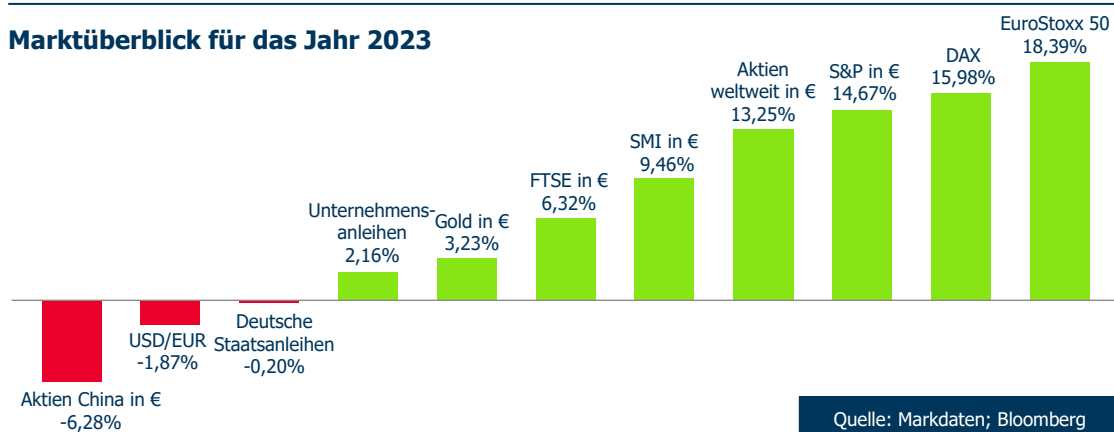


1. Überblick

Das laufende Anlagejahr geht in die zweite Hälfte. Zuletzt wurde der Streit um die US-Schuldenobergrenze gelöst und so Schlimmeres „in letzter Minute“ verhindert. Wie erwartet hat sich die globale Konjunktur in den letzten Monaten weiter abgekühlt, allerdings weit weniger als noch zu Beginn des Jahres befürchtet. Viele Wirtschaftsindikatoren zeigten zwar kein berauschendes Konjunkturbild, fielen aber des Öfteren besser als erwartet aus – ein Umstand, der seit Jahresbeginn auch ein Treiber für die gute Entwicklung der Aktienmärkte war. Nicht zuletzt beschäftigte die Investoren die Frage, ob der Fortschritt der Künstlichen Intelligenz (KI) ein echter und nachhaltiger Wendepunkt für die Weltwirtschaft sein könnte. US-Technologieunternehmen profitierten daraufhin. Die Notenbank in den USA legte derweil eine Zinspause ein, da man die Verschlechterungen der Kreditvergabe aufgrund der Turbulenzen im Regionalbanksektor vorerst abwarten möchte. Das Marktumfeld wurde im Wesentlichen von drei Faktoren geprägt: Erstens zeichnet sich eine Anpassung der Geldpolitik in den USA und in Europa ab, da die US-Notenbank (FED) und die Europäische Zentralbank (EZB) wahrscheinlich in die Endphase ihres jeweiligen Straffungszyklus einmünden. Zweitens hat die Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks ihren Höhepunkt vorerst erreicht und beginnt sich weiter abzuschwächen. Drittens wird auch in den USA eine milde Rezession von der Mehrzahl der Marktteilnehmer erwartet, die mit entsprechend schwächeren Wachstumserwartungen für die nächsten Monate verbunden sein sollte. Europa und speziell auch Deutschland befinden sich schon in dieser (technischen) Rezession, die eine Folge der hohen geopolitischen Unsicherheit sowie steigenden Zins- und Energiekosten sein sollte.

Marktüberblick für das Jahr 2023



Für Anleger stellt sich aber die Frage, was nach dem starken Kursanstieg in risikoreichen Anlagen für die kommenden sechs Monaten zu erwarten ist. Steht uns ein volatiler Sommer und evtl. sogar stürmischer Herbst bevor? Ein wichtiger Einflussfaktor dürfte sein, welche Dynamik die abschwächende Konjunktur auf die Unternehmensgewinne haben wird und ob im Jahr 2024 die Talsohle des globalen Wirtschaftswachstums erreicht ist. Negative Ausstrahleffekte, wie z.B. Probleme bei (Gewerbe-)Immobilien, könnten zu einer längeren Kontraktionsphase führen. Ausschlaggebend hierfür bleibt die Zinsentwicklung. Derzeit sieht es danach aus, dass die Zinsen über einen längeren Zeitraum auf dem aktuell erhöhten Niveau verharren werden, was zeitverzögert stärker die verfügbaren Budgets der Staats-, Unternehmens- wie auch Privathaushalte einschränken sollte. Ende Juli / Anfang August erhalten wir mehr Klarheit, wenn nicht nur die Unternehmensergebnisse des 2. Quartals vorliegen, sondern von den Vorständen auch ein Ausblick auf den Rest des Jahres gegeben wird. Zusätzlich wird der Sommer zeigen, ob die allgemeinen Inflationserwartungen zu optimistisch sind und die wichtige Kerninflation tatsächlich rasch zurückgeht. Dieses wird für die nötige Gewissheit sorgen und ebenfalls die Frage beantworten: Sind die aktuellen Risikoprämien für Aktien und auch für Anleihen angemessen oder sollten sie höher sein? Letzteres ist dann der Fall, wenn die Inflationsraten länger auf hohem Niveau verbleiben, als die Anleger es aktuell erwarten. Im derzeit wechselhaften Marktumfeld ist Wachstum sowohl auf makroökonomischer wie auch auf unternehmerischer Ebene rar und die Margen der Unternehmen werden durch das höhere Preisniveau sehr unterschiedlich negativ beeinflusst. Die Selektion wird besonders für den Rest des Jahres unseres Erachtens der wichtigste Erfolgsfaktor sein, sowohl für Aktien als auch für Anleihen. Dabei sollte sichergestellt sein, dass die eingegangenen Risiken angemessen entschädigt werden. Wir erachten Aktien und Anleihen von Emittenten defensiver Qualität in einem solchen Umfeld für die erfolgversprechendsten Investments.

