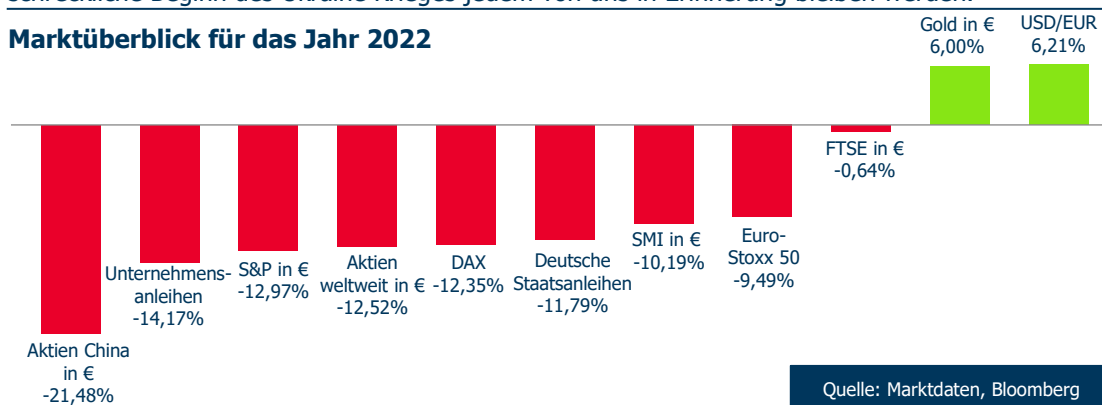




1. Überblick

Das vergangene Jahr brachte viele negative Rekorde und wird deshalb in die Börsenhistorie als ein Jahr eingehen, an das sich die Marktteilnehmer noch lange erinnern werden. So war es das schwierigste Jahr für Anleihen seit über 50 Jahren. Die Inflation stieg in Europa auf den höchsten Stand seit über 70 Jahren. In den USA wurden seit über 40 Jahren keine so hohen Preissteigerungen gemessen. Die großen Aktienmärkte auf der ganzen Welt verbuchten im letzten Jahr zweistellige negative Kursentwicklungen. Staatsanleihen, die normalerweise als Ausgleich dienen, wenn Aktien einen erheblichen Rückgang verzeichnen, gaben ebenfalls zweistellig auf breiter Front nach. Auch gaben die Kreditmärkte massiv ab. Mit traditionell gemischten Aktien-/Rentenmandaten konnten deshalb auch die zwischen ihren verschiedenen Anlageklassen normalerweise bestehenden Diversifikationseffekte nicht positiv genutzt werden. Nur rohstoffnahe Investments (u.a. das Gold in EUR) und der USD konnten sich positiv entwickeln und führten zu ein wenig Vermögenserhalt. Es war ein anspruchsvolles Jahr für die Weltwirtschaft, in dem geopolitische Spannungen und der schreckliche Beginn des Ukraine Krieges jedem von uns in Erinnerung bleiben werden.

Marktüberblick für das Jahr 2022



Im neuen Jahr sollte sich zwar ein makroökonomischer Wendepunkt einstellen, aber der Zeitpunkt und die Stärke bleiben abzuwarten. Der Druck durch die Inflation und die Geldpolitik sollte allmählich nachlassen, unsicher ist aber, wann das geschehen wird und wie schnell. Die wichtigsten Komponenten bleiben aus unserer Sicht die monetären Rahmenbedingungen und die Höhe der Inflation. Unseres Erachtens nach wird es von größter Bedeutung sein, bei der Aktienanlage wieder der Rentabilität und verlässlichen Erträgen einen höheren Stellenwert einzuräumen als den reinen Umsatzentwicklungen und möglichen Kursgewinnen. Wesentliche Pfeiler für diese neue Phase werden drei Faktoren sein:

1. Inwieweit haben die Märkte die negative wirtschaftliche Entwicklung bereits vorweggenommen? Die Zentralbanken dürften vorerst nicht unterstützend tätig werden, wenn das Wachstum schwächelt. Das Risiko einer zu starken Straffung und nachgelagerten Rezession nehmen sie offenbar in Kauf. Erst wenn ökonomischer Schaden sichtbar wird oder bereits eingetreten ist, dürften weitere Zinsanhebungen ausbleiben. Die entscheidende Frage lautet also: Wie viel von den volkswirtschaftlichen Schäden haben die Märkte mit den Kursrückgängen schon vorweggenommen? Die aktuellen Aktienbewertungen berücksichtigen aus unserer Sicht die bevorstehende Rezession noch nicht hinreichend.

2. Den Zins wieder entdecken:

Das höhere Zinsumfeld lenkt den Blick wieder verstärkt auf Anleihen. Höhere Zinsen sind ein Geschenk, da lange genug verzweifelt nach stabilen Erträgen gesucht wurde. Und nun muss möglicherweise nicht einmal mehr ein höheres Risiko dafür eingegangen werden!

3. Inflation als einen „treuen“ Begleiter akzeptieren:

Wir werden mit einer höheren Inflation leben müssen. Auch wenn in den nächsten Monaten die Inflation voraussichtlich deutlich sinken wird, u.a. durch Basiseffekte, dürften strukturelle Veränderungen, wie die Alterung der Gesellschaft, die grüne Transformation und eine Neusortierung globaler Handelsströme für eine längerfristige höhere Inflation oberhalb des 2%-Ziels sorgen.

An den Märkten hat bereits die „Neukalibrierung“ begonnen. Es kann ein langer Weg zur Bodenbildung für die Märkte werden, der auch fundamental andere Herangehensweisen an Investments für die nächsten Jahre von uns Anlegern erfordern wird. Gehen wir hoffnungsvoll in ein besseres neues Jahr 2023 und stellen uns den globalen Gegenwinden mit einer guten und soliden Asset Allocation entgegen.

