Leitzinssenkungen umsetzt, insbesondere wenn die Jahresraten aufgrund von Basiseffekten sogar steigen. Besonderheiten dieses Wirtschaftszyklus durch eine Anhäufung exogener Schocks und darauffolgender fiskal- und geldpolitischer Antworten dürften den Beginn des Zinssenkungszyklus weiter nach hinten verschieben. Das gilt zuvorderst für die USA. Zudem ist es nicht auszuschließen, dass sich die Fed rund um die Präsidentenwahl mit geldpolitischen Entscheidungen zurückhält. In der Eurozone sind die Inflationsraten niedriger und eine Zinssenkung im Juni daher durchaus wahrscheinlich.

Abbildung 1: US-Verbraucherpreise (in % z. VJ.)



Quelle: Bloomberg, Stand: 11.04.2023

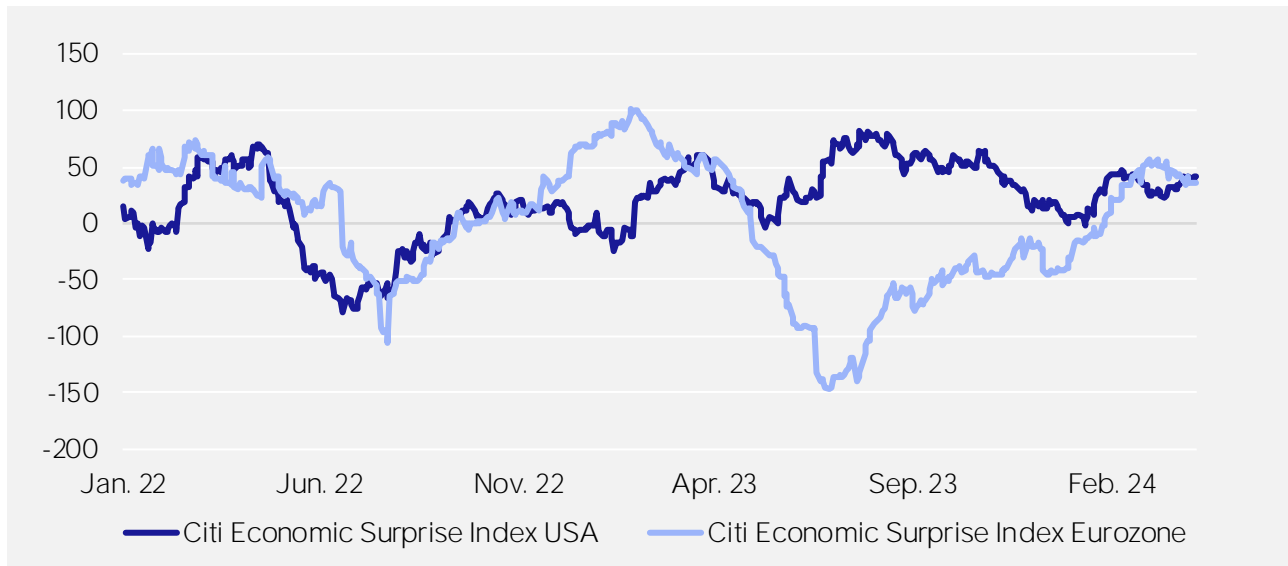
Vor dem Hintergrund der gerade veröffentlichten makroökonomischen Projektionen der US-Notenbank ist die Frage nach dem Zinswendepunkt allerdings nicht eine Frage des "ob", sondern eine Frage des "wann". Die ökonomische Aktivität in den USA scheint sich – wenn auch deutlich langsamer als von vielen Marktteilnehmern erwartet – abzukühlen und damit sollte auch der Preisauftrieb sukzessive nachlassen. Für uns bleibt allerdings die Erwartung erhalten, dass die Notenbanker nach den Erfahrungen der 1970er Jahre eher zu spät die geldpolitische Wende einleiten als zu früh. Damals ging die Verbraucherpreis-inflation von ihrem Höchststand im Dezember 1974 von 12,3% auf 4,9% im Dezember 1976 zurück, ehe sie sich erneut beschleunigte und erst dreieinhalb Jahre später im März 1980 mit 14,8% über dem Vorjahr ihren Höhepunkt überschritt.

Der skizzierte Zeitpunkt der Juni-Sitzung der US-Notenbank als Startpunkt eines Zinssenkungszyklus erscheint uns zum aktuellen Zeitpunkt gesehen aufgrund der Erfahrungen der Vergangenheit ambitioniert. Die Fed wird wahrscheinlich nur moderate Zinssenkungen vornehmen, da eine tiefe wirtschaftliche Rezession nicht absehbar ist. Interessanterweise zeigt die Inversion der Zinskurve (die Differenz zwischen den Renditen von zwei- und zehnjährigen Staatsanleihen), der zuverlässigste Indikator für wirtschaftliche Abschwünge in der Vergangenheit, seit fast zwei Jahren auf einen ökonomischen Abschwung hin. Dies ist die längste Zeitspanne einer Zinsinversion in der Geschichte. Allerdings ist dieser geldpolitische Zyklus auch alles andere als normal, handelt es sich doch um den schnellsten Zinserhöhungszyklus seit Jahrzehnten nach der Phase ultraexpansiver Geldpolitik infolge der Finanzkrise.