2. Unsere Einschätzungen für 2023 im Überblick

WIRTSCHAFTSWACHSTUM: In den USA sehen wir Fortschritte in Richtung einer sanften Landung. Die Aktivitätsdaten bleiben robust, während die Kluft zwischen Arbeitsplätzen und Arbeitskräften kleiner geworden ist, dass Lohnwachstum rückläufig ist und sich die Inflation verlangsamt hat. Dennoch stellt die Angebotsseite ein Risiko für die Inflationsreduzierung dar und könnte weitere Maßnahmen der FED erforderlich machen. Unterdessen ist die Wirtschaftsleistung in der Eurozone in eine milde technische Rezession gerutscht. Chinas Notenbank senkt ihren zentralen Leitzins leicht, um der Wachstumsschwäche in Industrie und dem Einzelhandel entgegenzuwirken. Der Immobilienmarkt bereitet aber weiterhin Probleme.

US-ARBEITSMARKT: Das leicht rückläufige Lohnwachstum in den USA blieb mit 4,5 % immer noch über dem Trend, was darauf hindeutet, dass ein weiterer Rückgang der offenen Stellen erforderlich ist, um die Inflation zu dämpfen. Schätzungen zufolge ist ein Großteil der offenen Stellen bereits weggefallen.

INFLATION: Bei den US-Inflationserwartungen gehen wir davon aus, dass sinkende Preise für Krankenversicherungen, Neumieten und angebotsbeschränkte Güter die US-Kernrate bis zum Jahresende auf 3,4 % sinken lassen. Unterdessen stellt für Europa der anhaltende Preisdruck ein zweischneidiges Schwert dar. Durch die Energiepreise ist die Gesamtinflation etwas abgeschwächt, wir glauben jedoch, dass die Lohn- und Dienstleistungsinflation ein weiteres Risiko darstellt.

GELDPOLITIK: Sofern es nicht zu einer wesentlichen makroökonomischen Störung kommt, gehen wir davon aus, dass die FED an ihren restriktiven Finanzierungsbedingungen vorerst festhält und den Leitzins im Juli noch einmal um 0,25% anheben wird. Der Terminmarkt rechnet im Jahr 2024 mit Zinssenkungen, die wir allerdings vorerst nicht erwarten. Die EZB hält weiter an der Straffung ihrer Geldpolitik fest, da sich die Lohn- und Wohnungsinflation langsamer als erwartet abschwächt.

AKTIEN: Während Aktien im ersten Halbjahr eine außerordentlich gute Performance hinlegen konnten (allen voran Technologiewerte), sollte man für die zweite Jahreshälfte eher die Vorsicht walten lassen. Wir gehen von volatilen Märkten aus, da die verschärften Kreditkonditionen sich auf Verbraucher und auch Investitionsvorhaben und somit schlussendlich auch auf die Margen der Unternehmen negativ auswirken sollten. Das Lohnwachstum dürfte auf kurze Sicht hoch bleiben und die Zinsen und effektiven Steuersätze dürften leicht steigen, was allesamt unsere Erwartung eines rückläufigen Gewinnwachstums untermauert. Ob die Mega-Cap-Unternehmen weiterhin eine solche Outperformance erzielen können, ist bei den aktuellen Bewertungen ebenfalls mehr als fraglich. Somit ist eine weiter defensive Ausrichtung sinnvoll. Besonders Branchen, die in der ersten Jahreshälfte weniger gesucht waren, wie z.B. Gesundheit, Telekommunikation, Versorger, Basiskonsum, sollten das Anlegerinteresse bei schwieriger werdenden Börsen auf sich ziehen.

ZINSEN: Der Zinsgipfel ist nahezu erreicht. Maximal 1 bis 2 kleinere Zinsanhebungen sind sowohl in den USA als auch in der Eurozone zu erwarten. Allerdings wird dieses Zinsplateau länger Bestand haben, als viele Marktteilnehmer hoffen. Die Konsensprognosen lassen bereits erste Zinssenkungen in Q1 (USA) bzw. Q2 (Eurozone) 2024 erwarten, was wir als für verfrüht erachten.

ANLEIHEN: Die massivste Inversion der Zinsstrukturkurven seit Dekaden signalisiert weiterhin eine erhöhte Rezessionsgefahr. Auch wenn sich die wirtschaftliche Entwicklung im 1. Halbjahr 2023 als erstaunlich robust zeigte, werden die starken Zinserhöhungen erst mit einer Zeitverzögerung von mindestens einem Jahr ihre volle Wirkung entfalten. Der Fokus liegt daher weiter auf guten bis besten Bonitäten. Um das nun attraktive Zinsniveau längerfristig zu sichern, sind Laufzeitenverlängerungen im 3. Quartal geplant.

