

Jahresausblick 2023

Zinsen und Inflation erreichen ihren Höhepunkt
– Kapitalmärkte fassen wieder Tritt



M.M. WARBURG & CO
BANK

Unsere Prognosen für das Jahr 2023

In dieser Broschüre geht es um den wirtschaftlichen Ausblick, unsere Einschätzungen zu Zinsen, Anleihen und Währungen sowie zum Aktienmarkt. Wie im vergangenen Jahr haben wir die wichtigsten Aussagen in kurzen und prägnanten Videos erläutert, die wir auf unserem YouTube-Kanal veröffentlicht haben. Besuchen, abonnieren und liken Sie uns!



<https://www.youtube.com/mmwarburgco>

Inhalt:

Seite 3	Vorwort
Seite 4	Konjunktur
Seite 8	Zinsen und Währungen
Seite 11	Aktienmarkt
Seite 14	Markttechnik
Seite 17	Zusammenfassung und Asset Allocation
Seite 19	Impressum

Sehr geehrte Damen und Herren,

2022 ist ein Jahr, das wir in Erinnerung behalten werden. Ein Jahr, das sich nicht an das vorgegebene Drehbuch gehalten hat und in dem vieles anders gekommen ist, als wir es vor 12 Monaten für möglich gehalten haben. 2022 ist ein Jahr, das durch den völkerrechtswidrigen russischen Überfall auf die Ukraine am 24. Februar geprägt wurde. Die vermeintliche Gewissheit, dass es in Europa nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs nie wieder zu einem Angriffskrieg kommen wird, musste ad acta gelegt werden. Ein Jahr, in dem Deutschland wieder mehr Verantwortung übernommen hat oder übernehmen musste, vor allem für sich selbst, aber auch für andere. Diese Verantwortung wahrzunehmen ist ungewohnt und kostet Geld, viel Geld. 60 Milliarden Euro für das Klima, 100 Milliarden Euro für die Bundeswehr und 200 Milliarden Euro für die Gas- und Strompreisbremse. Und 2022 ist ein Jahr, das uns in wirtschaftlicher Hinsicht auch wegen seiner hohen Inflationsraten in Erinnerung bleiben wird. Das Comeback der Inflation, maßgeblich von hohen Energie- und Nahrungsmittelpreisen ausgelöst und damit unmittelbar auf den Russland-Ukraine-Krieg zurückzuführen, wurde in dieser Heftigkeit von niemandem erwartet. Auch nicht von den Notenbanken, die im Laufe des Jahres zunehmend unter Druck gerieten, ihre Niedrigzinspolitik zu beenden und an diese neue Realität anzupassen.

Die Zinswende des Jahres 2022 hatte es in sich. Sie kam nicht völlig unerwartet, allerdings stellten Ausmaß und Tempo alles in den Schatten, was die Datenaufzeichnungen der vergangenen Jahrzehnte als mögliche Verlaufsszenarien erwarten ließen. Ursache hierfür waren die ausufernden Preissteigerungsraten rund um den Globus und die daraufhin einsetzenden starken Zinserhöhungen der Notenbanken. Die Folge war ein Crash am Rentenmarkt, der vor allem Anleihen mit längeren Restlaufzeiten betraf. Aber auch mit kürzeren Restlaufzeiten oder in anderen Marktsegmenten der Festverzinslichen, wie beispielsweise mit Unternehmensanleihen, war 2022 nichts zu gewinnen. Dennoch besteht Hoffnung auf Besserung: Sobald die Inflationsraten wieder zurückgehen und die Geldpolitik nicht über das erwartete Maß hinaus noch restriktiver werden muss, werden sich die Anleihekurse wieder erholen. Auch der „Pull-to-Par-Effekt“, also die Annäherung an den Nennwert von 100, wenn sich eine Anleihe der Fälligkeit nähert, spricht für eine Kurserholung.

Vor dem Hintergrund der politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen des Jahres 2022 ist es nicht verwunderlich, dass es an den Aktienmärkten zu teilweise deutlichen Kursverlusten kam. Auch hier war es vor allem die Zinsentwicklung, die das Marktgeschehen maßgeblich beeinflusste. Aus diesem Grund gehörte die US-Technologiebörse Nasdaq mit einem Kursrückgang von fast 35 Prozent 2022 zu den internationalen Börsenplätzen mit der schlechtesten Wertentwick-

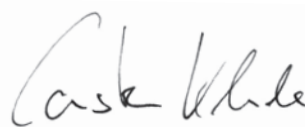
lung. Dagegen schnitten viele europäische Aktien und Indizes besser ab, wobei die Spannbreite der Ergebnisse je nach Anlagestil oder Branche ungewöhnlich stark variierte. Für Aktien mit dem Kürzel „ESG“. Unternehmen, die gute Nachhaltigkeitskriterien aufweisen, war 2022 kein gutes Jahr, denn sie wiesen eine deutlich schlechtere Wertentwicklung an der Börse auf als beispielsweise Unternehmen, die ihr Geld mit Rüstungsaktivitäten, Kohleförderung oder Tabakprodukten verdienen.

Für den Aktienmarkt wird die Frage, ob es 2023 zu einer Rezession kommen und wie stark diese ausfallen wird, entscheidend sein. Die gute Nachricht ist, dass ohnehin fast alle Volkswirte und Kapitalmarktstrategen für die kommenden Monate von einer deutlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation ausgehen und deshalb die Gewinnprognosen der Unternehmen in Zweifel ziehen. Dies spricht dafür, dass viele negative Erwartungen in den heutigen Kursen bereits enthalten sein sollten und es somit weiterer negativer Überraschungen bedarf, um die Notierungen weiter unter Druck zu bringen. Die schlechte Stimmung unter den Anlegerinnen und Anlegern spiegelt sich auch in vielen Sentimentumfragen wider, die fast unisono eine große Skepsis für die nächste Zeit zum Ausdruck bringen. Es wäre aber nicht überraschend, wenn sich herausstellen würde, dass die Stimmung schlechter als die Lage ist. So verfügen beispielsweise viele Unternehmen immer noch über einen sehr hohen Auftragsbestand, der sie auch über die nächsten, schwierigen Monate bringen dürfte. Eine ausbleibende oder allenfalls milde Rezession im Zusammenspiel mit nachlassenden Inflationsraten könnte somit den Kapitalmärkten in diesem Jahr zu einem Comeback verhelfen, sodass ein großer Teil der 2022 erlittenen Kursverluste aufgeholt werden sollte.

Wenn Sie Interesse an einer detaillierteren Prognose der Konjunktur und Kapitalmarktaussichten haben, besuchen Sie gerne unseren YouTube-Kanal: <https://www.youtube.com/mmwargburgco>. Dort finden Sie auch unseren mehrteiligen Jahresausblick 2023.

Ich wünsche Ihnen ein
gesundes, glückliches und
vor allem ein friedliches
neues Jahr.

Ihr
Carsten Klude



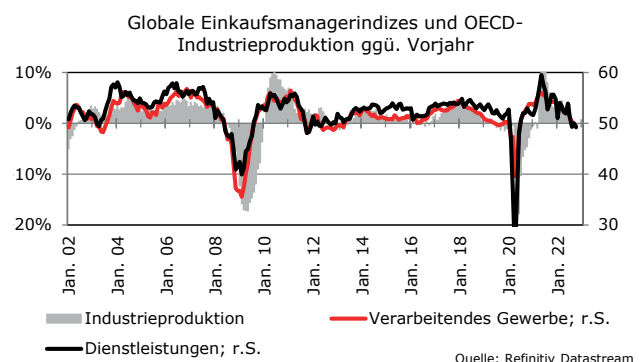

Ausblick 2023 (I): Dunkle Wolken am Konjunkturhimmel

Wie jedes Jahr zu dieser Zeit möchten wir Ihnen auch dieses Mal wieder einen Überblick darüber geben, welche Entwicklungen wir für die Wirtschaft und die Kapitalmärkte in 2023 erwarten. Ist vielleicht die Stimmung, die sich aus den konjunkturellen Frühindikatoren ablesen lässt, schlechter als die tatsächliche Lage? Und was macht die Inflation, deren Entwicklung im Jahr 2022, sowohl die Aktien- als auch die Anleihenmärkte über alle Maßen beeinflusst hat? Ist der Höhepunkt bei den Preissteigerungsraten erreicht und wie wird die Geldpolitik reagieren? Kann der Euro wieder Boden gut machen oder bleibt er eine schwache Währung? Und nicht zuletzt geht es um die Frage, ob nach dem enttäuschenden Kapitalmarktjahr 2022, in dem es sowohl an den Aktien- als auch an den Anleihenmärkten zu hohen Verlusten gekommen ist, Besserung in Sicht ist.

Werfen wir einen kurzen Blick zurück. Die wirtschaftliche Entwicklung war 2022 deutlich schwächer als es von uns vor 12 Monaten erwartet wurde. So wächst die Weltwirtschaft 2022 nur mit einer Rate von etwa drei Prozent statt wie vorhergesagt mit etwa vier Prozent. Es gibt vor allem drei Gründe für diese Entwicklung, die alle eng miteinander verknüpft sind: Zum einen hat der russische Angriffskrieg auf die Ukraine, der am 24. Februar 2022 begann, das Vertrauen von Unternehmen und Konsumenten in eine Fortsetzung des Aufschwungs nachhaltig erschüttert. Zum anderen hat der Krieg dazu geführt, dass es nicht zu dem von uns erwarteten Rückgang der Inflation gekommen ist. Im Gegenteil, der starke Anstieg der Energiepreise, verbunden mit sehr hohen Nahrungsmittelpreisen, hat dazu geführt, dass die Inflation in den meisten Ländern das höchste Niveau der vergangenen 40 Jahre erreichte. Und drittens hat die hohe Inflation dazu geführt, dass die globalen Notenbanken im Jahr 2022 die Zinsen so schnell und so stark erhöht haben wie selten zuvor. Und dies in einer Phase, in der sich die Wirtschaft zum Teil deutlich abgeschwächt hat. In der Vergangenheit wurde die Geldpolitik dann fast immer gelockert, wodurch schnell ein neuer wirtschaftlicher Aufschwung initiiert wurde. Nicht so dieses Mal.