Kapitalmärkte trotzen „higher-for-longer“ Narrativ

Der Umstand einer bislang ausbleibenden Rezession repräsentiert allerdings grundsätzlich ein günstiges Umfeld für Aktienmärkte. Insbesondere die von uns seit Anfang Februar stärker gewichteten europäischen Aktien haben im Frühjahr Momentum aufgebaut. Die Datenüberraschungen zeigen seit Anfang Februar in eine positive Richtung. Akute Rezessionsorgen klingen für den Moment ab, das verarbeitende Gewerbe stabilisiert sich nach einem mehr als zwei Jahre andauernden Abschwung und die Aussicht auf in der Zukunft fallende Renditen stützt die Kurse. Daneben genießen europäische Titel weiterhin einen Bewertungsvorteil ggü. ihren US-amerikanischen Pendanten. US-Werte befinden sich aufgrund ihrer höheren Zinssensitivität im Kontext höherer Renditen dagegen aktuell in einem schwierigeren Fahrwasser. Insgesamt erscheint das Umfeld angesichts der zähen Inflationsentwicklung und den «higher for longer» Renditen vor dem Hintergrund der bereits eingetretenen Kursentwicklung zunehmend ambitioniert. Die hohen Aktienquoten, die wir in den ersten Monaten des Jahres allokiert hatten, haben wir daher sukzessive zurückgefahren.

Abbildung 2: Datenüberraschungen Eurozone vs. USA



Quelle: Bloomberg, Stand: 11.04.2023

Des einen Freud – des anderen Leid

Auf der Rentenseite bleibt eine dynamische Durationssteuerung aufgrund sich verändernden Erwartungen über den Zinszyklus essentiell. Nach einer Korrektur der ambitionierten Zinssenkungserwartungen in diesem Jahr sehen wir für den Moment wenig Raum für weitere Renditeanstiege. An diesem Beispiel wird deutlich, dass gerade auf der Anleienseite der Vorteil aktiver gegenüber passiver Anlagestrategien auf der Hand liegt. Die vergleichsweise langen Laufzeiten breiter Indizes insbesondere bei Anleihen hoher Bonität haben seit dem Zinsanstieg vor gut 2 Jahren kräftig an Wert eingebüßt, der immer noch nicht aufgeholt werden konnte. Passive Anleger sind dabei die Leidtragenden des klugen Handelns der Finanzchefs und Treasurer. Diese hatten die Niedrigzinsphase für lange Laufzeiten genutzt, womit sich auch die durchschnittliche Restlaufzeit der Benchmarkindizes verlängerte, um dann Ende 2021 vor dem Zinserhöhungszyklus den Höhepunkt zu erreichen. Ein Fokus aktiver Anleger auf kurzlaufende und/oder höherrentierende festverzinsliche Wertpapiere konnte den Anstieg der risikofreien Zinssätze abfedern. Dem Anspruch einer dynamischen Durationssteuerung im Angesicht stetig wechselnder Zinserwartungen kann daneben nicht durch eine starre Abbildung von Indizes entsprochen werden. Angesichts des aktuellen Zinsausblicks sehen wir weiterhin von einer verlängerten Duration ab, zumal die inverse Zinskurve attraktive Renditen am kurzen Ende ermöglicht. Die vergleichsweise tiefen Creditspreads veranlassen uns aber auf der Qualitätsleiter nach oben zu klettern und teure Anleihen niedriger Bonität zu meiden.

Multi Asset im Kontext makroökonomisch stürmischer Zeiten

In Zeiten erhöhter makroökonomischer Unsicherheit über Wachstums- und Inflationsentwicklung, wie wir sie gerade vorfinden, bleibt aktives Portfolio Management gefragt. Wie selten zuvor besteht aktuell Unklarheit über wichtige Determinanten wie Produktivitätsfortschritte aufgrund technologischer Entwicklungen (z. B. im Bereich künstlicher Intelligenz) oder längerfristige Gleichgewichtszinsen, die maßgeblich sind, um Ertragsperspektiven verschiedener Anlageklassen an den Kapitalmärkten abzuleiten. Geopolitisch erleben wir eine neue Phase der Verunsicherung und der Umwälzungen, die ein flexibles Handeln erfordern. Die letzten dreißig Jahre nach dem Ende des Ost-West-Konflikts waren von einer beeindruckenden Stabilität und der Globalisierung mit damit einhergehenden niedrigen Inflationsraten geprägt. Diese Phase geht offenkundig zu Ende. Eine Welt mit positiven Zinsen ist einer ganzen Anlegergeneration gänzlich unbekannt und das Navigieren in diesen Kapitalmarktgewässern will für viele erst gelernt werden.