WÄHRUNGEN: Trotz temporärer EUR-Schwäche gegenüber dem USD Ende Mai, die den Greenback auf bis zu 1,0635 aufwerten ließ, ist eine Aufwertung des EUR bis Jahresende 2023 unser Basisszenario. In der Erwartung, dass der Renditevorsprung von US-Staatsanleihen im weiteren Jahresverlauf gegenüber Eurozinsen schrumpfen sollte, ist unsere Prognose weiter von einem sich abschwächenden USD gekennzeichnet. Wir erwarten weiterhin eine Handelsspanne von 1,00 – 1,10, wobei das Risiko einer Abschwächung des USD auf bis zu 1,15 EUR/USD gestiegen ist.

GOLD: Unsicherheit ist ein wesentlicher Faktor für die Wertentwicklung von Gold. Da die Bedenken des Bankensektors jedoch nachlassen, glauben wir, dass es für Gold ohne Zinssenkungen, die wir für 2023 nicht erwarten, schwieriger werden könnte, nachhaltig aufzuwerten. Trotzdem halten wir eine gewisse Quote in den Mandaten als Versicherung für global auftretende Risiken weiter für sinnvoll.

3. Der Bericht vom Markt – Globale Sicht

Im letzten Marktbericht beschrieben wir die sich deutlich verschlechternden Gesamtmarktbedingungen und ihre Auswirkungen auf die Wirtschaft. Wir kamen zu dem Schluss, dass der Prozess voll im Gang zu sein scheint und datenabhängig die Handlungen der Notenbanken, die Entwicklung der Inflation und die Auswirkungen auf die Höhe und Länge des wirtschaftlichen Rückgangs im Auge behalten werden sollten.

Die US-Wirtschaft zeichnet das typische Bild eines spätzyklischen Umfelds: Die Straffung der Geldpolitik als Reaktion auf überbordenden Inflationsdruck führt zu einem Einbruch der Kredit- und Investitionsnachfrage der Unternehmen und letztlich auch der Beschäftigung. Im Zusammenhang des wirtschaftlichen Spätsommers gibt es, vor dem Hintergrund eines sich abschwächenden Arbeitsmarktes und höherer Kredit- und Energiekosten, ebenfalls Anzeichen für eine Verlangsamung des Konsums in den USA, der eine tragende Rolle in der Wirtschaft einnimmt.

Hinzu kommt, dass die Welt sich in einem massiven strukturellen Wandel befindet, der durch geopolitische Veränderungen, dem Klimawandel, wie auch die Demographie seit Corona ausgelöst wurde.

Kapital- und schuldenintensive Sektoren spüren besonders die geldpolitische Straffung, während niedrig kapitalisierte Unternehmen und die Dienstleistungsbranche aufgrund von kräftigen Lohnzuwächsen weiterhin von soliden Verbraucherausgaben für kleinere Anschaffungen profitieren. Das Wachstum in den USA hat sich wahrscheinlich im zweiten Quartal weiter abgeschwächt, Prognosen deuten dies bereits an. Der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe, ein guter Vorlaufindikator, ist mit einem Wert von 46,9 konsistent zu einem rezessiven Wirtschaftswachstum. Auch das Verbrauchervertrauen in den USA bewegt sich einem Niveau, das zuletzt während der Finanzkrise erreicht wurde und einen extremen Pessimismus der Nachfrageseite zum Ausdruck bringt. Die Auftragseingänge für langlebige Wirtschaftsgüter – als ein Maß für Unternehmensinvestitionen – stagnieren im Jahresvergleich und deuten auf eine schwächere Investitionsnachfrage hin. Durch den zu beobachtenden Abbau der Warenlager wird die ganze Tragweite aber noch nicht in den aktuell veröffentlichten Unternehmenszahlen sichtbar. Vorerst konnten wesentliche Teile der Preisanstiege an den Konsumenten weitergereicht werden, was bei vielen Unternehmen zu Margen- und entsprechende Gewinnverbesserungen führte.

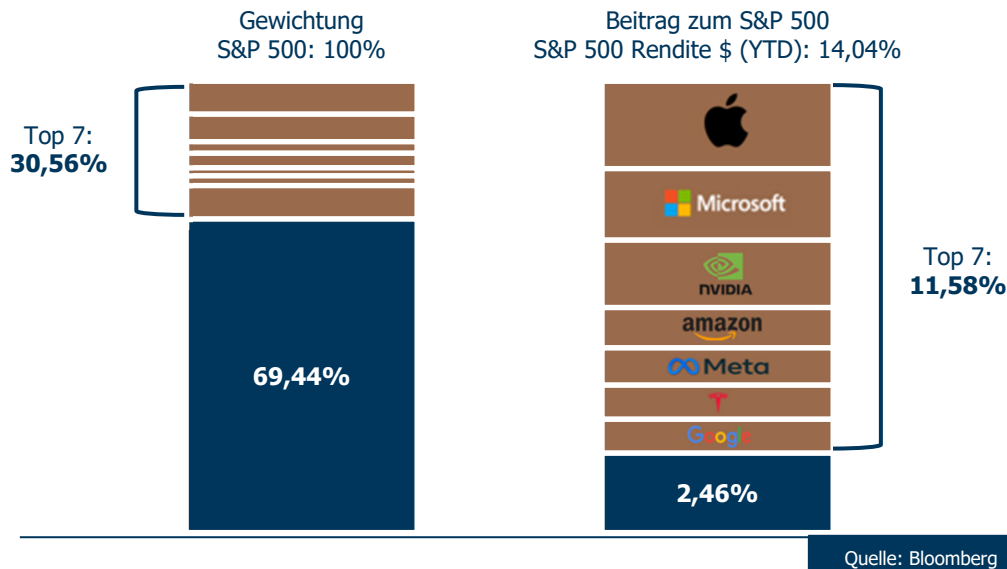
Es überrascht aber nicht, dass mehr als die Hälfte der Marktteilnehmer bis Ende 2023 auch in den Vereinigten Staaten eine Rezession erwarten. Die stark invertierten Zinsstrukturkurven als ein verlässlicher Rezessionsindikator bestätigen diese Erwartung sowohl in den USA als auch in Europa. So ist die Rezession in Europa rein technisch bzw. rechnerisch mit rückläufigem Bruttoinlandsprodukt (BIP) in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen schon längst angekommen. Der Frühindikator PMI („Purchasing Managers Index“, also den Einkaufsmanagerindizes) in der Eurozone für das verarbeitende Gewerbe (Manufacturing) lag im Juli bei 43,6 – also tief in der Kontraktionszone, die bei unter 50 beginnt.