Fast alle wichtigen globalen Frühindikatoren haben sich seit dem Frühjahr 2022 abgeschwächt, sodass eine globale Rezession, also ein Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität über mindestens zwei Quartale, wahrscheinlich ist. Der Internationale Währungsfonds hat seine globale Wachstumsprognose mehrere Male in Folge reduziert und geht von einem Wachstum der Weltwirtschaft von knapp drei Prozent in 2023 aus. Diese Einschätzung könnte noch etwas zu optimistisch sein, denn vor allem in den Industrieländern, aber auch in einigen Emerging Markets hat die Wirtschaft stark an Schwung verloren, sodass sich der konjunkturelle Abschwung in den Wintermonaten beschleunigen wird. Aus heutiger Sicht spricht aber vieles dafür, dass sich die Weltwirtschaft ab dem Frühjahr wieder fangen und

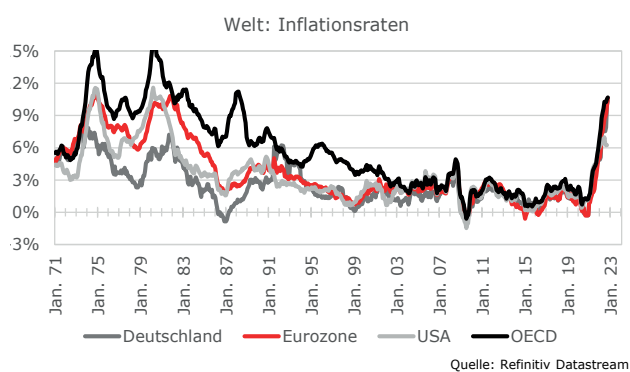
auf den Wachstumspfad zurückkehren wird. Denn es lässt sich nicht erkennen, dass in den vergangenen Quartalen große wirtschaftliche Ungleichgewichte entstanden sind, die über einen längeren Zeitraum bereinigt werden müssten. Die Verschuldung der Privathaushalte ist vergleichsweise gering geblieben, unnötige Kapazitäten sind nicht aufgebaut worden, vielleicht auch deswegen, weil fehlende Vorleistungsgüter und gestörte Lieferketten während der Corona-Pandemie dies verhindert haben. Der weitere Verlauf der Corona-Pandemie bleibt dagegen eine schwierig zu prognostizierende „Wildcard“ für die globale Wirtschaft, allerdings sollte der mittlerweile erreichte Impffortschritt dafür zu sorgen, dass uns eine neue und bedrohliche Infektionswelle erspart bleibt. Mögliche neue Virusmutationen könnten diese positive Einschätzung allerdings ins Wanken bringen. Ebenso ungewiss ist aus heutiger Sicht, wie sich der Krieg in der Ukraine weiter entwickeln wird. Die Hoffnungen beruhen darauf, dass es 2023 zu Friedensverhandlungen kommt und der Krieg beendet wird. Angesichts der sehr unterschiedlichen, um nicht zu sagen unvereinbaren Positionen, die Kiew und Moskau haben, scheinen diese Hoffnungen im Moment jedoch eher trügerisch zu sein.



Wie schon im vergangenen Jahr war die Inflationsentwicklung auch in diesem Jahr die größte Überraschung. Statt eines Rückganges, den wir für den Jahresverlauf erwartet hatten, stiegen die Preise immer schneller an. Waren es zu-

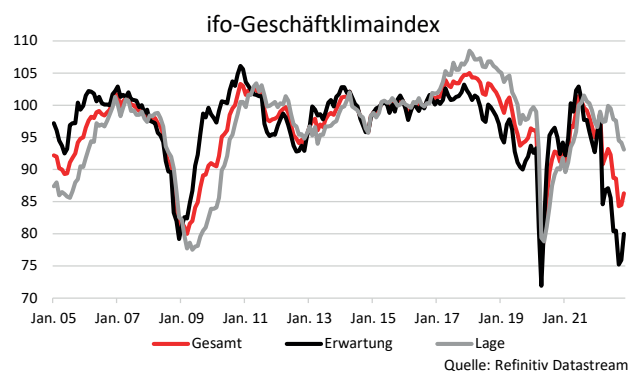
nächst nur die Energiepreise, die für den Preisdruck verantwortlich waren, steigen die Preise derzeit für fast alle Güter und Dienstleistungen im Warenkorb deutlich an. Allerdings mehren sich die Anzeichen für ein Nachlassen des Inflationsdrucks. Vor allem in den USA dürfte der Höhepunkt der Inflationsentwicklung erreicht sein, in Europa ist aufgrund der verzögerten Wirkungen der gestiegenen Energiepreise aber bis zum Frühjahr 2023 noch keine durchgreifende Verbesserung bei den Verbraucherpreisen in Sicht. Erst danach dürften sich die Auswirkungen des wirtschaftlichen Abschwungs, der zu sinkenden Rohstoff-, Transport- und Güterpreisen führt, in Verbindung mit der Strom- und Gaspreisbremse auch bei uns bemerkbar machen.

Während sich der Rückgang der Inflationsraten mittlerweile recht deutlich abzeichnet, lässt sich die Frage, wie schnell die Inflation sinken wird, weitaus schwieriger beurteilen. Die in vielen Ländern zu beobachtende sehr niedrige Arbeitslosigkeit erhöht das Risiko von Lohn-Preis-Spiralen oder zumindest hohen Lohnabschlüssen, die die Unternehmen versuchen werden, auf die Preise zu überwälzen. Während die Güternachfrage langsam abebben könnte, ist die nach Dienstleistungen immer noch sehr robust, sodass die Inflation in der ersten Jahreshälfte noch vergleichsweise hoch bleiben wird. Erst im zweiten Halbjahr dürften sich Basiseffekte und die wirtschaftliche Abschwächung stärker auf die Preise auswirken. Bis zum Jahresende sollte somit ein deutlicher Inflationsrückgang möglich sein, allerdings wird die Marke von zwei Prozent mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit 2023 weder in den USA, noch in den Ländern der Eurozone erreicht werden.



Ein Blick auf die Stimmungsindikatoren in Deutschland unterstreicht, dass sich der Konjunkturausblick deutlich eingetrübt hat. So ist beispielsweise der ifo-Geschäftsklimaindex in den letzten Monaten geradezu abgestürzt, wobei vor allem die Erwartungskomponente – also die Konjunktüreinschätzung für die nächsten sechs Monate – auf ein sehr tiefes Niveau gefallen ist. Auch wenn der Pessimismus mit Blick auf die kommenden Monate zuletzt nachgelassen hat, fällt die Liste der Belastungsfaktoren für die deutsche Wirtschaft nach wie vor recht lang aus: Wie auch

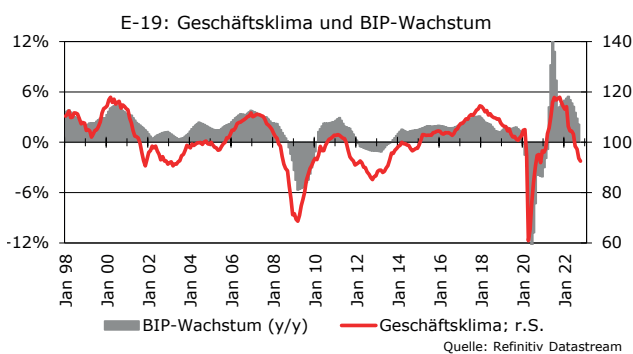
in anderen Volkswirtschaften führen die anhaltend hohen Inflationsraten bei den privaten Haushalten zu einem spürbaren Kaufkraftverlust. Der reale Einkommens- und Vermögensverlust konnte bis dato zwar durch hohe Ersparnisse abgefedert werden, jedoch signalisiert die auf das Vor-Corona-Niveau gesunkene Sparquote, dass die finanziellen Reserven der Konsumenten bald aufgebraucht sind. Solange die Inflationsrate nicht signifikant zurückgeht, wird die Kaufzurückhaltung der Verbraucher vor allem bei langlebigen Konsumgütern wie beispielsweise Elektrogeräten oder Möbeln und bei der Urlaubsplanung weiter zunehmen. Für 2023 rechnen wir daher mit einem Rückgang des privaten Konsums um 0,2 Prozent.



Aber auch für die Industrieunternehmen wird der Gegenwind stärker. So spiegelt sich die zunehmende Zurückhaltung von Unternehmen bei Investitionen in den zuletzt rückläufigen Auftragseingängen wider, wenngleich der Auftragsbestand immer noch sehr hoch ist. Dabei stellen die steigenden Produktionskosten und erschwerten Refinanzierungsbedingungen, ausgelöst durch die Zinswende der EZB, die Wirtschaftlichkeit vieler Unternehmen auf eine harte Probe. In 2023 dürften aus diesen Gründen die Investitionen um 1,1 Prozent zurückgehen. Ferner ist die deutsche Wirtschaft aufgrund ihrer hohen Exportabhängigkeit besonders stark von der globalen Konjunkturabschwächung betroffen. Im Fokus steht insbesondere das Wirtschaftswachstum in China, das durch die bislang strikte Corona-Nulltoleranzpolitik der chinesischen Führung immer wieder ausgebremst wird. Für 2023 gehen wir von einem Rückgang der Exporte um 0,9 Prozent aus. Aber auch dem Baugewerbe stehen herausfordernde Zeiten bevor: Hohe Materialkosten und Materialknappheit, deutlich gestiegene Hypothekenzinssätze sowie der Arbeitskräftemangel führen zu zunehmender Zurückhaltung im privaten Wohnungsbau. Diese Entwicklung lässt sich anhand von rückläufigen Baugenehmigungen für Wohnungen ablesen.

Daher rechnen wir für die deutsche Gesamtwirtschaft in den Wintermonaten und im Frühjahr mit einem negativen Wachstum. Allerdings gehen wir von keiner langanhaltenden sowie schweren Rezession aus und erwarten in der zweiten Jahreshälfte eine wirtschaftliche Erholung. Zudem dürfte der Infla-

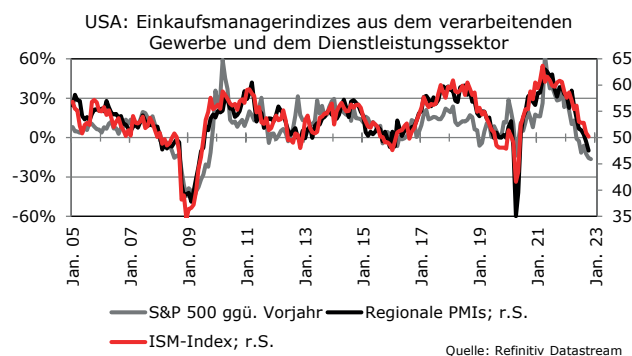
tionsdruck in Deutschland ab dem Frühjahr 2023 abnehmen, sodass sich die finanzielle Situation vieler Verbraucher stabilisiert und damit der Konsum unterstützt wird. Weitere Entlastungen für die privaten Haushalte resultieren aus staatlichen Stützungsmaßnahmen, wie beispielsweise der Gas- und Strompreisbremse, die die Energiepreise für ein Grundkontingent ab Januar 2023 deckeln sollen. Außerdem verfügen die Unternehmen über gut gefüllte Auftragsbücher und können somit ihre Auslastung auch bei einem temporären Auftragsrückgang aufrechterhalten. Und zu guter Letzt dürften die Lieferkettenprobleme sowie die strikte Corona-Nulltoleranzpolitik in China in der zweiten Jahreshälfte 2023 weiter in den Hintergrund treten, sodass sich der Konjunkturausblick wieder aufhellt. Auf Jahressicht rechnen wir für Deutschland mit einem BIP-Rückgang in Höhe von 0,6 Prozent.