Das Jahr 2022 hat eindrücklich gelehrt, dass eine starre Konzentration auf einzelne Anlageklassen zu deutlichen Kursverlusten führen kann. Die letzten Jahre waren daneben ein empirischer Beweis dafür, dass insbesondere die strategische Vermögensallokation, also die Wahl der geeigneten Anlageklassen, ein zentraler Pfeiler der Portfoliokonstruktion bleibt, um über multiple Ertragsquellen diversifizierte Einkommensströme zu generieren. Auch 2024 zeigen eine Vielzahl an Anlageklassen erfreuliche Wertentwicklungen. Neben traditionellen Anlageklassen wie Aktien, Renten oder Gold stiften auch z. B. Volatilitätsstrategien einen Mehrwert.

Ein diversifiziertes Multi Asset Portfolio ist zwar kein Garant für eine stetig steigende Wertentwicklung, das Risiko hoher Drawdowns und starker Volatilität wird durch eine breite Streuung allerdings reduziert.



Gerit Heinz
Leiter Portfoliomanagement und Geschäftsführer
Bellevue Asset Management (Deutschland) GmbH

Interessiert an weiterführenden Informationen?

Wir stehen Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung

Bellevue Asset Management (Deutschland) GmbH
Taunusanlage 15 | D-60325 Frankfurt am Main
+49 69 770 608 100 | info@bellevue-am.de
www.bellevue.ch

Besonderer Hinweis: ©2024. Alle Rechte vorbehalten. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Anteilerwerb dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung, sie geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale. Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind: der ausführliche Verkaufsprospekt, das Basisinformationsblatt (PRIIP-KID), das Verwaltungsreglement sowie die Halbjahres- und Jahresberichte. Diese sind in deutscher Sprache kostenlos bei Bellevue Asset Management (Deutschland) GmbH, Ihrem Berater oder Vermittler, den Zahlstellen, der zuständigen Depotbank oder bei der Verwaltungsgesellschaft IPConcept (Luxemburg) S.A. (société anonyme), 4, rue Thomas Edison, L-1445 Luxemburg, Luxembourg, <https://www.ipconcept.com>, erhältlich. Hinweise zu Chancen und Risiken sowie steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt. Weitere Informationen zu Anlegerrechten sind auf der Homepage der Verwaltungsgesellschaft (www.ipconcept.com) einsehbar. Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Anteile ihrer Organismen für gemeinsame Anlagen getroffen hat, gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie

2011/61/EU aufzuheben. Alle Aussagen wurden sorgfältig recherchiert, geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Für die Richtigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. *Die angegebene Wertentwicklung basiert auf dem Nettoinventarwert, bei Wiederanlage aller Ausschüttungen, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages sowie steuerlicher Faktoren (BVI-Methode, Quelle: SIX Financial Information).

Individuelle Kosten sind nicht berücksichtigt und würden sich negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Bei einem Anlagebetrag von 1.000 EUR über eine Anlageperiode von fünf Jahren würde sich das Anlageergebnis im ersten Jahr um den Ausgabeaufschlag in Höhe von 50 EUR (5,00%) sowie um zusätzlich individuell anfallende Depotkosten mindern. In den Folgejahren würde sich das Anlageergebnis zudem um jene individuell anfallenden Depotkosten mindern. Hinweis: Die wichtigsten Begriffe sind im Glossar unter www.bellevue.ch/de-de/private/glossar erläutert.

© 2024 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

© 2024 MSCI ESG Research LLC. Reproduziert mit Erlaubnis. Obwohl die Informationsanbieter der Bellevue Asset Management (Deutschland) GmbH, insbesondere MSCI ESG Research LLC und seine verbundenen Unternehmen (die «ESG-Parteien»), Informationen aus Quellen erhalten, die sie als verlässlich erachten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Echtheit, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Daten. Keine der ESG-Parteien erteilt weder ausdrückliche noch stillschweigende Zusicherungen jeglicher Art und die ESG-Parteien schließen hiermit ausdrücklich jegliche Gewährleistungen für die Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf die in diesem Dokument enthaltenen Daten aus. Die ESG-Parteien haften nicht für eventuelle Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den in diesem Dokument enthaltenen Daten. Des Weiteren und ohne die vorstehenden Ausführungen einzuschränken, haftet keine der ESG-Parteien für direkte, indirekte, besondere, zufällige oder Folgeschäden sowie Schäden mit Strafcharakter oder jegliche andere Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit dieser Schäden informiert worden ist.

Quelle: Bellevue Asset Management (Deutschland) GmbH, Stand: 01.01.2024