Umso erstaunlicher ist es, dass die EZB zuletzt die Zinsen noch in die schwachen Wachstumswahlen hinein erhöht hat und weiter erhöhen wird. An den Terminmärkten werden für die nächsten Sitzungen weitere Erhöhungen eingepreist. Die Mehrzahl der Wirtschaftsindikatoren deutet sowohl in den USA als auch in Europa auf ein früh-rezessives Wirtschaftsumfeld hin.

Auch ist es verwunderlich, dass die Aktienmärkte im zweiten Quartal ihr hohes Niveau weiter ausbauen konnten, obwohl man anhand der Zinsstrukturkurve eine Rezession erwarten müsste. Folgenden Punkten sollte besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden:

- 1) In den USA ist der gestiegene Aktienmarkt-Optimismus, sowohl bei Privatanlegern als auch bei institutionellen Häusern, auch auf die gute Halbjahresentwicklung zurückzuführen. Viele computerunterstützte Momentum-Strategien sorgen für sich verstärkende Indexbewegungen. Hinzu kommt, dass besonders in dieser Marktphase die Liquiditätseinschränkungen nicht so stark wirkten wie vermutet. Die weiter expansive japanische Notenbank und das Agieren des US-Schatzamtes im Zuge der Regionalbankenkrise wirkten mit den damit einhergehenden Liquiditätsausweitungen unterstützend für die Kapitalmärkte. Gleichzeitig sehen viele Anleger die Aktie als den „wahren Schutz“ gegen die hohe Inflation und nahmen noch keine massiven Umschichtungen zu Gunsten von Anleihen vor.
- 2) Der Indexanstieg in den USA basierte vornehmlich auf dem starken Anstieg von sieben Aktien. Diese Titel, wie in der Grafik zu entnehmen, sorgten für über 80% der S&P 500 Wertentwicklung in diesem Jahr. Zum Teil lassen sich die Gewinne seit Jahresbeginn mit

übertriebenen Erwartungen an „generative“ Künstliche Intelligenz (KI) erklären. In der Rückschau überrascht es nicht, dass ein Teil davon in diese „Magnificent Seven“ geflossen ist. Diese Aktien waren vorher schon recht marktdominierend, heute gelten sie zudem noch als KI-Gewinner.



Die US-Aktien (S&P 500) werden heute mit dem ca. 20-fachen Gewinn für 2023 bewertet. Die „Magnificent Seven“ weisen jedoch ein Kurs-Gewinn-Verhältnis > 40 im Vergleich zu den anderen 493 Unternehmen von ca. 16 aus. Dies spricht für die Wiederentdeckung von Value-Aktien im zweiten Halbjahr. Die heutige Situation einer schwachen Marktbreite einerseits und der positiven Indexentwicklung andererseits, bedingt durch den Anstieg weniger hochgewichteter Aktien, gab es auch 1972/73 – ebenfalls in einer Phase hoher Inflation.

- 3) Große Technologieunternehmen werden aufgrund ihrer schieren Größe, niedriger Verschuldung und hoher Cash-Bestände, sowie ihrem überdurchschnittlichen Gewinnwachstum vermehrt als „sicherer Hafen“ bei großen Investoren wahrgenommen. Die Bewertung der Titel scheint dabei „gefühlte“ eine untergeordnete Rolle zu spielen.
- 4) Der aus unserer Sicht wesentliche Punkt scheint aber die Marktstimmung zu sein. Auch wenn es kurzfristig positive „Momentum“-Bewegungen an den Märkten gibt, so sind die Liquiditätsquoten vieler großer institutioneller Investoren und Kapitalsammelstellen, mit denen wir sprechen, überdurchschnittlich hoch oder ihre Erwartungshaltung in Bezug auf die zukünftige Marktentwicklung gedämpft bis sehr vorsichtig. Mit anderen Worten: Von Euphorie ist wenig zu spüren. Vielmehr ist eine starke Unsicherheit zu beobachten, die dazu führt, dass Kursrückgänge immer wieder zum Abbau vorhandener Liquidität genutzt werden und Indizes durch diese Käufe auf einem hohen Niveau konsolidieren.

Werden die Märkte auch in der 2. Jahreshälfte 2023 die ungünstigeren monetären und markttechnischen Gegebenheiten sowohl in den USA als auch in Europa mit den sich verschlechternden, fundamentalen Indikatoren weiter ausblenden können?