Einen ähnlichen wirtschaftlichen Verlauf erwarten wir für die Eurozone. War das Wirtschaftswachstum in 2022 noch durch positive Nachholeffekte und einer hohen Konsumbereitschaft innerhalb der Tourismusbranche geprägt, wird sich die Konjunktur in den Folgemonaten abschwächen. Verstärkt wird der wirtschaftliche Rückgang durch die restriktive Geldpolitik seitens der Europäischen Zentralbank, die weit in das Jahr 2023 reichen wird und die Investitionsbereitschaft vieler Unternehmen aufgrund der verschärften Refinanzierungsbedingungen belastet. Eine wichtige Stütze für die Wirtschaft in der Eurozone bildet jedoch der nach wie vor robuste Arbeitsmarkt. Zwar wird die Arbeitslosenquote in den kommenden Monaten etwas ansteigen, jedoch befindet sich die aktuelle Arbeitslosenquote auf einem historischen Tiefstand, sodass die negativen Effekte auf das Beschäftigungsniveau und den Konsum relativ mild ausfallen. 2023 dürfte die reale Wirtschaftsleistung der Eurozone um 0,2 Prozent sinken. Während Deutschland im Vergleich zu anderen Euroländern stärkere wirtschaftliche Einbußen erleiden wird, dürfte die Wirtschaft von Volkswirtschaften mit einer geringeren Exportabhängigkeit, wie beispielsweise Spanien oder Italien, aufgrund des statistischen Überhangs aus dem Jahr 2022 ein leicht positives Wirtschaftswachstum in 2023 verzeichnen.

In den USA ist die wirtschaftliche Situation robuster als in der Eurozone. Das liegt vor allem daran, dass die Energiepreise in 2022 weit weniger stark angestiegen sind und das

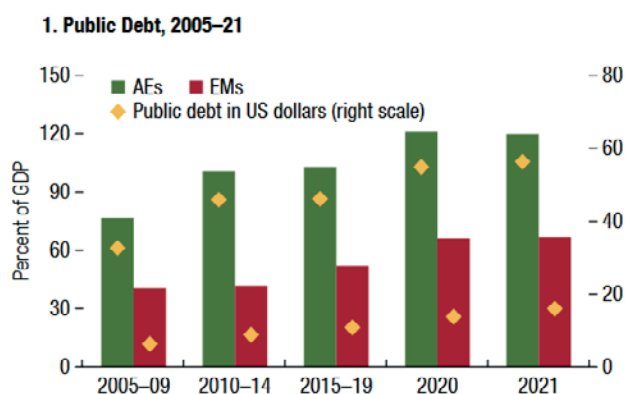
Land über ausreichende eigene Öl- und Gasreserven verfügt. Eine Energierationierung, die in Europa nicht ausgeschlossen werden kann, ist für die USA somit kein Thema. Dennoch deuten die Frühindikatoren auch für die Vereinigten Staaten auf eine bevorstehende Rezession hin, die aber kurz und relativ harmlos ausfallen dürfte. Dies signalisieren zumindest die Einkaufsmanagerindizes, die sich bislang besser gehalten haben als in anderen Industrieländern. Nur die inverse Zinsstrukturkurve, also der Renditeabstand zwischen zehn- und zweijährigen Staatsanleihen, ist bislang ein Indiz dafür, dass auch den USA 2023 eine tiefere Rezession bevorstehen könnte.



Die offensichtlichsten Schwächesignale gehen derzeit vom Häusermarkt aus. So haben die stark steigenden Hypothekenzinsen, die sich seit Jahresbeginn 2022 von gut drei auf rund sieben Prozent und damit mehr als verdoppelt haben, zu einer deutlichen Kaufzurückhaltung bei privaten Immobilien geführt. Geringere Immobilienverkäufe belasten normalerweise auch den privaten Verbrauch, da beispielsweise weniger Geld für Möbel, Küchen und andere Einrichtungsgegenstände ausgegeben wird. Der private Verbrauch dürfte sich in den nächsten Monaten aber auch wegen der negativen Einkommensentwicklung abschwächen. Obwohl die Stundenlöhne kräftig angestiegen sind, konnten sie nicht mit der Inflation Schritt halten. Die negativen Realeinkommen konnten bislang dadurch ausgeglichen werden, dass viele Privathaushalte in der Pandemie hohe Ersparnisse gebildet und diese zuletzt sukzessive aufgelöst haben. Mittlerweile liegt die US-Sparquote aber wieder unter dem langjährigen Durchschnittswert, was viele US-Amerikaner/-innen dazu bewegt hat, vermehrt Kredite aufzunehmen. Noch ist die Schuldensituation unproblematisch, aber vor allem die teuren Kreditkartenkredite sind zuletzt sehr stark angestiegen. Da dieses Tempo kaum durchzuhalten sein dürfte, sollte die Dynamik des privaten Verbrauchs nachlassen und damit auch die US-Wirtschaft bremsen. Wie stark sich der Konsum verlangsamen wird, hängt vor allem von der weiteren Entwicklung am US-Arbeitsmarkt ab. Die Zinserhöhungen der US-Notenbank haben bislang wenig Wirkung gezeigt, die Arbeitslosenquote ist weiterhin äußerst gering. Von daher dürfte die Federal Reserve ihre Geldpolitik weiter straffen, sodass im weiteren

Jahresverlauf die Arbeitslosenquote ansteigen dürfte. Dies sollte sowohl die Einkommenszuwächse als auch die Konsumlust bremsen.

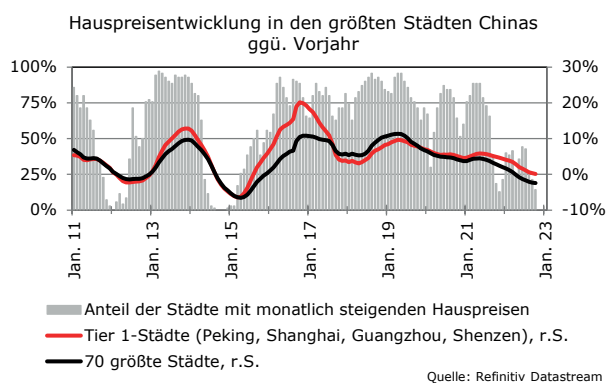
Da die Lagerbestände vieler Firmen in den vergangenen Monaten deutlich angestiegen sind, dürfte die Industrieproduktion 2023 zurückgefahren werden. Da dies zu einer geringeren Kapazitätsauslastung führen wird, ist mit deutlich weniger Erweiterungsinvestitionen zu rechnen. Auch dies führt dazu, dass die US-Wirtschaft im Durchschnitt des Jahres 2023 kaum wachsen wird. Wir erwarten eine Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsproduktes, die sich von rund zwei Prozent in 2022 auf etwa 0,5 Prozent 2023 abschwächt.



Quelle: IMF World Economic Outlook, April 2022, S. 42

Der wirtschaftliche Ausblick für die Schwellenländer wird durch historisch hohe Schuldenstände sowie steigende Zinsen negativ tangiert. Nicht nur in den Industrieländern, sondern auch in Entwicklungsländern, ist im Zuge der Corona-Pandemie die öffentliche Verschuldung durch Fiskalpakete für Unternehmen und private Haushalte stark angestiegen. Laut dem Internationalen Währungsfonds lag das durchschnittliche Verhältnis von öffentlichen Schulden zum BIP in Schwellenländern bei einem Rekordniveau von 67 Prozent in 2021 nach rund 52 Prozent vor der Pandemie. Vor dem Hintergrund steigender Zinsen und der kräftigen Aufwertung des US-Dollar nehmen die Refinanzierungsrisiken in den Schwellenländern deutlich zu: Zum einen fällt das durchschnittliche Fälligkeitsprofil der öffentlichen Schulden in Schwellenländern im Vergleich zu fortgeschritten Volkswirtschaften kürzer aus und zum anderen ist der Anteil an öffentlichen Schulden, der in Fremdwährungen denominiert ist (vor allem in US-Dollar), in den letzten Jahren weiter angestiegen. Daher hat der Internationale Währungsfonds im Oktober seine Wachstumsprognose für Schwellenländer für das Jahr 2023 auf 3,7 Prozent nach unten revidiert. Am oberen Ende der Wachstumsprognosen rangiert Indien mit einem erwarteten Wirtschaftswachstum von 6,1 Prozent. Am unteren Ende ordnet der Internationale Währungsfonds Russland mit einem prognostizierten BIP-Rückgang von 2,3 Prozent ein.

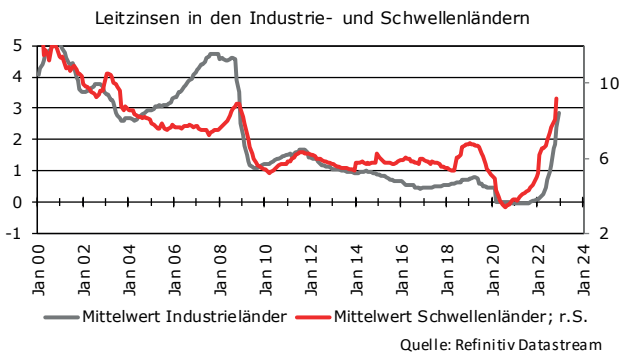
Während nahezu alle Notenbanken weltweit die historisch hohen Inflationsraten mit straffen Leitzinserhöhungen bekämpfen, blickt die chinesische Notenbank auf eine konträre Entwicklung der Konsumentenpreise in China. Mit einer vergleichsweise niedrigen Inflationsrate von rund zwei Prozent in 2022 verfügt die People's Bank of China auch weiterhin über geldpolitischen Spielraum, um den konjunkturellen Einbruch abzufedern und insbesondere den angeschlagenen Immobilienmarkt mit weiteren Leitzinssenkungen zu stützen.



Aber auch im Hinblick auf den Umgang mit dem Corona-Virus verhält es sich in China anders als im Großteil der restlichen Welt. Mit ihrer strikten Corona-Nulltoleranzpolitik sorgte die chinesische Regierung immer wieder für einen zeitweisen wirtschaftlichen Stillstand in den betroffenen Städten und Regionen, der sowohl die heimische als auch die Wirtschaft der Handelspartner empfindlich beeinträchtigte. Zwar wurden jüngst erste Lockerungsschritte angekündigt, jedoch ist zum jetzigen Zeitpunkt nur schwer abzuschätzen, wie diese Schritte in der Praxis umgesetzt werden und ab wann ein Eingreifen in das öffentliche Leben und in die Wirtschaft seitens der chinesischen Regierung mit hinreichend hoher Sicherheit ausgeschlossen werden kann. Das selbstgesteckte Wachstumsziel von 5,5 Prozent in 2022 wird China deutlich verfehlen und lediglich ein reales BIP-Wachstum von rund drei Prozent erreichen. Mit Blick nach vorne verliert China als globaler Wachstumsmotor somit weiter an Bedeutung. Zum einen bleibt die Corona-Nulltoleranzpolitik das große Damoklesschwert und zum anderen belastet die abkühlende Weltwirtschaft den Außenhandel im Reich der Mitte. Aber auch die Tatsache, dass der chinesische Staatspräsident Xi Jinping auf dem Parteitag der Kommunistischen Partei im Oktober seine Macht zementiert und nur loyale Gefolgsleute und keine Reformer oder ausgewiesene Wirtschaftskenner in den engsten Führungszirkel aufgenommen hat, ist keine gute Nachricht für die mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven. Für 2023 erwarten wir daher einen Anstieg des realen Bruttoinlandsproduktes um knapp vier Prozent. Sollte sich die chinesische Parteiführung jedoch zügig von ihrer Corona-Nulltoleranzpolitik abkehren, ist mit einer spürbareren Wachstumsbeschleunigung zu rechnen.