2. Unsere Einschätzungen für 2023 im Überblick

WIRTSCHAFTSWACHSTUM: Nach der aggressiven Straffung der Finanzierungsbedingungen und der restriktiven Geldpolitik im Verlauf des Jahres 2022 gehen wir davon aus, dass das globale Wachstum 2023 deutlich schwächer werden sollte. Anleger unterschätzen unter Umständen die Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft, während es in Europa hingegen sicher zu einer Rezession kommen wird und China nach der Abkehr der „No Covid“-Strategie mit einem stärkeren Wirtschaftswachstum aufwarten könnte.

INFLATION: Die Preise werden sich voraussichtlich in den USA langsam abkühlen; die Lage bei den Wohnkosten und den Löhnen, zwei wesentliche Treiber des Inflationsanstiegs, wird sich deutlich entspannen. Die Lieferketten funktionieren besser und die Engpässe werden sich voraussichtlich noch weiter auflösen können, wenn China bei seiner flexibleren COVID-Strategie bleibt. Auch in Europa dürfte die Inflation aufgrund von Basiseffekten zurückgehen, allerdings aus unserer Sicht auf einem erhöhten Niveau verharren. Das Lohnwachstum und die langfristigen Inflationserwartungen bleiben wichtige Faktoren für die zukünftige Geldpolitik.

GELDPOLITIK: Die hartnäckige Inflation ist nach wie vor die Hauptsorge rund um den Globus und zwingt die Zentralbanken, ihren Zinsstraffungszyklus beizubehalten und lediglich im Laufe des Jahres 2023 zu pausieren. In den USA rechnen wir damit, dass der Leitzins einen endgültigen Stand, „Terminal Rate“ genannt, von 5,00 bis 5,25 % erreichen und es 2023 keine Leitzinsreduzierungen geben wird. In der Eurozone könnten die Leitzinsen eine „Terminal Rate“ von 3,25 % erreichen. Der Rückgang des Geldmengenwachstums in den USA hält an und auch Europa schließt sich der Straffung bzw. „Tightening“ an. Die EZB verkürzt die Bilanz, indem es u.a. das TLTRO-Kreditprogramm auslaufen lässt und Anleihekäufe ab März weiter reduzieren wird.

GEOPOLITIK: Die omnipräsente geopolitische Dynamik wird weiterhin vom Konflikt in der Ukraine, den territorialen Ansprüchen Chinas und der festgefahrenen Polarisierung der Gesellschaft geprägt. Im Hinblick auf den letzten Aspekt rechnen wir mit zunehmender Unsicherheit, was die Zusammensetzung und den politischen Kurs einiger Regierungen angeht (Rechtsruck).

AKTIEN: Steigende Kapitalkosten und sich einengende Margen setzen die Gewinne der Unternehmen weiter unter Druck. Aufgrund recht hoher Bewertungen, besonders in den USA, bestehen Abwärtsrisiken in den nächsten Quartalen. Unserer Ansicht nach ist es in einem solchen Umfeld wichtig, bei Aktien mehr auf Gewinne als auf Umsätze, bzw. mehr auf Qualität als auf Marktkapitalisierung der einzelnen Unternehmen zu setzen. Angesichts weiterhin bestehender makroökonomischer Risiken scheint mittelfristig eine Ausrichtung auf US-Aktien sinnvoll, während taktisch bei europäischen Werten in der zweiten Jahreshälfte attraktive zyklische Merkmale sowie die niedrige Bewertung kurssteigernd wirken könnten.

ZINSEN: Weltweit werden sich die Renditen voraussichtlich im Gleichschritt mit dem geldpolitischen Kurs der Zentralbanken bewegen, wobei die regionale Abhängigkeit von Energie zu Unterschieden führen kann. Die Zinsen werden voraussichtlich in der ersten Hälfte des Jahres 2023 ihren oberen Wendepunkt erreichen, wenngleich aufgrund der Bereitschaft der Währungshüter zu übersteuern zugegebenermaßen das Risiko besteht, dass die Zinsen noch weiter steigen. Aus globaler Sicht liegt die starke Invertierung der Zinsstrukturkurve unseres Erachtens nach hinter uns.

ANLEIHEN: Der Zyklus für Zinserhöhungen ist in vollem Gange und liegt bereits zu einem Großteil hinter uns. Für erstklassige Bonitäten gibt es wieder Renditen von mehr als 3%. Zu Beginn des Jahres ist eine kurze Duration zu favorisieren, aber im Jahresverlauf sollten auch bewusst längere Laufzeiten von 7–10 Jahren beigemischt werden, um sich das attraktive Zinsniveau längerfristig zu sichern. Neben Unternehmensanleihen sehr guter Bonitäten sind mittlerweile auch wieder klassische Pfandbriefe und staatsähnliche Emittenten interessant.

WÄHRUNGEN: Die über den Jahresverlauf anhaltende Stärke des US-Dollars, die zu Preisen unterhalb der Parität gegenüber dem Euro geführt hat, kehrte sich im 4. Quartal um. Für die weitere Entwicklung des US-Dollars sind aus unserer Sicht zwei wesentliche Faktoren verantwortlich: Die Notwendigkeit für Anlagen in „sicheren Häfen“ und die Notenbankpolitik der FED. Wir erwarten eine Handelsspanne von EUR/USD 1,00–1,10, wobei bei einer deutlichen Entspannung in der Ukraine auch 1,15 möglich sind.

GOLD: Der Konsens über einen Höchststand der Leitzinsen in 2023 sollte das Gold, für das besonders das Realzinsniveau wichtig erscheint, mittelfristig unterstützen. Zentralbanken waren dieses Jahr Käufer von Gold. Sollte es in diesem Jahr zu Erschütterungen an den Finanzmärkten kommen, könnte auch Gold wieder als sicherer Hafen fungieren.