Wir glauben nicht. Märkte orientieren sich mittelfristig immer an ihren fundamentalen Rahmenbedingungen. Auch wenn es teilweise lange Phasen der Über- oder Untertreibung gibt, wofür meistens die Liquidität am Markt der wesentliche Treiber ist, spielt der fundamentale Aspekt eine wesentliche Rolle. Die Kombination aus überraschend schlechten Frühindikatoren einerseits und weiteren Notenbank-Zinserhöhungen andererseits, könnte aus unserem Blickwinkel der Auslöser für eine stärkere Börsenschwäche im 2. Halbjahr sein. Wenn es tatsächlich zu einer US-Rezession kommt, wird diese vermutlich andere Folgen haben als in der Finanzkrise 2008/09. Steigende Zinsen im Zuge eines Notenbank-Bremskurses treffen zuerst die verletzlichsten Stellen einer Volkswirtschaft. So sind schon massive Konjunktüreintrübe in der Chemie- und Bauindustrie zu beobachten (wie z.B. die Gewinnwarnung von LANXESS zeigt). Gleichzeitig sendet auch die sich abzeichnende Abarbeitung von Auftragsbeständen ohne große Neuaufträge in anderen Branchen bereits Warnsignale. Dieses Mal dürfte die volkswirtschaftliche Verschuldung der US-Haushalte



bezogen auf das BIP deutlich kleiner sein als noch im Jahr 2007. In diesem Sektor müsste die Krise besser verdaut werden können. Schon seit längerer Zeit gehen wir davon aus, dass die hohe Verschuldung der US-Unternehmen ein größeres Problem darstellen sollte. Private Equity Kredite und High-Yield Bonds in den USA machen über drei Billionen Dollar aus. Zuletzt waren die Zinsaufschläge in den USA in diesen Segmenten (im Gegensatz zu Europa) gefährlich gestiegen. Aktien mit hoher Verschuldung leiden überdurchschnittlich und wirken allgemein Baisse-verstärkend für die Wall Street. Die allgemeine Rückkehr der Kapitalkosten, verbunden mit einer national orientierten Wirtschaftspolitik, wie z.B. dem amerikanischen Inflation Reduction Act, wird Unternehmen global vor neue Herausforderungen stellen.

Unter diesen Rahmenbedingungen sehen wir im zweiten Halbjahr erhöhte Chancen für uns als aktiver Manager mit einer speziellen Branchen- und Titelselektion gegenüber passiven Index-Strategien. Eine Rotation – raus aus Wachstums- rein in Value-Titel – ist aus unserer Sicht wahrscheinlich. Diese wird ebenfalls einhergehen mit Indexrückschlägen an den Börsen. Der Grund hierfür dürfte in der dem Markt aktuell und auch zukünftig nicht mehr zur Verfügung stehenden Liquidität liegen, die im 2. Halbjahr eindeutig negativ sein wird.

Da auch China bei der wirtschaftlichen Erholung deutlich an Schwung verliert, ist aus dieser Region mit einer geringeren Unterstützung für das Weltwirtschaftswachstum zu rechnen. Zuletzt gingen sowohl die Exporte als auch die Importe weiter zurück, was den aktuellen Trend der Deglobalisierung untermauert. Die Konsumenten in China haben ihre Sparquote deutlich erhöht. Der Anfang des Jahres erwartete Aufschwung der Binnenkonjunktur beschränkt sich auf vermehrtes Reisen und Restaurantbesuche. Die Jugendarbeitslosigkeit lag im April bei über 20% und zeigt ungewohnte Schwierigkeiten am Arbeitsmarkt. Der Immobilienmarkt, die mit Abstand beliebteste Kapitalanlage der chinesischen Bevölkerung, verliert wegen nur geringem Preissteigerungspotential und hohen Leerstandsquoten weiter an Attraktivität. Auch der Wegzug ausländischer Produzenten mit entsprechenden Arbeitsplatzverlusten war zuletzt des Öfteren zu beobachten. Dieser gefährlicher werdende Trend ließ dann auch die Chinesische Notenbank (People's Bank of China) mit Stimulierungsmaßnahmen in Form von Zinssenkungen eingreifen. So oder so wird das avisierte Wirtschaftswachstum 2023 von ca. 5% eine ernsthafte Herausforderung für China.

4. Aktienmarkt

4.1 *Zeit zur richtigen Ausrichtung und Rosinenpicken*

Die Aktienmärkte legten auf Indexebene ein solides 2. Quartal hin. Besser als erwartet ausgefallene Unternehmensergebnisse des 1. Quartals waren neben einer nicht so starken Liquiditätseinschränkung dafür die Gründe. Viele Unternehmen waren in der Lage die Preissteigerungen an Kunden weiterzureichen und konnten gleichzeitig über Effizienzsteigerungen und Kosteneinsparungen ihre Gewinnmargen stabil halten bzw. vergrößern.