Ausblick 2023 (II): Ende der Zinswende in Sicht

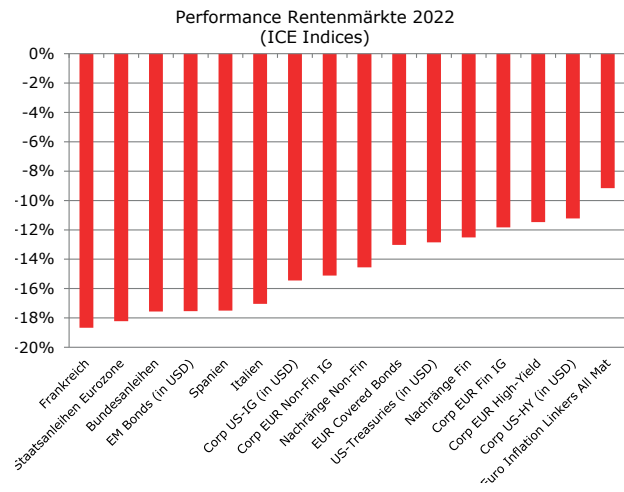
Weltweit haben die Notenbanken 2022 den Schalter umgelegt und die Zinswende eingeläutet. Hohe Inflationsraten, die durch den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine das höchste Niveau der vergangenen Jahrzehnte erreichten, haben dazu geführt, dass die Leitzinsen so schnell und deutlich erhöht wurden wie seit langem nicht mehr. Viele Währungshüter tendieren dazu, den Fuß vorerst noch auf dem Bremspedal zu lassen und die Leitzinsen noch weiter anzuheben. Ob der Leitzinshöhepunkt in 2023 erreicht wird, wie die Anleihenmärkte sich entwickeln, und welche Richtung der Euro gegenüber dem US-Dollar einschlagen wird, lesen Sie im zweiten Teil unseres Jahresausblicks.



Das Kapitalmarktjahr 2022 stand ganz im Zeichen der Zinswende. Weltweit haben die Notenbanken aufgrund der hohen Inflationsraten den Schalter umgelegt und die Leitzinsen deutlich angehoben. Beispielhaft seien hier die US Federal Reserve und die Europäische Zentralbank genannt. Der Offenmarktausschuss der US Notenbank hat den Leitzins beginnend im März in sieben Schritten um insgesamt 425 Basispunkte angehoben. Der EZB-Rat hat dagegen erst im Juli mit den Leitzinserhöhungen begonnen. Insgesamt wurde der Hauptrefinanzierungssatz in vier Schritten um 250 Basispunkte angehoben.

Vor allem diese Entwicklung und die Auswirkungen des russischen Angriffskrieges in der Ukraine haben dafür gesorgt, dass das Jahr 2022 in Bezug auf die Wertentwicklung von Staats- und Unternehmensanleihen mit großer Sicherheit als das schwächste Jahr überhaupt in die Geschichte eingehen wird.

Egal auf welches Segment des Anleihemarktes man schaut, fast überall sind negative Wertentwicklungen im zweistelligen Prozentbereich zu verzeichnen. Staatsanleihen aus der Eurozone wiesen Kursverluste zwischen minus 17 Prozent und minus 19 Prozent auf. Bei US-Treasuries in lokaler Währung schlug ein Verlust von 13 Prozent zu Buche. Dasselbe Bild ergab sich bei den Unternehmensanleihen, auch hier kam es zu Verlusten zwischen minus 11 Prozent und minus 16 Prozent.



Die konjunkturellen Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen Monaten spürbar verschlechtert. Auch wenn die Realwirtschaft noch keine rezessiven Tendenzen aufweist, so zeigen wichtige Frühindikatoren wie zum Beispiel die Einkaufsmanagerindizes mit Werten unter der 50er-Marke in Richtung einer zumindest leichten Rezession. Die starke, schnelle und synchrone Straffung der globalen Geldpolitik scheint langsam ihre Wirkung zu entfalten, 2023 dürften die Bremseffekte noch deutlicher werden. Ungünstige geopolitische Entwicklungen tragen zur wirtschaftlichen Unsicherheit bei, vor allem aufgrund der Spannungen zwischen dem Westen und Russland sowie China.

Haupteinflussfaktor für die Anleihemärkte bleibt die Notenbankpolitik, die maßgeblich von der Inflationsentwicklung beeinflusst wird. Hier gibt es Unterschiede zwischen den USA und Europa. Die Inflation in den USA ist hauptsächlich auf eine Angebotsverknappung aufgrund gestörter Lieferketten zurückzuführen, die durch eine starke Nachfrageausweitung aufgrund staatlicher Fiskalprogramme massiv verstärkt wurde, während die Inflation in Europa überwiegend aus stark gestiegenen Kosten resultiert. Bisher war die Rentabilität der Unternehmen auf beiden Seiten des Atlantiks widerstandsfähig, weil es den Firmen gelang, die höheren Kosten auf die Preise zu überwälzen. Der Nachfragerückgang,

den die Zentralbanken mit den deutlichen Leitzinserhöhungen beschleunigen, wird aber wahrscheinlich Druck auf die Gewinnmargen ausüben und den Anstieg der Verbraucherpreise bremsen. Wir gehen daher davon aus, dass die Inflation in den USA und in der Eurozone bis Ende 2023 auf etwa drei Prozent sinkt.

Die Zentralbanken werden ihre restriktive Geldpolitik jedoch so lange beibehalten, bis sie sicher sind, dass die Inflation sich nachhaltig in Richtung ihrer Ziele bewegt. Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen in den USA bei fünf Prozent und in der Eurozone bei drei Prozent ihren Höhepunkt erreichen werden. Dies sollte im zweiten Quartal 2023 der Fall sein. Ob dann allerdings die Leitzinsen, wie derzeit von den Marktteilnehmern erwartet wird, im vierten Quartal schon wieder leicht gesenkt werden, wird sich erst noch zeigen. Im Moment sind wir da eher skeptisch.

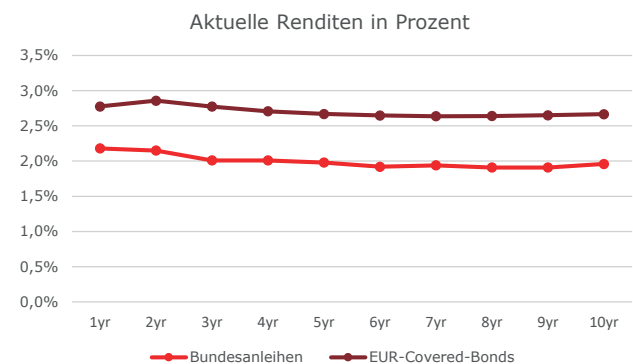
MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
01.02.2023	0,0%	0,0%	0,0%	55,1%	44,9%	0,0%	0,0%	0,0%
22.03.2023	0,0%	0,0%	0,0%	7,9%	53,6%	38,4%	0,0%	0,0%
03.05.2023	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	33,6%	45,1%	16,9%	0,0%
14.06.2023	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	30,4%	43,9%	19,9%	1,8%
26.07.2023	0,0%	0,0%	0,5%	7,6%	32,3%	40,6%	17,4%	1,6%
20.09.2023	0,0%	0,1%	2,4%	14,2%	34,5%	34,4%	13,1%	1,1%
01.11.2023	0,1%	1,0%	6,9%	21,9%	34,5%	26,3%	8,6%	0,7%
13.12.2023	0,7%	5,0%	17,0%	30,3%	29,0%	14,4%	3,3%	0,2%

Quelle: CME Fed-Watch-Tool, 06.01.2023, 09:35 Uhr

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Rendite von 10-jährigen US-Treasuries und 10-jährigen Bundesanleihen im ersten Halbjahr 2023 wieder ansteigen werden. Sobald allerdings erkennbar sein wird, dass die Notenbanken die Leitzinsen nicht weiter erhöhen, sollten die Renditen wieder spürbar sinken. Wie stark dieser Rückgang sein wird, hängt maßgeblich von der Stärke einer möglichen Rezession und der Schnelligkeit des Inflationsrückgangs ab. Wir gehen davon aus, dass der Höhepunkt der 10-jährigen US-Renditen im Bereich von 4,25 bis 4,5 Prozent liegen wird. Einen ähnlichen Verlauf sollten die 10-Jahres-Renditen für Bundesanleihen nehmen: Hier sehen wir den Höhepunkt im Sommer bei Werten von 2,25 bis 2,5 Prozent.

Für die Durationspositionierung in den Portfolien bedeutet dies, dass bis zur Jahresmitte 2023 noch eine vorsichtige Haltung eingenommen werden sollte. Beginnend mit dem zweiten Halbjahr sollte man aber wieder in längere Laufzeiten investieren, um vom einsetzenden Rückgang der Renditen zu profitieren. Für Anleger bedeutet dies, dass man sowohl mit Staatsanleihen aus der Eurozone als auch aus den USA ab dem zweiten Halbjahr aufgrund des gestiegenen Renditelevels und der zu erwartenden Kursgewinne im Jahr 2023 eine positive Wertentwicklung erzielen wird, ganz im Gegensatz zu der enttäuschenden Entwicklung in 2022.

Im Segment der europäischen Staatsanleihen sind wir nicht davon überzeugt, dass die aktuelle relative Schwäche von Bundesanleihen im Vergleich zur Peripherie anhalten wird. Denn die fundamentalen Rahmenbedingungen sprechen gegen einen nachhaltigen Einengungstrend bei Staatsanleihen aus der südeuropäischen Peripherie. Ursächlich hierfür ist zum einen der technische Ausblick. Wir gehen davon aus, dass die EZB in 2023 beginnen wird, ihre Anleihebestände aus dem APP zu reduzieren. Insbesondere für Italien steht also einer nachlassenden Nachfrage ein steigendes Angebot aufgrund der weiterhin expansiver Fiskalpolitik gegenüber. Zum anderen bleiben die geopolitischen Unsicherheiten und die Energiekrise auch in 2023 bestehen, sodass die Nachfrage nach Staatsanleihen höherer Qualität wieder zunehmen dürfte. Allerdings könnte es sich 2023 lohnen, einen Blick in Richtung Südosten zu werfen. Denn zum 1. Januar 2023 wird Kroatien Mitglied der Eurozone und somit erstmalig von Anleihekäufen der EZB und von der Aufnahme in wichtige Fixed-Income-Indizes profitieren. Das Land hat eine Reihe von Anleihen mit einem attraktiven Risiko- und Renditeprofil ausstehen und weist mit einem Rating von Baa2/BBB+/BBB+ mit stabilem Ausblick deutlich weniger Risiko auf als zum Beispiel Italien, das sehr nahe an ein High-Yield-Rating herangekommen ist.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Der starke Renditeanstieg im Jahr 2022 hat zusammen mit der deutlichen Ausweitung des Bund-Swap-Spreads zur Folge, dass ein Anleihe segment, welches lange wenig Berücksichtigung fand, sich aktuell hoher Nachfrage bei attraktiven Konditionen erfreut. Die Rede ist von Covered Bonds (Pfandbriefe). Für Covered Bonds aus der Eurozone lässt sich mit einer Laufzeit von drei Jahren und einem Rating von AAA aktuell eine Rendite von rund 2,75 Prozent erzielen. Vor dem Hintergrund der hohen Sicherheit, den viele der mit den Anleihen verbundenen Deckungsstöcke versprechen, ist dies eine interessante Beimischung im Portfolio-kontext mit Buy-and-Hold-Charakter. Regional sollte hier aufgrund der höheren Qualität der Gesetzesrahmen der Schwerpunkt auf Deutschland und Frankreich gesetzt werden.