3. Bericht vom Markt – Globale Sicht

Schon im letzten Marktbericht haben wir ausgeführt, dass uns eine Weltwirtschaft mit schwächerem Wachstum, fallenden aber weiterhin erhöhten Inflationsraten sowie einem Ende der Zinserhöhungen in den kommenden Monaten erwartet. Erste Indikatoren deuten darauf hin, dass wir auf diesem Weg sind, aber die Entwicklung dorthin vermutlich länger dauern wird. Was aber sind die Treiber dafür, wie lange kann diese Phase dauern und welche Implikation für die Kapitalmärkte ergeben sich? Fragen denen wir nachgehen wollen. Aus unserer Sicht bleiben die wichtigsten Einflussfaktoren des Jahres:

1. Die Weiterentwicklung und Höhe der Inflation,
2. die Handlungen der Notenbanken
3. die Auswirkungen, Höhe und Länge des zu erwartenden wirtschaftlichen Rückgangs.

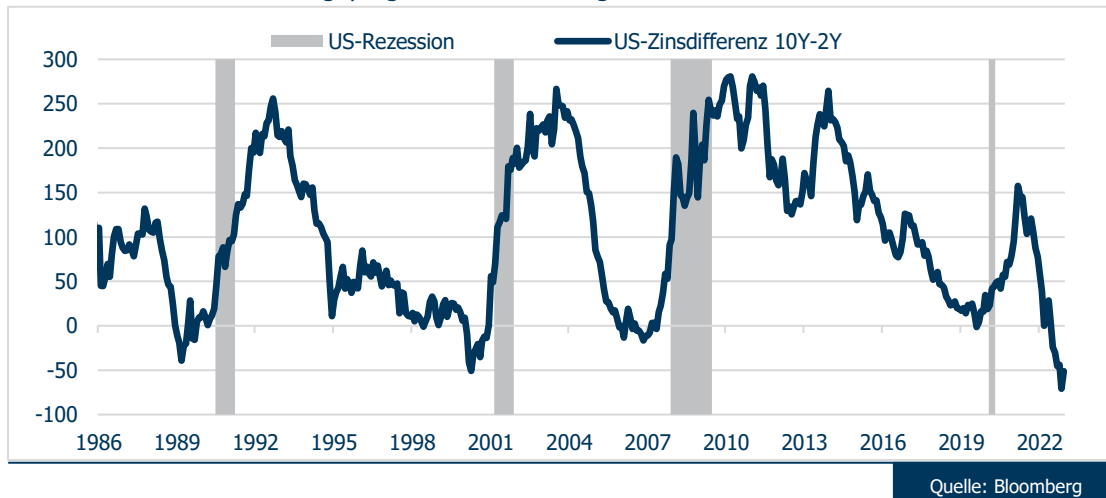
Die seit vier Jahrzehnten anhaltende Phase mit einem weitgehend stabilen Wirtschaftswachstum mit nur mäßiger Inflation ist seit letztem Jahr Geschichte. Ein neuer Zeitabschnitt hat begonnen mit anhaltendem Preisauftrieb, schwankender Produktion, Leitzinserhöhungen auf Niveaus, die der Wirtschaftsaktivität aller Ansicht nach schaden werden, sowie steigenden Anleiherenditen und anhaltendem Druck auf Risikoanlagen. Die Gefahren von Rezessionen werden von Seiten der Notenbanken billigend in Kauf genommen. Für die führenden Volkswirtschaften gilt die volle Konzentration der Absenkung der aktuellen Inflationsraten auf das Zielniveau von 2%. Vermutlich werden die Währungshüter ihre Bemühungen erst dann einstellen, wenn der Schaden für die Wirtschaft offenkundig wird. Wir erwarten ein Nachlassen der Inflation im aktuellen Jahr, die aber trotz allem über dem 2%-Ziel der Notenbanken verharren dürfte. Der Grund dafür liegt in einer angebotsgetriebenen Welt, die derzeit enorme Zielkonflikte mit sich bringt. Die Folgen daraus werden jetzt sichtbar und dürften uns über Jahre hinaus erhalten bleiben. In der Pandemie gaben Verbraucher weniger für Dienstleistungen und mehr für Waren aus. Lieferengpässe waren die Folge. Mit dem demografischen Wandel wächst der Arbeitskräftemangel, was nichts anderes heißt, als dass die Industrieländer nicht mehr so viel produzieren können wie bisher, ohne zusätzlich Inflationsdruck zu erzeugen. Unter anderem auch ein Grund dafür, warum die Inflation derzeit so hoch ist, obwohl die Aktivität unter dem „Vor-Corona-Niveau“ stagniert. Die Zentralbanken ihrerseits können mit ihren Zinsanpassungen diese Produktionsengpässe nicht beseitigen – sie können lediglich die Konsumnachfrage indirekt im jeweiligen Land beeinflussen. Die Folge ist ein Zielkonflikt. Entweder wird die Nachfrage so weit gebremst, bis die Inflation das o.g. Ziel der Notenbanken erreicht hat und auch die Wirtschaft diese bequem befriedigen kann, oder sie findet sich mit einer höheren Inflation ab. Derzeit präferieren die Notenbanken noch die erstere Variante. Sobald aber der wirtschaftliche Schaden offen zutage tritt, werden die Notenbanken ihre restriktive Geldpolitik einstellen (müssen) und in das Gegenteil umkehren, auch wenn das Inflationsziel noch nicht erreicht ist.