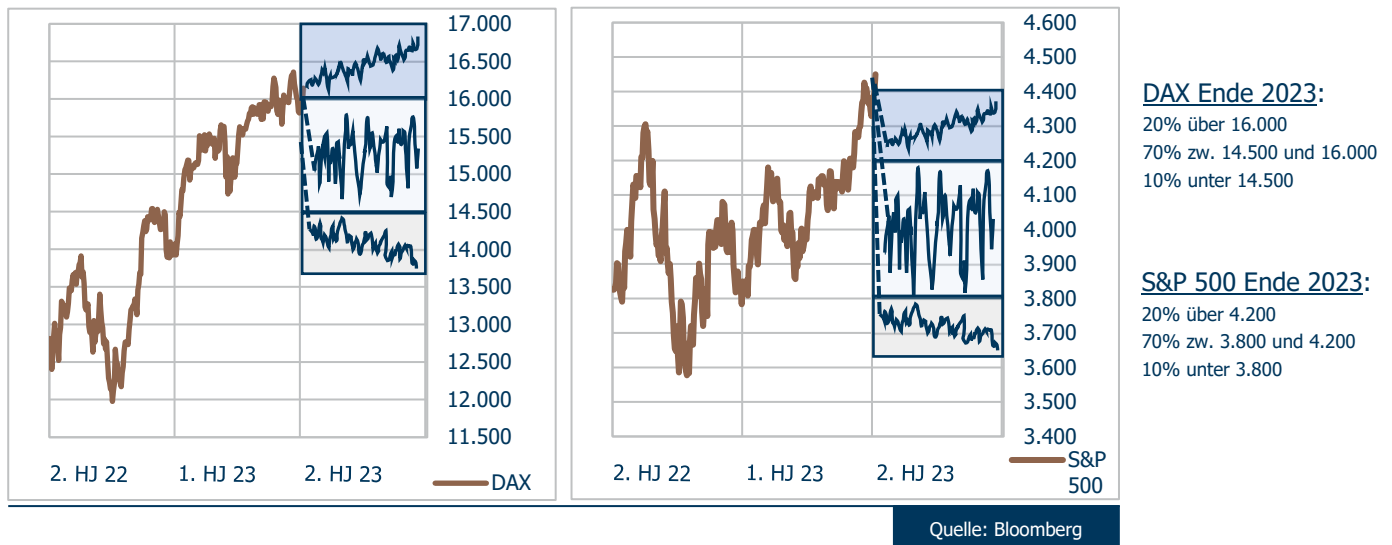
Im zweiten Halbjahr gehen wir von einer deutlichen Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik, einem abnehmenden Handlungsdruck der Notenbanken, aber immer noch von anhaltend straffen geldpolitischen Rahmendaten aus. Das Ausmaß der erzielten Bremspolitik wird in den Fokus rücken und damit auch die Wachstumsrisiken und deren Einfluss auf die Unternehmensergebnisse.

Die aktuelle Markttechnik zeigt mit einem „Fear and Greed“-Indikator von 80 ein hohes Maß an Überoptimismus, was als kurzfristiges Verkaufssignal interpretiert werden kann. Auch der Optionsmarkt (Put/Call-Ratio) weist seit längerer Zeit den höchsten Grad an Optimismus auf, genauso wie die Anzahl der gehandelten Kaufoptionen. Viele Indikatoren spiegeln ein ähnliches Niveau wie Ende 2021 wieder, bevor die Baisse 2022 begann. Die Volatilität (Schwankungsbreite) ähnelt der Situation Ende 2021 und gibt ebenfalls ein Verkaufssignal. Die hohen Cash-Bestände der meisten Investoren bieten aber eine gewisse Sicherheit, dass es nicht zu längerfristig angelegten Abverkäufen an den Märkten kommen sollte. Wir favorisieren im aktuellen Umfeld defensive Qualitätswerte aus den Bereichen GESUNDHEIT, BASISKONSUM, VERSORGER und TELKOMMUNIKATION. Bevorzugte Werte in den genannten Branchen sollten durch eine überdurchschnittliche wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit und Ertragsvisibilität mit guter Bilanzqualität, einem hohen Selbstfinanzierungsgrad dank starker Cashflows und einer hohen Dividendensicherheit überzeugen. Hier lassen sich aufgrund einer extremen Performance-Spreizung aus dem ersten Halbjahr sowohl auf Branchen- als auch auf Einzeltitelebene einige Opportunitäts-„Rosinen“ für das 2. Halbjahr finden.

4.2 Wie sehen wir die Indizes?

Im letzten Marktbericht stellten wir die Frage, unter welchen Umständen wir unsere defensive Aufstellung ändern würden. Die damalige Antwort lautete: Ein besseres Wachstum, das im Vorlauf mit einer Erholung der PMIs einhergeht oder ein Rückgang des Gesamtmarktes um 10 bis 15%, welcher die prognostizierten Aktienrenditen (Aktienprämie) wieder auf ein attraktiveres Niveau heben würde.

Beides ist bis heute nicht eingetreten. Die Einkaufsmanagerindizes sind, wie zu Beginn erläutert, aktuell weiter im Sinkflug. Aus diesem Grund sind wir auch mit unserer Prognose für den DAX und S&P 500 auf Jahresendsicht verhalten. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 80% sehen wir einen DAX von unter 16.000 und einen S&P500 von unter 4.200 Punkten zum Jahresende. Auf reiner Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach auf aktuellem Level begrenzt sein.



DAX Ende 2023:

20% über 16.000
70% zw. 14.500 und 16.000
10% unter 14.500

S&P 500 Ende 2023:

20% über 4.200
70% zw. 3.800 und 4.200
10% unter 3.800

Vergleicht man das Niveau mit Phasen der Rezessionen 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 um die 3.800 und im DAX bei ca. 14.500 Punkten. Auch die aktuelle Bewertung der Indizes ist historisch betrachtet nicht günstig, als dass sich jetzt schon Käufe anbieten würden (S&P500 handelt bei aktuell 20x und der DAX um die 13x der Gewinne für 2023). Es benötigt vermutlich eine Konsolidierung an den Märkten, bevor es unter Risiko / Rendite Gesichtspunkten interessantere Einstiegszeitpunkte in der Breite geben kann. Durch eine gute Einzeltitel- und Branchenauswahl glauben wir daran, in den nächsten Monaten die wahrscheinlich starken Schwankungen gut nutzen zu können und in Summe ein besseres Ergebnis als die Referenzindizes erzielen zu können.