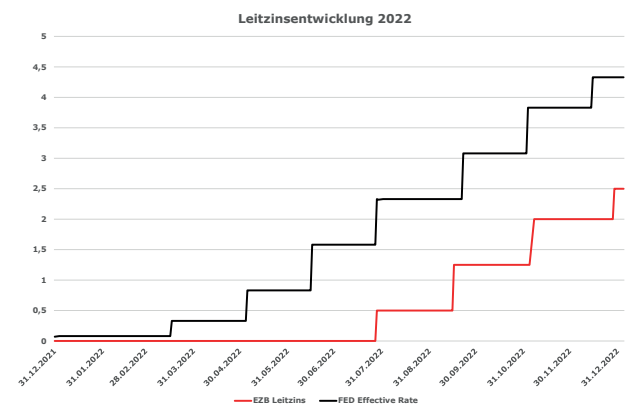
Da wir davon ausgehen, dass die konjunkturellen, geldpolitischen und geopolitischen Rahmenbedingungen zumindest im ersten Halbjahr 2023 weiter zur Unsicherheit an den Anleihemärkten beitragen, sollte insbesondere bei den Unternehmensanleihen die hohe Volatilität erst einmal anhalten. In diesem Segment wird sich zeigen müssen, ob alle Unternehmen dazu in der Lage sind, sich am Kapitalmarkt zu den angespannteren Konditionen refinanzieren zu können. Zudem gehen die Ratingagenturen davon aus, dass die Ausfallraten in Europa ansteigen werden. Dieser Sachverhalt wird aus unserer Sicht dazu führen, dass sich die Kreditaufschläge 2023 zunächst ausweiten werden. Erst wenn absehbar sein sollte, dass die erwartete Rezession nicht so stark ausfällt, könnte es im zweiten Halbjahr dazu führen, dass sich die Risikoaufschläge im Einklang mit den Renditen wieder zurückbilden.

Auch wenn die aktuelle durchschnittliche Rendite für Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Rating bei rund vier Prozent liegt und im High-Yield- und Nachrangsegment noch deutlich höhere Renditen von durchschnittlich mehr als sieben Prozent bezahlt werden, raten wir im Gegensatz zur Vergangenheit für den Beginn des Jahres 2023 dazu, vorerst keine zusätzlichen Risikopositionen aufzubauen, sondern Neuinvestition am kurzen Ende der Kurve in hoher Qualität mit Buy-and-Hold-Charakter vorzunehmen. Erst mit Entspannung in Bezug auf die Leitzinspolitik und dem Abklingen der konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheiten ist wieder ein positiver Performancebeitrag von Unternehmensanleihen zu erwarten.

Wie schon in unserem letzten Ausblick empfehlen wir wieder, in einem Portfolio Alternativen zu den klassischen Anleihe-segmenten beizumischen. Hierzu gehören für Katastrophenanleihen (Cat-Bonds) und Mikrofinanzprodukte. Der Charme dieser Spezialthemen liegt vor allem darin, dass sie sich weitgehend unkorreliert zum klassischen Anleihemarkt entwickeln. Auch wenn der Hurrikan Ian die Performance der Cat-Bonds im Jahr 2022 etwas verhaselte, so lag die Wertentwicklung in diesem Segment doch deutlich besser

als es in allen klassischen Anleihe-segmenten der Fall war. Völlig unbeeindruckt von den Kapitalmarkturbulenzen zeigten sich die Mikrofinanzprodukte. Hier wurde wie erwartet eine positive Rendite von rund zwei Prozent erwirtschaftet. Diese Entwicklung sollte sich in 2023 fortsetzen.

Einer der großen Gewinner des Jahres 2022 war der US-Dollar, der sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber den meisten anderen Währungen deutlich aufwertete. Der Treiber für die Aufwertung war in der massiven Ausweitung des Zinsvorteils des US-Dollars auszumachen.



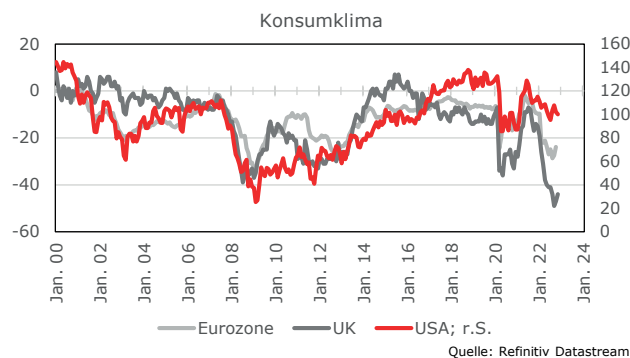
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Getrieben durch die weltweit hohen Inflationsraten waren die Zentralbanken gezwungen, eine Kehrtwende ihrer Geldpolitik auf den Weg zu bringen. Die US-Zentralbank tat dies, wie so oft, schneller und entschlossener als ihr europäisches Pendant. Auch die globalen Unsicherheiten durch den Krieg in der Ukraine und die Zero-Covid-Politik Chinas erhöhten die Nachfrage nach dem Greenback. Für das Jahr 2023 erwarten wir, dass der Zinsvorteil des US-Dollars zurückgehen wird. Die Inflation in den USA wird unserer Erwartung nach früher und deutlicher sinken als dies in Europa der Fall ist und es damit der US-Notenbank erlauben den Zins zum Jahresende 2023 wieder zu senken. Damit einhergehend erwarten wir den EUR/USD-Wechselkurs bei 1,10 zum Jahresende 2023.

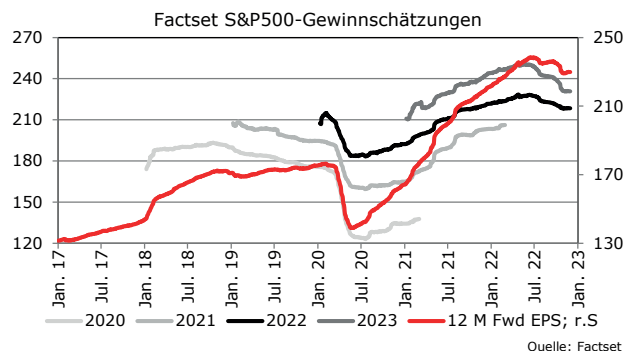
Ausblick 2023 (III): An den Aktienmärkten bleibt es turbulent

An den internationalen Aktienmärkten geht ein turbulentes und zugleich historisches Jahr zu Ende. Rund um den Globus verzeichneten die Aktienindizes 2022 mit wenigen Ausnahmen starke Kursverluste. Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine hat nicht nur unermessliches menschliches Leid mit sich gebracht, sondern auch die Energieabhängigkeit Europas von Russland deutlich gemacht. Der Energiepreisschock, aber auch deutlich gestiegene Nahrungsmittelpreise sorgten für eine Explosion bei den Inflationsraten und damit für eine Zeitenwende bei der Geldpolitik der globalen Notenbanken. Das Ende der Niedrigzinspolitik hat in der Folge nicht nur zu einem historischen Absturz an den Anleihemärkten geführt, sondern sorgte auch an den Aktienmärkten für starke Verluste. Besonders betroffen waren zinsensitive Sektoren wie Immobilien und Technologie. Kursverluste von mehr als 50 Prozent waren hier keine Seltenheit. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie es 2023 weitergeht und was die geo- und geldpolitische Zeitenwende für die Aktienmärkte bedeutet.

Den Aktienmärkten steht 2023 eine weitere Bewährungsprobe bevor. Während 2022 die Zinswende dafür sorgte, dass Aktienmarktbewertungen kräftig unter Druck gekommen sind, dürften 2023 die Konjunktursorgen im Vordergrund stehen. So ist eine zumindest leichte globale Rezession wahrscheinlich, da sich in den vergangenen Quartalen wichtige Frühindikatoren in vielen Volkswirtschaften bereits deutlich abgeschwächt haben. Vor allem der Verlust an Kaufkraft der Konsumenten durch die gestiegenen Preise sowie eine Belastung der Unternehmensinvestitionen durch deutlich höhere Zinskosten wird sich 2023 negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken.



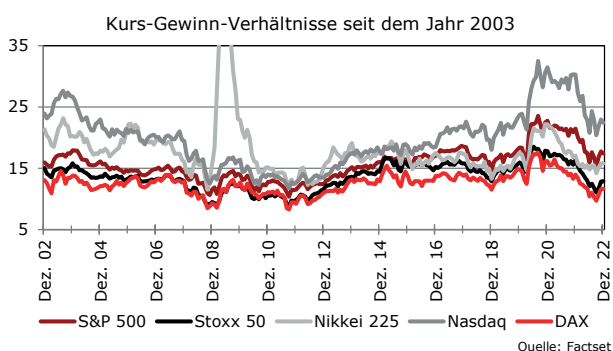
Anders als in den Krisen der vergangenen Jahre werden die Notenbanken der Wirtschaft 2023 nicht mit billigem Geld zur Seite springen können, da die Bekämpfung der Inflation weiterhin im Vordergrund der Geldpolitik stehen wird. In diesem Umfeld dürften es die Unternehmen schwer haben, ihre Umsätze und Gewinne zu steigern. Vielmehr rechnen wir im ersten Quartal 2023 mit einer durchwachsenen Berichtssaison der Unternehmen, da sich diese aufgrund der Vielzahl der politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten für das Gesamtjahr 2023 vorsichtig äußern sollten. In der Folge erwarten wir weitere negative Gewinnrevisionen seitens der Analysten, die bereits angefangen haben, ihre Erwartungen an die neuen Unternehmensausblicke anzupassen.