Aus unserer Sicht werden aber drei Langfristrends dauerhaft für Angebotsengpässe sorgen: Die Überalterung der Gesellschaft, die in vielen Volkswirtschaften für Arbeitskräftemangel sorgen wird. Die anhaltenden geopolitischen Spannungen, die eine weitere Deglobalisierung und Neuordnung der Lieferketten erforderlich macht. Aber auch der Kampf gegen den Klimawandel, der über das Netto-Null-Emissionsziel das Energieangebot und die -nachfrage vermutlich eine Zeitlang aus dem Lot bringen wird. Fazit: Das, was früher einmal funktioniert hat, könnte heute oder auch zukünftig so nicht mehr gelten.

Die Abschwächung des Inflationsanstiegs wird also klare untere Grenzen haben, da wir uns schlichtweg in einem anderen wirtschaftlichen Umfeld befinden. Ab März 2023 wird vermutlich der Basiseffekt durch den Ukraine-Krieg zu einer Reduzierung der Inflationsrate in Europa führen, da die stark gestiegenen Energiepreise schon im 4. Quartal 2022 deutlich zurückgekommen sind. Dagegen gibt es allerdings andere Effekte, die deutlich nachhaltiger auf die Inflationsrate wirken sollten, wie beispielsweise die starken Lohnsteigerungen. Im Service- und Dienstleistungssektor, bspw. Gastgewerbe, wird der Inflationsdruck vermutlich nicht nachlassen. Somit ist eher vorstellbar, dass die Nachfrage aufgrund der zu hohen Preise zurückgehen wird und entsprechend auf die Konjunktur drückt. Der Blick auf die Zinsstrukturkurven, besonders in den USA (siehe Grafik), gibt uns einen klaren Hinweis auf das, was 2023 konjunkturell noch vor uns liegen könnte. Die letzten sieben Rezessionen in den USA hat eine inverse Zinskurve gut voraussagen können. In solchen Phasen sind die kurzfristigen Zinsen höher als die längerfristigen Zinsen und zeigen eine Verwerfung an den Finanzmärkten an. Aktuell ist die Zinsdifferenz fast so ausgeprägt wie seit der Ölkrise in den 70er

Jahren. Auch damals kam die Inflation nach einigen Zinserhöhungen zwar zurück, allerdings nicht mehr auf das Zielniveau der Notenbanken.

US-Zinskurve: Inversion ausgeprägter als die vorherigen 40 Jahren



Insofern wird die Diskussion und das Ausmaß einer Rezession zum großen Thema im Jahr 2023. Gewinnrückgänge auf Unternehmensseite sehen wir jetzt schon in den USA, aber auch in Europa. Wir erwarten zudem nicht einfach eine „normale“ Rezession in einem Konjunkturzyklus, sondern können uns aufgrund der schon zu Beginn des Kapitels geäußerten stark veränderten Rahmenbedingungen vielmehr einen strukturellen und langfristig ausgelegten neuen Zeitabschnitt vorstellen, der den kommenden Wirtschaftszyklus überdauern wird.

Das daraus resultierende schwächere Wirtschaftswachstum findet in einer Zeit statt, in der das Ende der in der Vergangenheit nahezu unbegrenzten Liquiditätsbereitstellung durch die Notenbanken eingeläutet ist. Das führt unweigerlich zu einer höheren Vulnerabilität der Finanzmärkte, da das erreichte Zinsniveau das Risiko der Tragfähigkeit von Schulden auf Staats- aber auch Unternehmensebene weiter erhöht.

Unternehmen haben aus den Lieferkettenschwierigkeiten gelernt und verlagern ihren Fokus auf mehr Resilienz bzw. Stabilität als auf Effizienzsteigerungen („just in time“). Dazu wird Kapital notwendig sein, welches zu Lasten von Umsatzwachstum geht. Konnte man in der Vergangenheit auf die Unterstützung der Notenbanken hoffen, ist aktuell das Gegenteil der Fall. Seit März 2022 entzieht beispielsweise die US-Notenbank den Märkten stetig monatlich USD 95 Mrd.. Auch die EZB wird ihre Bilanz reduzieren und ab Anfang März 2023 ihre APP-Bestände (Asset Purchase Programm) um monatlich EUR 15 Mrd. reduzieren. Zusätzlich laufen auch die TLTRO-Kredite (Targeted longer-term refinancing operations) der dritten Reihe aus dem Jahr 2019 aus, sodass besonders südeuropäische Banken erhebliche Beträge an die EZB zurückzahlen müssen. Allein dadurch wird sich die Bilanz der EZB um ca. EUR 1 Bill. verkürzen.

Einhergehend damit wird auch das weltweite monetäre Wachstum weiter deutlich reduziert, was sich ebenfalls negativ auf die Märkte auswirken sollte. Ob dies alles zusammengenommen die richtige Strategie der Notenbanken sein wird, muss abgewartet werden. Tatsächlich gibt es nicht den einen richtigen Weg. Die FED und auch die EZB werden vor gleich drei Herausforderungen gestellt: Die Inflationsbekämpfung, die Wachstumssicherung und die Stabilität des Arbeitsmarktes, und zuletzt die Sicherstellung der Finanzmarktstabilität. Gut möglich, dass bei einer derart komplexen Ausgangslage eines der drei Themen „etwas zu kurz kommen könnte“ und sich dadurch größere Probleme ergeben.