5. Anleihenmarkt

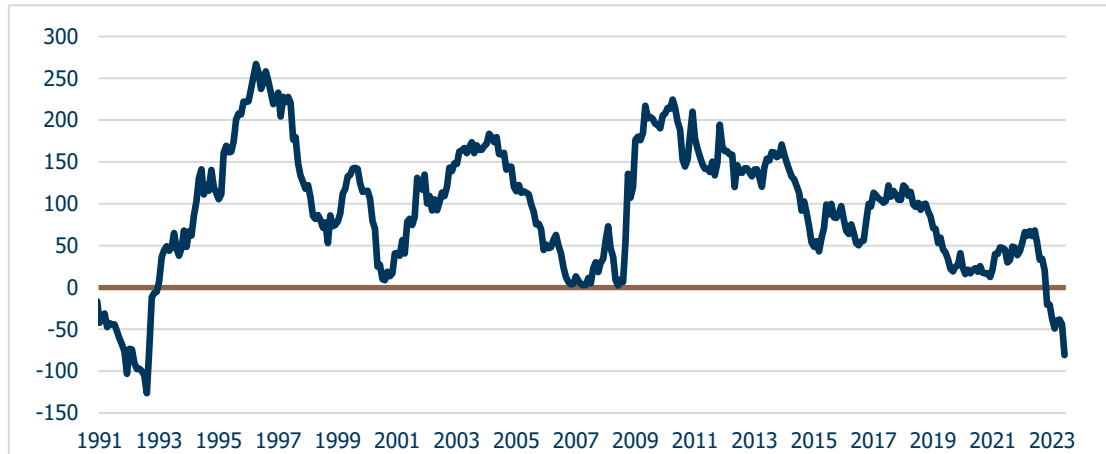
5.1 Der Zinsgipfel naht, wird aber länger Bestand haben

Im abgelaufenen Quartal haben die Notenbanken ihre Zinserhöhungspolitik weiter konsequent fortgeführt. Nach den Verwerfungen im US-Bankensektor im März 2023, die ihren Höhepunkt mit den Insolvenzen / Rettungsmaßnahmen der SVB, First Republic und Credit Suisse erreichte, trat im Anschluss eine Beruhigung ein. Insbesondere das schnelle und beherrzte Eingreifen der Notenbanken und staatlichen Institutionen trug hierzu bei. Die konjunkturelle Entwicklung zeigte sich ebenfalls robust. Trotz „technischer Rezession“ im Euroraum mit zwei leicht negativen Quartalen im Winterhalbjahr, blieb der befürchtete scharfe Einbruch aus. Auch der private Verbrauch, besonders in den USA, trug bisher wesentlich zum Wirtschaftswachstum bei. Die Nachwirkungen aufgrund des „Konsumverzichts“ der Haushalte während der Corona-Pandemie und die Reduzierung von Ersparnissen sollten allerdings zeitlich begrenzt sein, so dass diese Kraft im 2. Halbjahr vermutlich deutlich nachlassen sollte.

Die schnellsten und stärksten Zinserhöhungen der Notenbanken seit Dekaden, allein die FED erhöhte zwischen März 2022 und Mai 2023 um fünf Prozentpunkte, führten noch nicht dazu, dass sich die

Wirtschaft massiv abkühlte. Dieses sollte aber nur eine Frage der Zeit sein. Erfahrungsgemäß werden die „Brems Spuren“ einer solchen Notenbankpolitik erst mit einer Zeitverzögerung von mindestens einem Jahr sichtbar. Auch signalisiert die Tatsache und das Ausmaß einer inversen Zinsstrukturkurve – 2-jährige Zinsen für Bundesanleihen liegen bei 3,2% während 10-jährige Pendanten nur 2,4% abwerfen – weiter ein erhöhtes Rezessionsrisiko. In den letzten 30 Jahren war die Inversität noch nie so deutlich ausgeprägt. (siehe Chart).

Zinsdifferenz Bundesanleihe 10Y-2Y



Quelle: Bloomberg

Die Probleme, insbesondere die Kreditausleihungen im US-Gewerbeimmobilienmarkt, die zu einem großen Teil in den Büchern von regionalen US-Banken liegen, sind immer noch ungelöst und werden sich im Zuge des länger anhaltenden und erhöhten Zinsniveaus vermutlich weiter verschärfen. „Schieflagen“ könnten dann im Verlauf des 2. Halbjahres an die Oberfläche kommen. Eine dadurch resultierende Einschränkung der Kreditvergabe wirkt zusätzlich restriktiv und verstärkt die Wirkung des Zinserhöhungszyklus der Notenbanken auf die Realwirtschaft weiter.

Aktuell eskomptieren die Marktteilnehmer erste Zinssenkungen in den USA im Verlauf des 1. Quartals 2024 und in der Eurozone ein Quartal später. Das erachten wir angesichts der immer noch zu hohen Kerninflation, die in den letzten Monaten nur sehr langsam gesunken ist, als verfrüht an. Vielmehr wird das Zinsplateau für einen längeren Zeitraum Bestand haben, um den Fokus weiterhin auf der Inflationsbekämpfung zu halten. Der bisher robuste Arbeitsmarkt und die hartnäckige Kerninflation bieten aktuell wenig Spielraum für eine moderatere Zinspolitik.