Auch wenn viele Faktoren für eine globale Rezession im Jahr 2023 sprechen, sollte diese aber unseres Erachtens nicht besonders stark ausfallen. So haben viele europäische Länder Hilfen für ihre Bürger und Unternehmen auf den Weg gebracht, um die Folgen der gestiegenen Energiekosten abzufedern. Zudem ist das Risiko einer Gasmangellage in Europa zuletzt aufgrund gut gefüllter Gaslager deutlich gesunken. In den USA sind diese Faktoren ohnehin weniger relevant, denn einerseits sind die Vereinigten Staaten autark was die Energieversorgung angeht und andererseits profitieren sie sogar über ihre Energieexporte sowie zunehmende Investitionen von ausländischen Unternehmen aufgrund des Standortvorteils. Wir rechnen vor diesem Hintergrund zwar mit einigen Belastungsfaktoren für die Unternehmensgewinne in 2023, allerdings sind die Auftragsbücher vieler Unternehmen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, weiter gut gefüllt. Aufträge werden somit zunächst abgearbeitet werden und die Produktion damit auf einem hohen Niveau gehalten. Zudem sind die meisten Unternehmen deutlich besser aufgestellt als in früheren Krisen, ihre hohe Flexibilität und Anpassungsfähigkeit werden ihnen auch 2023 helfen, so wie es bereits in der Corona-Krise der Fall gewesen ist. Insgesamt wird sich die sehr robuste Entwicklung der Unternehmensgewinne mit vielen positiven Gewinnüberraschungen in 2023 nicht fortsetzen, wir erwarten aber aus den genannten Gründen auch keinen starken

Einbruch. Für 2023 sollten die Unternehmensgewinne in etwa auf oder leicht unter dem Niveau des Jahres 2022 liegen, während wir für 2024 wieder von einem leichten Zuwachs ausgehen.

Die Bewertungsniveaus der Aktienmärkte dies und jenseits des Atlantiks haben sich in 2022 aufgrund der Zinswende deutlich verringert. So liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der europäischen Hauptindizes etwas unter den seit dem Jahr 2003 zu beobachtenden Durchschnittswerten. Mit einem KGV von knapp 18 ist der US-amerikanische S&P500 dagegen immer mehr als zehn Prozent teurer als im langfristigen Durchschnitt. Der Bewertungsabschlag europäischer Aktien gegenüber US-Titeln ist damit weiterhin hoch.



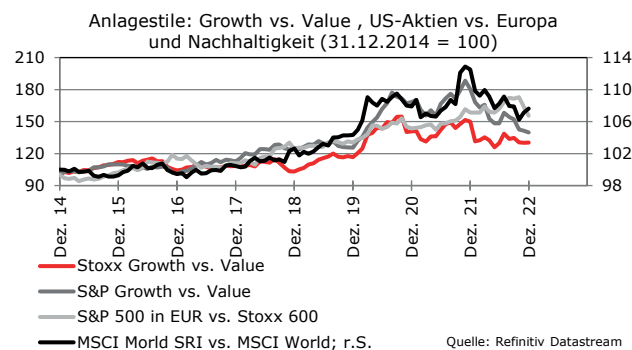
Da wir davon ausgehen, dass die großen Notenbanken zu Beginn des Jahres 2023 ihre Leitzinsen weiter anheben werden und mit ersten Zinssenkungen nicht vor 2024 zu rechnen ist, sollten sich Value-Aktien, also Substanzwerte, zunächst besser entwickeln als die zinssensitiven Wachstumstitel (Growth). Insofern halten wir auch eine bessere Wertentwicklung europäischer Aktien gegenüber US-Werten für realistisch, da die europäischen Indizes mehr Substanzwerte aufweisen, während im S&P500 weiterhin Wachstumswerte, insbesondere Technologieaktien, stark vertreten sind. In der zweiten Jahreshälfte wird sich unseres Erachtens diese Entwicklung umkehren, da sich mit Blick auf das Jahr 2024 und der Erwartung wieder fallender US-Leitzinsen positive Bewertungsspielräume bei Growth-Aktien ergeben.

Wir empfehlen für den Jahresbeginn 2023 zunächst eine defensive Ausrichtung der Aktienportfolios mit einem Fokus auf Qualitätsaktien, die über Preissetzungsmacht verfügen. Die Aktienmarktvolatilität dürfte aufgrund der Vielzahl an geopolitischen Risiken sowie Unsicherheiten über das Ausmaß einer Rezession und dem Höhepunkt der Inflationsraten hoch bleiben. Im weiteren Jahresverlauf sollten dann volatile Phasen dazu genutzt werden, die Aktienquote mit opportunistischen Investments zu erhöhen. Insbesondere wenn absehbarer wird, dass der Inflationshöhepunkt und das Ende des Zinserhöhungszyklusses erreicht ist, sollten

die Aktienmärkte wieder auf ihren langfristigen Aufwärtstrend einschwenken. Auf Sicht der kommenden zwei bis drei Jahre erwarten wir jedoch, dass sich die Inflationsraten nicht wieder auf die Niveaus vor der Corona-Krise abschwächen werden. Die Ertragsersparungen für Aktien sollten dementsprechend reduziert werden, da die Gewinne etwas langsamer wachsen werden und weil Anleihen wieder eine interessante Anlagealternative darstellen. Langfristig bieten Qualitätsaktien aber weiterhin den besten Inflationsschutz.

Zum Jahresende 2023 prognostizieren wir für den DAX einen Stand von 15.600 Punkten. Den Euro-Stoxx 50 sehen wir bei 4.250 Punkten und den Stoxx 50 bei 3.950 Punkten. Das Kurspotenzial für US-amerikanische Aktien halten wir für etwas geringer, insbesondere für Euro-Investoren, da wir mit einer leichten Abschwächung des US-Dollar im Vergleich zum Euro auf 1,10 EUR/USD rechnen. Den S&P500 erwarten wir am Jahresende bei 4.300 Punkten.

Auf Basis dieser Erwartungen stellt sich die Frage, welche Investmentthemen im Jahr 2023 interessant werden und wie man sich im Jahresverlauf positionieren sollte. Grundsätzlich lassen statistische Aspekte einen positiven Verlauf des Aktienmarktes vermuten. So notieren US-Aktien historisch betrachtet seit 1945 ein Jahr nach den Zwischenwahlen ausnahmslos höher und das erste Halbjahr des neuen Jahres nach den Midterms ist seit 1950 das stärkste Halbjahr während einer US-Legislaturperiode.



Dennoch sollten die oben benannten Risiken zumindest im ersten Quartal des Jahres 2023 zu einer anhaltend hohen Volatilität führen. Daher empfiehlt es sich, mit einem defensiv aufgestellten Portfolio in das neue Börsenjahr zu starten. Neben einer leicht untergewichteten bis neutralen Aktienquote gehört dazu auch eine Beimischung von Absolut-Return-Produkten, die unabhängig von der Kapitalmarktentwicklung positive Erträge erwirtschaften. Zudem sollte der Schwerpunkt auf werthaltige Unternehmen aus defensiven Sektoren wie Energie und Gesundheit liegen. Vor allem Weltkonzerne zeichnen sich dabei durch ein kontinuierlicheres Geschäftsmodell, eine starke Wettbewerbsstellung, hohe Preissetzungsmacht sowie eine solide Bilanz und Finanzierungsstärke aus. Insbesondere ermög-

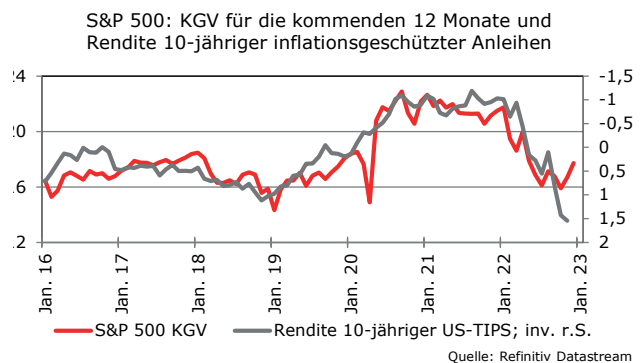
licht Letzteres den Unternehmen, ihr operatives Geschäft und das strategische Wachstum auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten zu finanzieren. Weiterhin empfehlen wir Aktien von Unternehmen mit einer attraktiven Dividendenrendite. Relativ zu den von uns zum Jahresende 2023 erwarteten Renditen für 10-jährige Staatsanleihen mit 3,75 bis 4 Prozent in den USA bzw. 1,75 bis 2 Prozent bei Bundesanleihen, sind die durchschnittlichen Dividendenrenditen aus dem MSCI Welt-Value-Aktienindex von etwa 3,3 Prozent weiterhin attraktiver als die 1,1 Prozent für Growth-Aktien. Daher verlieren Unternehmen aus dem Value-Sektor auch bezogen auf ihre Dividendenrendite relativ zu Wachstumswerten in unserem Zinsszenario weniger an Attraktivität.

Ebenfalls interessant sind Unternehmen aus den Sektoren Rohstoffe und Energie. Diese profitieren vom anhaltend hohen Preisniveau. In diesen Segmenten des Aktienmarktes sollte der Druck auf das Angebot aufgrund der Sanktionen gegen Russland weiter andauern. Zudem kann ein mögliches Reopening in China sowie zusätzliche Stimuli im Bau- und Infrastruktursektor die Preise für Eisenerz, Kupfer und Aluminium positiv beeinflussen.

Im Jahresverlauf kann die höhere Volatilität genutzt werden, um das Portfolio bei positiveren Daten von der konjunkturellen sowie geldpolitischen Seite sukzessive durch die Aufnahme opportunistischer Investments wieder offensiver auszurichten. Dabei sollte berücksichtigt werden, dass der wirtschaftliche Aufschwung aufgrund der anhaltend hohen Inflationsraten und der deswegen geringeren Unterstützung durch die Notenbankpolitik schwächer ausfallen sollte als nach vergangenen Rezessionen. Auf sektoraler Ebene kann dies insbesondere durch die Aufnahme von Unternehmen aus zyklischen Sektoren erfolgen. Diese verfügen aufgrund der bereits erfahrenen Kurskorrektur und den daraus resultierenden niedrigen Bewertungen über ein attraktives Kurspotential. Hiervon sollten insbesondere Aktien aus Europa und Deutschland profitieren. Aufgrund der Auswirkungen des Krieges in der Ukraine ist die Stimmungslage wie auch die Bewertung der Unternehmen in der deutschen Industrie bereits auf einem Rezessionsniveau angekommen, sodass die Lage kaum noch schlechter werden kann.

Ab der zweiten Jahreshälfte sollte die Inflation deutlich zurückgehen und damit zinsabhängigen Branchen wie der Technologie Rückenwind verschaffen. Hier gilt es jedoch zu bedenken, dass viele Unternehmen noch immer zu ihrer Historie relativ hoch bewertet und damit anfällig für unerwartete geldpolitische Entscheidungen sind. Interessant für ein Investment können auch Unternehmen aus dem Small- und Mid-Cap-Segment, also kleinere Unternehmen aus

der zweiten Reihe, werden. Diese Unternehmen sind insbesondere im Vorfeld einer Rezession einer deutlichen Kurskorrektur ausgesetzt, so wie es auch wieder im Jahr 2022 der Fall gewesen ist. Kapitalmarktteilnehmer stellen bei diesen Unternehmen schneller die Frage der Überlebensfähigkeit in einer Krise. Zudem zeichnen sich kleinere Unternehmen aufgrund ihrer Flexibilität und Agilität in der Regel relativ zu den großen Unternehmen durch einen Bewertungsaufschlag aus. Dieser ist aber aufgrund des rasant gestiegenen Zinsniveaus nahezu vollständig aufgelöst worden.