Konsequenterweise erscheinen uns die aktuellen Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte weniger günstig. So braucht es historisch ca. ein Jahr nach der letzten Zinserhöhung, bis die Zentralbanken wieder erste Zinssenkungen vorgenommen haben. Das wäre nach aktueller Erwartung im ersten Quartal 2024 der Fall. Auch wenn Aktienmärkte dies zeitlich früher vorwegnehmen, so drehten in der Vergangenheit in den USA die Märkte in Zinserhöhungszyklen bei einer gleichzeitig inversen Zinsstrukturkurve noch nie nach oben. Wir rechnen in den nächsten 3–6 Monaten mit deutlichem Gegenwind an den Aktienmärkten und bleiben weiter vorsichtig positioniert. Die aktuelle Bewertung in den USA (18x Gewinne im S&P500) erscheint ein mögliches Rezessionszenario noch nicht

ausreichend in den Aktienkursen zu berücksichtigen. Somit erwarten wir eine weitere Korrektur von 10-15%.

Ähnlich sieht es in Europa aus. Hier nimmt der monetäre Gegenwind der Zentralbank ebenfalls zu, wenn auch derzeit die Energieverteuerung der Hauptgrund für die Wirtschaftsabschwächung ist. Diese belastet die Ergebnisse der besonders energieintensiven Unternehmen und Branchen. Der Rückenwind eines starken US-Dollars wird vermutlich in diesem Jahr nicht mehr so ausgeprägt sein und lässt einen Entlastungsfaktor des letzten Jahres für exportlastige Unternehmen wegfallen oder gar umkehren. Da sich die hohe Inflation in Europa in Relation zu den USA wahrscheinlich langsamer zurückbilden wird, müsste die EZB eigentlich noch stärker an der Zinsschraube drehen. Dies in einer Zeit, in der sich Teile von Europa (z.B. Deutschland) vermutlich schon in einer Rezession befinden und der Krieg in der Ukraine ebenfalls noch andauert. Ein solches Szenario erscheint uns aber wenig realistisch. Auch in Europa stehen die Rahmendaten momentan nicht auf Wachstum, sondern auf monetäres Bremsen mit entsprechenden Konsequenzen für Konjunktur und Aktienmärkte. Der aktuelle Bärenmarkt sollte zumindest im ersten Halbjahr weiter Bestand haben.

Etwas anders sieht es in China aus. Die Covid-Politik könnte sich, wie auch ein etwas schwächerer USD in diesem Jahr weiter positiv auswirken und die Konjunktur mittelfristig stärken. Negativ wirkt weiter der schwächelnde Immobilienmarkt, der den Binnenkonsum bremst. Aber es gibt erste Anzeichen, die auf eine Bodenbildung hindeuten. Das Risiko von stark ansteigenden Covid-Fällen könnte die Zentralregierung allerdings wieder zu härteren Maßnahmen zwingen, die negativ auf die Konjunktur wirken würden. Insgesamt zeichnet sich aber in Summe ein wieder etwas freundlicheres Szenario für die chinesischen bzw. asiatischen Märkte in diesem Jahr ab.

Uns ist bewusst, dass Investoren sowohl in den USA als auch in Europa weiter gefordert sind, die negativen Realrenditen zu kompensieren und dies unter den beschriebenen schwierigen Rahmenbedingungen. Eine flexible, aktive Anlagepolitik dürfte im vor uns liegenden Jahr 2023 am aussichtsreichsten sein. Hier sehen wir besonders das erste Halbjahr als eine Art Neupositionierung – besonders der derzeit vorhandenen erhöhten Liquidität in den Portfolios – an. Hierbei spielen Aktien, wie auch deutlich attraktivere Anleiherenditen, selbst bei kürzerlaufenden Papieren, eine wichtige Rolle. Aktien haben es historisch auf lange Sicht geschafft, auch hohe Inflationsraten durch Dividenden und Kursgewinne zu überkompensieren. Es sollte im aktuellen Umfeld vermehrt auf Unternehmen gesetzt werden, die wenig kapitalintensiv sind und somit auch in Phasen steigender Zinsen einen Vorteil haben. Eine starke Preissetzungsmacht sorgt für Margenstärke und lässt sie auch anspruchsvolle Marktphasen gut überstehen. Auch kurzlaufende Anleihen sollten in diesem Jahr ihre Berechtigung im Portfolio haben. Das Risiko des jeweiligen Emittenten, Staat oder Unternehmen, sollte jedoch gut und ausreichend analysiert werden. Gold und Liquidität runden ein stabiles Portfolio 2023 ab.