5.2 Unternehmensanleihen: Attraktives Umfeld, aber Qualität bleibt Trumpf

Das mittlerweile erreichte Zinsniveau und die Aussicht, dass der Zinsgipfel bald hinter uns liegen sollte, spricht für ein attraktives Investmentumfeld für Anleihen guter Bonitäten. Die durchschnittliche Verzinsung der Euroanleihen guter Bonitäten (Investment Grade) liegt mit inzwischen bei 4,4% p.a. auf einem attraktiven Level. Andererseits haben sich im Zuge der positiven Aktienmarktentwicklung die Renditeaufschläge (Credit Spreads) deutlich eingengt. Sie liegen für 5-Jahres Investment Grade Anleihen (iTraxx Europe Index 5Y) bei 0,75% p.a. und haben sich seit den Höchstständen im September 2022 nahezu halbiert. Im historischen Vergleich seit 2018 notieren die Renditeaufschläge allerdings auf ihrem Mittelwert und somit im neutralen Bereich. Es sollten weiterhin gute bis sehr gute Bonitäten bevorzugt werden, da in den nächsten Jahren Anleihen aus der Niedrigzinsphase fällig werden, die zu massiv steigenden Refinanzierungskosten für Unternehmen führen werden. S&P schätzt, dass in den Jahren 2024 - 2026 weltweit jährlich Anleihen im Gegenwert von rund 2,3 Billionen USD refinanziert werden müssen. Die steigenden Fremdkapitalkosten der Unternehmen führen dann zu ungünstigeren Kredit-Metriken, was wiederum höhere Risikoaufschläge zur Folge hat. Es ist davon auszugehen, dass die Fähigkeit der Unternehmen, sich an höhere Fremdkapitalkosten anzupassen, je nach Kreditqualität sehr unterschiedlich sein wird. Unternehmen mit höherer Bonität werden diese besser verkraften können. So schätzt Morgan Stanley, dass selbst bei einem Anstieg der Risikoprämien auf über 1% für hochwertigere Kreditnehmer der Zinsdeckungsgrad dieser Unternehmen bis ins Jahr 2030 immer noch oberhalb des Niveaus der globalen Finanzkrise (2009) und der Spitzenzeiten der Covid-Krise (2020) liegen würde. Im abgelaufenen Quartal wurden bereits interessante Anleihen sehr guter

Unternehmen mit attraktiver Verzinsung und mittlerer Laufzeit in die Portfolios aufgenommen. Im Laufe des 3. Quartals sind weitere Zukäufe mit längerer Laufzeit (z.B. 5-10 Jahre) geplant.

6. Währungen

Das Wechselkursverhältnis zwischen EUR und USD pendelte überwiegend in einer Bandbreite von 1,07 bis 1,10. Ende Mai überraschte die kurzfristige USD-Stärke, als sich das Währungspaar bis 1,0635 EUR/USD bewegte. Eine mögliche Ursache dafür dürfte wohl die bisher schleppende Konjunktorentwicklung Chinas sein. Diese wirkt auf die EU-Zone aufgrund der höheren China-Abhängigkeit gegenüber den USA stärker. Zu Jahresbeginn war die Erwartung, dass China überproportional von der Wiedereröffnung ihrer Wirtschaft und dem geldpolitischen Stimulus der People's Bank of China profitieren würde. Dies ist bisher nicht eingetreten. Unter dem Strich wertete der US-Dollar in den letzten drei Monaten 0,7% bzw. seit Jahresanfang um knapp 2% ab. Deutlicher gegenüber dem EUR verloren haben im abgelaufenen Quartal der japanische Yen (-8,5%), die schwedische Krone (-4,3%) und die norwegische Krone (-3,1%), die ihre Jahresverluste weiter ausbauten. Das britische Pfund (+2,3%) konnte als eine der wenigen Ausnahmen gegenüber dem EUR zulegen. In der Erwartung, dass der Renditevorsprung von US-Staatsanleihen im weiteren Jahresverlauf gegenüber Eurozinsen schrumpfen sollte, ist unsere Prognose weiter von einem sich abschwächenden USD gekennzeichnet. Wir erwarten eine Handelsspanne von 1,00 – 1,10, wobei das Risiko einer Abschwächung des USD auf bis zu 1,15 EUR/USD gestiegen ist.

7. Gold

Die Angst vor einer neuen globalen Banken- und Finanzkrise ließ Anleger wieder einmal in den sicheren Hafen Gold flüchten. Es stellte sich zwischenzeitlich sogar die Frage, ob Zentralbanken weiter mit Zinserhöhungen die Inflation bekämpfen, wenn gleichzeitig das ganze Finanzsystem gefährdet ist. Nachdem der Preis für die Feinunze Anfang Mai nochmal auf 2.050 USD kletterte, ging dieser in den letzten Wochen deutlich zurück und fiel unter die magische 2.000 USD-Grenze. Aktuell pendelt sich der Goldpreis auf einem Niveau im Bereich von 1.900 USD ein. Die Frage der kommenden Monate oder sogar Jahre dürfte sein, ob Zentralbanken den eingeschlagenen Weg einer restriktiveren Geldpolitik fortsetzen und die Inflationsrate auf einen Wert um die 2% drücken können, ohne eine massive Rezession auszulösen oder gar die Finanzmärkte (weiter) zu destabilisieren. Die damit einhergehende Entwicklung der Realzinsen ist die dominierende Einflussgröße für den Goldpreis. Kommt es im Laufe des Jahres 2024 zu den vom Markt erwarteten Zinssenkungen, dürfte eine weitere Anstiegswelle im Gold bevorstehen. Ebenfalls würde ein schwächelnder Aktienmarkt oder unvorhersehbare „Unfälle“ Gold als „sicherer Hafen“ oder „Fluchtwährung“ wieder für Anleger in den Fokus rücken. Wir erwarten einen Goldpreis zum Ende des dritten Quartals auf aktuellem Stand von ca. 1.900 USD pro Feinunze. Als wichtiger Baustein eines breit diversifizierten Portfolios bleibt Gold entsprechend wichtig.

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.