China wird auch im Jahr 2023 ein schwieriger Finanzmarkt für Investoren bleiben. Nicht nur die Unsicherheiten bezüglich der weiteren Vorgehensweise bei Covid-Ausbrüchen sowie die Immobilienkrise, vor allem auch die nicht prognostizierbaren Regulierungsmaßnahmen gegenüber Unternehmen belasten die Aussichten für den chinesischen Aktienmarkt. Sofern am wirtschaftlichen Aufschwung partizipiert werden soll, empfehlen wir ein indirektes Engagement durch Investitionen in Regionen und Unternehmen, die in China einen Hauptabsatzmarkt haben.

Ausblick 2023 (IV): Markttechnik: Anhaltende Baisse oder doch nur ein „reinigendes Gewitter“?

Vor einem Jahr haben wir uns an dieser Stelle ge-fragt, ob aus markttechnischer Sicht die Dynamik am Aktienmarkt weiter anhalten wird. Schon damals hatte sich die Stimmung vor allem bedingt durch die anhaltend hohen Inflationsraten eingetrübt. Die Märkte zeigten sich allerdings damals noch unbe-eindruckt. Dies sollte sich jedoch mit dem russischen Angriffskrieg auf die Ukraine, dem starken Inflati-onsanstieg und dem darauffolgenden abrupten Re-gimewechsel in der Geldpolitik ändern. Wir wollen mithilfe der Charttechnik die Reaktionen auf Aktien- und Anleihenmärkte sowie auf das Währungspaar EUR/USA analysieren und einen Ausblick für 2023 geben.

Das Jahr 2022 war ein Jahr zum Vergessen an den globalen Kapitalmärkten. Der Krieg in der Ukraine und die explosionsartige Steigerung der Inflation führte zu ebenso gewaltig steigenden Anleiherendi-ten. Somit wurde der Rentenmarkt zu einem enor-men Belastungsfaktor für die globalen Aktienmärkte. Die Renditen der 10-jährigen US Staatsanleihen (Treasury Notes) haben sich binnen zehn Monaten von 1,4 Prozent auf über 4,2 Prozent verdreifacht, dies stellt historisch betrachtet die, in einem so kurzen Zeitraum, größte prozentuale Renditesteigerung dar. Diese Bewegung hatte zur Folge, dass der seit 1987 intakte Abwärtstrendkanal bei den Treasury Notes gebrochen wurde. Solch ein Trendbruch, und wir sprechen hierbei von nahezu zwei Generationen von Anlegern, die nur rückläufige Renditen kannten, kommt einem Gezeitenwechsel gleich und verursacht zum einen Angst (vor weiter steigenden Renditen) und zum anderen die Notwendigkeit Portfolios anzupassen.



Treasury Notes, Quelle: Reuters vom 09.12.2022

Der im März 2022 erfolgte Bruch des Trendkanals führte zu massiver Anschlussdynamik und unterstützt die These, dass schnelle Positionsanpassungen erfolgt sind. In dieser Phase war gleichsam eine Übertreibung aller Trendfolger zu erkennen. Die Annahme, dass die Positionsbereinigungen größtenteils abgeschlossen sind, leiten wir aus der Tatsache ab, dass seit Oktober 2021 die Renditen zurückgegangen sind, obwohl die Inflation weiterhin hoch ist. Die Übertreibung und die Panik im Markt wurde abgearbeitet.

Trotz Bruchs des Abwärtstrends rechnen wir mit einer Beruhigung der Renditeentwicklungen. Aus technischer Sicht sind durchaus noch einmal höhere Renditen zu erwarten, diese könnten allerdings im Bereich von 4,7 Prozent ihren Widerstand finden. Die Marke von 4,7 Prozent ermitteln wir hierbei aus der Differenz der Hochs der Jahre 2011 bis 2022 (ca. 3,2 Prozent) zu den Tiefs der Jahre 2013 bis 2020 (ca. 1,45 Prozent). In einer Übertreibung sind auch höhere Hochs im Bereich von 5,3 Prozent ableitbar, dies entspräche der 50 Prozent Korrektur der eingangs erwähnten Abwärtsbewegung von 1987 zum Allzeittief im Jahre 2020. Allerdings halten wir dieses Niveau für eher unwahrscheinlich. Auf der Unterseite stellen die Hochs der Jahre 2011 bis 2022 im Bereich zwischen 3 und 3,2 Prozent die größte Unterstützung dar und sollten im Jahr 2023 voraussichtlich nicht unterschritten werden.

Ein nahezu identisches Bild ergibt sich beim Blick auf die Renditeentwicklung der 10-jährigen Bundesanleihen. Auch hier wurde im Jahr 2022 ein mehr als 30 Jahre bestehender Abwärtstrendkanal, der seinen Ursprung im Jahr 1990 nahm, zu den Akten gelegt. Auch dieser Trendbruch zog eine dynamische Anschlussbewegung nach sich, um sich ab Ende Oktober 2022 abzukühlen und seither zu konsolidieren. Für die Bunds rechnen wir aus der Chartkonstellation ebenfalls mit einer Beruhigung der Bewegung und damit, dass ein maximales Expansionsziel im Bereich von 2,9 bis 3 Prozent zu finden sein wird. Auf diesem Niveau verlaufen die Renditetiefs der Jahre 2005 bis 2010 und zudem die 38,2 Prozent Fibonacci Retracement Marke der Bewegung von 1990 zum Allzeittief im Jahr 2020. Unterstützung sollten die Renditen im Bereich zwischen 1,45 Prozent und 1,20 Prozent finden, auf diesen Niveaus verlaufen diverse Hoch und Tiefpunkte der Jahre 2012 bis 2014 und hier verläuft die 38,2 Prozent Fibonacci Marke der Aufwärtsbewegung von November 2020 zum Verlaufshoch im Oktober 2022.



10-jährige Bundesanleihen, Quelle: Reuters vom 09.12.2022



S&P 500, Quelle: Reuters vom 09.12.2022

Die Anlegerstimmung für Aktien, gemessen an den wöchentlichen Umfrageergebnissen der AAI (American Association of Individual Investors) zeigt über nahezu das gesamte Jahr 2022 eine Mehrheit bearischer (negativ gestimmter) Marktteilnehmer, während der Durchschnitt der seit 1987 existenten Zeitreihe etwa 1,25 mal mehr bullish (positiv) gestimmte Marktteilnehmer ergeben hat. Da Märkte in großem Maße von Emotionen bewegt werden, beeinflusst die Anlegerstimmung auch künftige Chancen und Risiken. Der Umstand, dass das Jahr 2023 ein „US-Vorwahljahr“ darstellt, gibt Anlass zur Hoffnung. In allen Vorwahljahren seit 1926, als der S&P 500 Index, der immerhin 70 Prozent der Wertentwicklung des MSCI World repräsentiert, erstmalig berechnet wurde, ergab sich ein Kurszuwachs von durchschnittlich 14,23 Prozent pro Jahr. Noch beeindruckender ist hierbei die Trefferquote von positiven Performancejahren zu negativen, denn das Verhältnis von 22 positiven zu zwei negativen Jahren fällt mit 91 Prozent überzeugend hoch aus. Lediglich die Jahre 1931 und 1939 musste der Index in Vorwahljahren mit negativen Performances beenden. Zum Vergleich: im Durchschnitt aller Jahre seit 1926 konnte der S&P 500 Kurszuwächse von 8,2 Prozent pro Jahr verbuchen bei einem Verhältnis von 68 zu 28 Jahre oder etwa 70 Prozent zu 30 Prozent positive gegen negative Kursentwicklung. Auch wenn die Statistik zum Dekadenzyklus, also alle Jahre die wie das Jahr 2023 auf „3“ enden, keinen kausalen Zusammenhang darstellt, verzeichnete der S&P 500 Index in den „3er Jahren“ im Durchschnitt sogar einen Wertzuwachs von 15,7 Prozent.

Der S&P 500 Chart zeigt, dass sich der Index trotz zwischenzeitlich mehr als 25 Prozent Wertverlust zum Allzeithoch noch immer im seit 2009 begonnenen Aufwärtstrendkanal befindet. Vielmehr ist die Bewegung von März 2021 bis Ende 2022 mit dem Überschreiten des oberen Randes des Trendkanals als Übertreibung zu bezeichnen. Diese Übertreibung wurde notwendigerweise das gesamte Jahr 2022 hindurch in geregelten Bahnen abgearbeitet und somit konsolidiert.

Dass der Index nahezu punktgenau auf der 200 Wochenlinie und nach der 50 Prozent Korrektur der Bewegung von März 2020 zum Allzeithoch Unterstützung fand, nährt die These vom „reinigenden Gewitter“. Somit sind auch gleichsam die wichtigsten Unterstützungsniveaus für den Index genannt. Die Zone zwischen 3.400 Punkten und 3.600 Punkten definiert den wichtigsten Support für den Index. Gelingt nun der Ausbruch aus dem aktuellen Abwärtstrend- beziehungsweise Konsolidierungskanal, wäre dies ein trendbestätigendes Signal für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung seit 2009 und die Konsolidierung wäre somit als Flagge abgeschlossen. Das rechnerische Kursziel aus der erwarteten Flaggenauflösung beläuft sich aus der Höhe der Flagge auf etwa 4.600 Indexpunkte und somit in Schlagdistanz zum bisherigen Allzeithoch von knapp 4.800 Punkten.



DAX, Quelle: Reuters vom 09.12.2022

Der Blick auf die Charts der Aktienindizes heimischer Gefilde zeichnet ein ähnliches Bild wie das des S&P 500. So hat der DAX vom Jahresstart 2022 an und ausgehend vom Allzeithoch mehr als 25 Prozent Wertverlust verzeichnen müssen. Auch hier erfolgte die Trendwende nahezu exakt nach der 50 Prozent Korrektur der vorangegangenen Aufwärtstrecke von März 2020 zum Allzeithoch im Bereich um 12.000 Punkte. Allerdings ist der DAX bereits einen großen Schritt weiter und es gelang das nachhaltige Überwinden des Konsolidierungstrendkanals. Ebenso wurden horizontale Widerstände aus diversen Hochs der Jahre 2018 bis 2020 im Bereich von 13.500 Punkten und somit gleichsam die 200 Wochenlinie überwunden. Dieser Be-

reich um 13.500 Punkten definiert somit die neue Kernunterstützung auf dem Weg zu höheren Notierungen für den Index. Gelingt es dem Index nun die horizontale Widerstandsmarke um 14.800 Punkte (mehrmonatige Unterstützung im Jahr 2021) nach oben zu durchbrechen, lässt sich aus dieser Schiebezone ein Kursziel von 16.100 Punkten ableiten, ebenfalls nur unwesentlich unter dem bisherigen Allzeithoch knapp unter 16.300.