4. Aktienmarkt

4.1 *Eine besondere Phase könnte vor uns liegen*

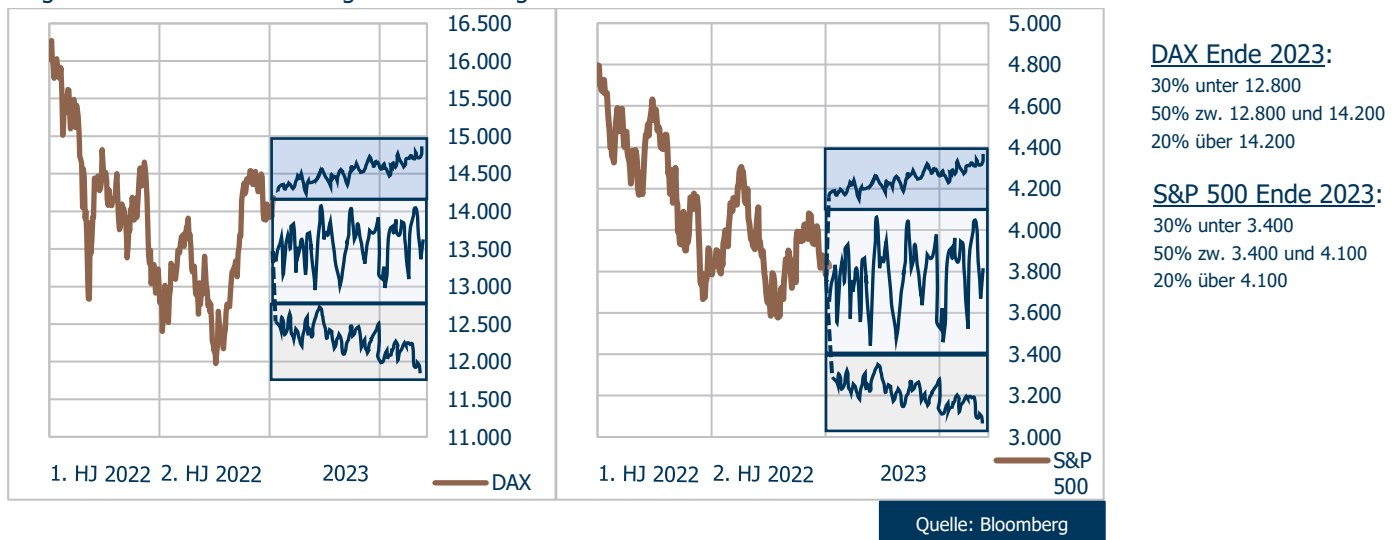
Die Aktienmärkte konnten im letzten Quartal ein wenig Boden gut machen, schließen aber das Gesamtjahr in der Breite mit einem deutlichen, teilweise zweistelligen Minus ab. Im vorhergehenden Marktbericht unter der Überschrift „Umdenken ist jetzt angesagt“ haben wir schon die Strategie, die wir verfolgen möchten, erläutert. Deswegen waren wir bisher noch nicht auf der Käuferseite aktiv. Das wird sich aber voraussichtlich in den nächsten Monaten ändern. Da die Zentralbanken derzeit alle Register ziehen, um die zu hohe Inflation einzudämmen, erfordert dies aus unserer Sicht eine kontinuierliche Neubewertung der Situation. Aktuell geht der Markt noch von einer milden Rezession in Europa und einem „Soft Landing“ in den USA aus. Dieses spiegelt sich allerdings in den Aktienkursen aus unserer Sicht noch nicht angemessen wider. Die Gewinnerwartungen und damit auch die Bewertungen erscheinen uns noch zu hoch, selbst für eine milde Rezession. Aus diesem Grund gehen wir weiter untergewichtet auf der Aktienseite in das neue Jahr. Auch unsere defensive Branchenallokation mit Schwerpunkten in den Bereichen „GESUNDHEIT“, „ERNÄHRUNG&AGRAR“, sowie Basiskonsum und Versorgung behalten wir bei.

4.2 *Chance zur Neupositionierung*

Bei deutlichen Kursrückgängen an den Aktienmärkten, die dann die zu erwartenden Gewinnrückgänge realistischer widerspiegeln, werden wir eine Aufstockung der Aktienquote vornehmen. Die Daten der ersten beiden Quartale werden maßgeblich für den richtigen Zeitpunkt

sein. Die Berücksichtigung des wirtschaftlichen Schadens ist noch nicht in dem Maße erfolgt, wie es aus unserer Sicht sein müsste, besonders wenn wir die hohen Bewertungen in den USA betrachten. Geduld ist gefragt und vermutlich werden wir nicht den Tiefpunkt erwischen. In mehreren Tranchen die Käufe von Aktien vorzunehmen, um einen guten gemittelten Einstiegskurs zu erzielen, hat sich in der Vergangenheit vielfach bewährt. Diese Strategie gibt uns den nötigen Zeitraum und die Möglichkeit schwächere Börsentage zum Agieren zu nutzen. So wollen wir auch in diesem Jahr vorgehen, wenn sich entsprechende Chancen am Markt ergeben.

Bezogen auf das Gesamtjahr wagen wir zu Beginn und zur Jahresmitte einen Blick auf die möglichen Endstände des Börsenjahres 2023. Das ist zwar unter den beschriebenen Rahmenbedingungen besonders ambitioniert, allerdings können wir uns vorstellen, dass die erste Jahreshälfte eher noch ein sehr herausforderndes und volatiles Umfeld für Aktien und Risikoassets bereithält. Im zweiten Halbjahr könnte der monetäre Druck der Notenbanken nachlassen und den Märkten „mehr Luft zum Atmen“ und damit auch eine positivere Perspektive geben. Unsere Erwartungen zu Beginn des Jahres sind verhalten. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 80% sehen wir einen DAX von unter 14.200 und einen S&P500 von unter 4.100 Punkten zum Jahresende 2023. Auf reiner Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach stark begrenzt sein.



Vergleicht man die aktuellen Niveaus mit Phasen anderer Bärenmärkte bzw. Rezessionsphasen von 2000-2003 oder 2008-2009, so fällt auf, dass durchaus noch weitere 10-15% Potential nach unten möglich sein könnten. Dies gilt sowohl für Europa als auch für die USA. Zielmarken wären im S&P 500 bei rund 3.300 und im DAX bei 12.700 Punkten. Auch die aktuelle Bewertung der Indizes ist historisch nicht günstig, dass sich jetzt schon Käufe anbieten würden (S&P500 handelt bei aktuell 18x und der DAX um die 13x der Gewinne für 2023). Somit erwarten wir eine Konsolidierung, bevor es zum Jahresende wieder freundlicher an den Märkten werden könnte. Durch eine gute Einzeltitel- und Branchenauswahl glauben wir ganz fest daran, dass wir die in den nächsten Monaten sehr wahrscheinlich auftretenden starken Schwankungen gut nutzen können, um am Ende des Jahres mit einem guten Ergebnis abzuschließen. Dazu richtet sich unser Fokus auf Einzeltitel mit einem wenig kapitalintensivem Geschäftsmodell, guten und verlässlichen Cash-Flows und einer ordentlichen Dividendenausschüttung an die Aktionäre. Unserer Ansicht nach könnte eine längere Phase des „back to the roots“ bei der Branchen- und Aktienauswahl einsetzen, in der die Bewertung, die Qualität und auch die real erzielbaren Gewinne wieder wichtiger für die Anleger werden als zukünftige Umsatzwachstumsraten und Zukunftsfantasien.