EuroStoxx 50, Quelle: Reuters vom 09.12.2022

Der EuroStoxx 50 Index als Barometer der größten Unternehmen der Eurozone konnte wie der DAX auch bereits seinen Abwärtstrendkanal vom Jahreshoch 2022 überwinden, ebenso die 200 Wochenlinie. Allerdings waren die Jahre 2013 bis 2021 per Saldo verschenkte Jahre, da in dieser Zeit keine nennenswerten Verlaufshochs, geschweige denn Allzeithochs erzielt werden konnten. Aus ebendieser Tatsache hat sich Potenzial aufgestaut, das bei weitergehend positiver Weichenstellung freigesetzt werden sollte. Das Überwinden der Hochs der Jahre 2015 und 2020 im Bereich um 3.800 Punkte gab hierfür den Startschuss. Aus der Schiebezone der Jahre 2016 bis 2021 zwischen 3.000 und 3.800 Punkten lässt sich der untere Rand bei 4.600 Indexpunkten und somit oberhalb des Hochs von 2022 festlegen. Kernunterstützungen für dieses Unterfangen stellen die 200 Wochenlinie bei etwa 3.600 Punkten und die Jahrestiefs 2022, die wiederum auf die 50 Prozent Korrektur

der Bewegung von März 2020 zum Hoch 2022 fallen, im Bereich um 3.300 Punkte dar.

Abschließen wollen wir unseren technischen Jahresausblick mit dem Währungspaar Euro / USD. Die seit 2008 andauernde Abwertungsbewegung des Euro zum US Dollar hatten wir bereits mehrfach in vorherigen Jahresausblicken thematisiert. Diese hat nach wie vor Bestand und wird im großen Bild auch andauern. Allerdings stellte das Jahr 2022 auch für die Bewegung des Euro zum US-Dollar eine gewaltige Übertreibung dar. Kurse unterhalb der Parität waren die Konsequenz. Diese Übertreibung wird weiter abgearbeitet und sollte das Währungspaar zurück in den von 2015 bis 2017 Bereich, wo sich das Währungspaar im Bereich zwischen 1,05 und 1,15 seitwärts bewegte, führen. Auf dem Weg zum oberen Rand dieser Bandbreite stellen sich dem Euro etliche Widerstände im Jahresverlauf in den Weg.



Euro/USD, Quelle: Reuters vom 09.12.2022

Beginnend mit der 50 Prozent Korrekturmarke der Bewegung von Mitte 2021 zum Zyklustief im Oktober 2022, bei etwa 1,09, der 200 Wochenlinie im Jahresverlauf weiterfallend im Bereich um 1,12 und nicht zuletzt mit dem oberen Trendkanalrand der Bewegung seit 2008. Dieser primäre Trendkanal verläuft zum Jahresende 2023 etwa um 1,10 und definiert somit auch Ziel für die Bewegung Euro zum US Dollar.

Zusammenfassung und Asset Allocation

Was war 2022 doch für ein Jahr. Russland startete in Februar den ersten Angriffskrieg auf europäischem Boden seit 1939. Die Energieversorgung des Kontinentes geriet in eine massive Schieflage und befindet sich immer noch in einer prekären Situation. In der Ostsee wurden von einer unbekannteren Macht Gaspipelines gesprengt. Bei der Deutschen Bahn wurden mit geheimdienstlichen Fähigkeiten entscheidende Glasfaserleitungen durchtrennt. Lieferkettenprobleme verloren etwas an Schrecken, wobei das nicht für alle Gütergruppen galt. Für einiges Entsetzen sorgte die Anregung des Präsidenten der Bundesärztekammer, nachbarschaftliche Flohmärkte für Medikamente einzurichten, um gemeinsam die Mangellage bei einigen Medikamenten zu überbrücken. Wann gab es so etwas zuletzt in Deutschland?

Gleichzeitig stieg die Inflation im Jahr 2022 in Deutschland und fast allen anderen Industriestaaten innerhalb kurzer Zeit so stark an wie selten zuvor seit dem Zweiten Weltkrieg. Nahezu jede wichtige Notenbank, jedes Wirtschaftsforschungsinstitut und auch nahezu jede Analyseabteilung einer Bank (eingeschlossen unserer eigenen Analyse) unterschätzte dabei für viele Monate in Folge den kontinuierlichen Anstieg der Preise. Im Ergebnis waren Zentralbanken genötigt, die Leitzinsen massiv anzuheben, um die ausufernden Inflationsraten wieder in den Griff zu bekommen. Als Reaktion auf die unerwartet starken Leitzinserhöhungen stiegen wiederum die Renditen von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen an, was bei den Papieren zu Kursrückgängen in historischen Ausmaßen führte. Da überrascht es fast ein wenig, dass Aktien im Jahr 2022 nicht pauschal massiv an Wert verloren haben, sondern insgesamt eine sehr heterogene Wertentwicklung aufwiesen. Grundsätzlich galt die Regel, dass die Wertentwicklung bei Unternehmen aus dem Technologiesektor und im Bereich der Small- und Midcaps sehr unterdurchschnittlich verlief, während Large-Caps (oftmals vor allem aus Europa) mit einer eher value-lastigen Zuordnung noch mit einem blauen Auge davongekommen sind. Viele Aktien, die man aus Gründen der Nachhaltigkeit selbst mit der Kneifzange nicht anfassen würde, haben 2022 sogar erstaunlich gut abgeschnitten; damit wurde ein Trend der Vorjahre gebrochen, in dem vor allem Aktien mit besonders attraktiven ESG-Eigenschaften eine erfreuliche Wertentwicklung aufwiesen.

Damit kommen wir jetzt zu der eine-Millionen-Dollar-Frage: Was bringt das Jahr 2023? Bei der Beantwortung dieser Frage ist zunächst eine ganze Menge Demut angebracht. Nicht selten gibt es schon am Anfang eines Jahres Entwicklungen und Ereignisse, von denen man einige Wochen zuvor noch nicht einmal zu träumen gewagt hätte. Dann können selbst die plausibelsten und die scheinbar präzisesten Szenarien innerhalb kürzester Zeit zur Makulatur werden. Daher sind Jahresausblicke immer mit einer gewissen Vor-

sicht zu genießen, und es sollte keiner auf die Idee kommen, seine Anlagepolitik ausschließlich an Jahresausblicken zu orientieren und sich dann für die jeweils nächsten zwölf Monate komplett von den Märkten abzuwenden. Trotzdem ist es grundsätzlich richtig, Jahresprognosen aufzustellen und in Szenarien zu denken. Denn diese Übung zwingt Investoren, sich möglicher Risiken und Chancen bewusst zu werden und dementsprechend auch dann schneller handeln zu können, wenn sich der Wind unerwartet dreht.

Fangen wir also an. Der Anker für die Bewertung aller möglichen Vermögensgegenstände sind Zinsen, so dass es bei grundsätzlichen Überlegungen zu Kapitalmärkten immer Sinn ergibt, zunächst ein Zinsszenario aufzustellen. In 2023 werden sowohl in den USA als auch in Europa die Leitzinsen weiter angehoben werden. Dieser Sachverhalt ist für sich genommen auch schon längst eingepreist. Wenn sich die Leitzinserwartungen nicht mehr groß ändern, werden sich dementsprechend auch die Renditen von Anleihen nicht mehr besonders stark bewegen. Die entscheidende Frage ist daher die, inwieweit Märkte mit ihrer Einschätzung bezüglich des Zinspfades falsch liegen und ggf. ihre Erwartungen erneut anpassen müssen. So war schon das ganze Jahr 2022 davon geprägt, dass die Markterwartungen bezüglich der Leitzinsen kontinuierlich nach oben angepasst werden mussten. Dieser Prozess ist selbst jetzt noch nicht zu seinem Ende gekommen. Während wir diese Zeilen schreiben, bewegen sich die Renditen von Bundesanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit schon wieder in der Nähe ihrer Jahreshochstände 2022, eben weil auch die Leitzinserwartungen weiter angestiegen sind. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend auch in den kommenden Wochen und Monaten fortsetzen dürfte. Damit wären temporäre Renditeniveaus von 2,5 Prozent und mehr für zehnjährige Bundesanleihen genauso realistisch wie Renditen von 4,5 Prozent für zehnjährige US-Treasuries. Die höheren Renditen bei Staatsanleihen führen selbstredend auch zu höheren Renditen bei Unternehmensanleihen, wobei die dro-

hende konjunkturelle Eintrübung weitere zusätzliche Risikoaufläufe gerade bei weniger bonitätsstarken Anleihen mit sich bringen. Damit ist jetzt sicherlich noch nicht der Zeitpunkt gekommen, neue Positionen bei Unternehmensanleihen mit schlechterer Bonität und längerer Restlaufzeit aufzubauen, auch wenn die jetzigen Renditeniveaus schon sehr verlockend erscheinen.

Die höheren Renditen und Zinsen haben wiederum einen Einfluss auf die Bewertung an den Aktienmärkten. Je höher Renditen und Zinsen steigen, umso geringer fällt der Barwert der zukünftigen Gewinne aus. Da ist es logisch zu vermuten, dass das aktuelle Zinsumfeld für den Aktienmarkt eher Gegenwind mit sich bringt. Auch die schwächelnde Konjunktur ist kein gutes Omen für den Aktienmarkt, denn ein Wachstum unterhalb des Trendpfades hat auch negative Effekte auf die Gewinne, die aus unserer Sicht gerade für 2023 noch zu optimistisch eingeschätzt werden. Auf der anderen Seite sind Gewinne immer eine nominale Größe. Wenn Preise steigen, steigen i.d.R. auch die Gewinne; zumindest dann, wenn die Margen nicht komplett kollabieren, und das erwartet keiner für 2023. Nun ließe sich argumentieren, dass im kommenden Jahr die Inflationsrate falle, so dass sich der Effekt 2023 ins Negative umkehren könnte. Das ist aber nicht der Fall. Auch bei fallender Inflationsrate steigen die Preise, der Anstieg fällt nur weniger

stark aus. Grundsätzlich ist aber bei den zu erwartenden Inflationsraten weiter mit so starken Preisanstiegen über das Jahr hinweg zu rechnen, dass dies für sich genommen die Gewinne zumindest stabilisiert und besonders negative Gewinnrevisionen unwahrscheinlich macht. Zudem darf ein Effekt nicht unterschätzt werden: Märkte haben die erstaunliche Fähigkeit, durch Krisen „hindurchzuschauen“ und den nächsten Aufschwung zu antizipieren, lange bevor sich der Aufschwung tatsächlich einstellt. Wir wollen damit in keiner Weise sagen, dass damit die nächste Rallye am Aktienmarkt unmittelbar bevorsteht – es wäre jedoch töricht zu vermuten, dass über das ganze Jahr 2023 hinweg Trübsal geblasen wird, nur weil die aktuellen Konjunkturdaten schlecht und die Zinsen hoch sind.

Plausibler wäre ein Szenario, in dem die bestehenden Unsicherheiten in der ersten Jahreshälfte durch eine hohe Volatilität zum Ausdruck kommen, bevor dann in der zweiten Jahreshälfte der Blick auf hoffentlich bessere Zeiten den Markt zu neuen Höhenflügen animiert. Unser offizielles Jahresendziel 2023 für den DAX liegt daher beispielsweise bei 15.600 Punkten – etwa 11 Prozent über den derzeitigen Indexständen. Die hohe Divergenz in der Performance zwischen Investmentstilen dürfte aber zunächst bestehen bleiben.

Impressum

Herausgeber

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA

Autoren

Carsten Klude, Dr. Christian Jasperneite, Daniel Hupfer, Ludwig Bendel, Martin Hasse, Nils Essmann und Nils Theilfarth

Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

Haftungsausschluss

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.



M.M. WARBURG & CO
BANK

www.mmwarburg.de