5. Anleihenmarkt

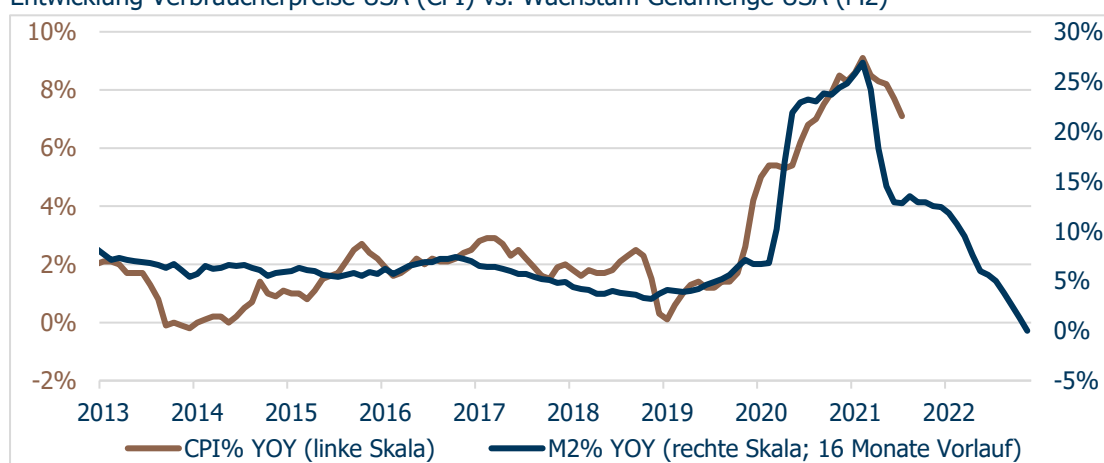
5.1 Monetärer Gegenwind und Konjunkturschwäche mahnen noch zur Vorsicht

Der im zweiten Halbjahr 2021 als lediglich transitorisch eingeschätzte Inflationsanstieg entpuppte sich 2022 als der drastischste seit Jahrzehnten. Die Notenbanken mussten diesen in einem noch nie dagewesenen Tempo an Zinssteigerungen bekämpfen, die auch mindestens im ersten Halbjahr 2023 fortgeführt werden. Selbst eine umso stärker ausfallende Konjunkturschwäche bzw. Rezession wird nun bewusst in Kauf genommen.

Massive Zinserhöhungen in Phasen einer deutlichen Wirtschaftsabschwächung stellen eine schwierige Gemengelage dar. Die Auswirkungen einer restriktiven Notenbankpolitik auf die Konjunktur sind erst nach mehr als sechs Monaten zu erkennen und erhöhen dadurch das Risiko einer „Übersteuerung“ mit erheblichen Gefahren einer zu starken Abkühlung der Wirtschaft. „Unfälle“ bzw. sog. „Tail-Risks“ im Finanzsystem werden dadurch wahrscheinlicher, da die globale Verschuldung deutlich höher ist, als dies in vergangenen Zinserhöhungszyklen der Fall war.

Da sich die Notenbanken klar zur Inflationsbekämpfung positioniert haben, kommt der Entwicklung der Verbraucherpreise auch in diesem Jahr eine wichtige Rolle zu. Trotz struktureller Inflationstreiber, wie z.B. Deglobalisierung, Neuausrichtung von Lieferketten, Dekarbonisierung, Demografie etc. ist die Inflationsentwicklung gemäß Milton Friedman ein rein monetäres Phänomen. So wirkte u.a. der fiskalische Stimulus in Höhe von USD 1,9 Bill. in den USA im März 2021 stark inflationär, was sich auch im Geldmengenwachstum M2 niedergeschlagen hat. Der Anstieg war mehr als doppelt so hoch wie jemals zuvor in den letzten 60 Jahren. Die folgende Grafik zeigt das Zusammenspiel der Geldmenge M2 vs. Verbraucherpreise.

Entwicklung Verbraucherpreise USA (CPI) vs. Wachstum Geldmenge USA (M2)



Quelle: Bloomberg

Nach dem außergewöhnlich starken Anstieg der Geldmenge M2 in den Jahren 2020 und Anfang 2021 kam es zu einem noch stärkeren Rückgang ab dem zweiten Quartal 2021. In der Vergangenheit führte dies mit einer Zeitverzögerung von ca. 16 Monaten zu entsprechend starken Rückgängen bei den Verbraucherpreisen.

Auch wenn vermutlich die Höchststände der Verbraucherpreise am Ende des Jahres verzeichnet wurden, ist aufgrund der Entschlossenheit der Notenbanken, (die in den Sitzungen Mitte Dezember 2022 noch einmal bekräftigt wurde), im ersten Quartal 2023 mit weiter steigenden Kapitalmarktrenditen zu rechnen. Auch führt ein vergleichsweise hoher Emissionsbedarf vieler Staaten zu einer ungünstigen Angebots- bzw. Nachfragesituation. So plant die deutsche Finanzagentur im kommenden Jahr neue Schulden in Höhe von EUR 539 Milliarden aufzunehmen, erstmals mehr als EUR 500 Mrd. in einem Jahr und deutlich mehr als im pandemiebedingten Hoch im Jahr 2021. Zeitgleich zieht sich die EZB sukzessive als Käufer zurück und wird zusätzlich ab März 2023 mit ihrer quantitativen Straffung von EUR 15 Mrd. pro Monat beginnen.

Obwohl der größte Teil des Zinsanstiegs vermutlich hinter uns liegt, erwarten wir im Verlauf des 1. Quartals einen Renditeanstieg von aktuell 2,57% für zehnjährige Bundesanleihen auf bis zu 3%. Zum Jahresende sollten die Renditen aber wieder deutlich tiefer notieren, da dann die Aussicht auf mögliche Zinssenkungen im folgenden Jahr die Anleihekurse beflügeln könnten.

Die Portfolioduration sollte daher zu Jahresbeginn kurz (3-4 Jahre) gehalten und im Jahresverlauf erhöht werden, um das attraktive Zinsniveau für längere Zeit „zu sichern“. So gibt es bereits heute Pfandbriefe und staatsähnliche Emittenten (z.B. Eurofima, E.I.B., KfW) mit Renditen von über 3%.

5.2 Unternehmensanleihen: Zinsen wieder mehrheitlich höher als Dividenden

Stark steigende Zinsen und zusätzlich höhere Risikoprämien (Ausweitung der Creditspreads) hatten im Jahr 2022 über alle Bonitätsklassen hinweg zweistellige Kursverluste zur Folge. Durch die deutlich höheren Renditen sind die Aussichten für Unternehmensanleihen für das kommende Jahr aber wieder stark verbessert. Zum einen bleibt das Umfeld für Aktien weiter schwierig, was die relative



Attraktivität von Unternehmensanleihen verbessert, zum anderen zahlt eine Großzahl an Unternehmen wieder mehr Zinsen an ihre Gläubiger als Dividenden an ihre Aktionäre. Beträgt die durchschnittliche Rendite für EUR-Investmentgrade-Anleihen mittlerweile ca. 4,25% p.a., liegt die Dividendenrendite der 600 größten Unternehmen in Europa (STOXX 600 EUROPE) aktuell bei 3,35%.

Da in Rezessionsphasen Hochzinsanleihen tendenziell schlechter abschneiden, sollten auch weiterhin bessere Bonitäten kurzer bis mittlerer Laufzeit bzw. Kündigungsterminen bevorzugt werden.

Investments in längere Laufzeiten sollten erst dann vorgenommen werden, wenn der Zinsgipfel absehbar ist bzw. die Notenbanken eine Pause ihres Erhöhungszyklus in Aussicht stellen. Dies erwarten wir im Verlauf Frühjahr/Sommer 2023.

Der Anlageschwerpunkt unser Portfolien liegt aktuell im Segment BBB+ bzw. A. Unternehmen aus defensiven Branchen, wie z.B. GESUNDHEIT (GSK Consumer Healthcare), ERNÄHRUNG&AGRAR (FrieslandCampina), Versorger (RWE) bzw. Unternehmen aus systemrelevanten Branchen mit impliziter Staatsgarantie (EnBW, Fraport).

6. Währungen

An den Devisenmärkten wertete die europäische Gemeinschaftswährung im abgelaufenen Jahr gegenüber dem US-Dollar (+5,8%) sowie dem Schweizer Franken (+4,5%) ab, da die beiden Währungspaare als „sicherer Hafen“ gesucht waren. Notierte der EUR/USD im Jahr 2022 zwischenzeitlich deutlich unterhalb der Parität, gab der US-Dollar im vierten Quartal mehr als die Hälfte des bis dato erzielten Jahreszuwachs' wieder ab. Die anderen Währungspaare der G-10 Staaten, insbesondere die Schwedische Krone (-8,3%), der Japanische Yen (-7,2%), das Britische Pfund (-5,3%) sowie die Norwegische Krone (-4,9%) verloren gegenüber dem Euro an Wert.

Für die weitere Entwicklung des US-Dollars in 2023 sind aus unserer Sicht zwei wesentliche Faktoren verantwortlich: Die Notwendigkeit für Anlagen im „sicheren Hafen“ und die Notenbankpolitik der FED. Da die amerikanische Notenbank meist dynamischer ihre Zinspolitik an die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen anpasst als z.B. die EZB, könnte vermutlich ein früherer Zinssenkungszyklus in den USA den „Greenback“ belasten. In diesem Spannungsfeld erwarten wir eine Handelsspanne von EUR/USD 1,00–1,10. Sollten sich konkrete Verhandlungen bezüglich eines Waffenstillstands o.ä. zwischen Russland und der Ukraine abzeichnen, könnte das den EUR/USD auf 1,15 steigen lassen.

7. Gold

Der Goldpreis in USD legte im abgelaufenen Quartal deutlich zu und beendete das Jahr in etwa mit einer schwarzen Null. Für einen in Euro denkenden Anleger kam der Währungsgewinn des USD gegen EUR dazu und sorgte für einen Wertzuwachs von +6,20% im Jahr 2022. Markttechnisch stehen die Vorzeichen für Gold weiterhin gut. Langfristig orientierte Anleger, wie z.B. die Notenbanken, sind derzeit weiter auf der Käuferseite. Auch ein eher schwankender Aktienmarkt – besonders in der ersten Jahreshälfte – könnte den Goldpreis als „sicheren Hafen“ und „Fluchtwährung“ unterstützen. Sollte sich zudem herausstellen, dass in den USA die Konjunktur schwereren Zeiten entgegensteuert und die Hoffnung auf eine lockere Geldpolitik langsam wieder aufkommt, kann dieses zu einer neuen Aufwärtsbewegung des Goldpreises führen. Wir erwarten eine Goldnotierung im ersten Halbjahr 2023 bei Kursen von ca. 1.850–1.900 USD pro Feinunze. Damit sollte es auch seiner Eigenschaft als Absicherung im Portfoliokontext und als die Versicherung für den Fall der Fälle weiter nachkommen können. Es bleibt für uns ein wichtiger Baustein eines breit diversifizierten Portfolios.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.