

Haspa BörsenAnalyse

AKTUELLE BERICHTE UND ANALYSEN

Kapitalmarkt 2023

Zinserwachen in der neuen Realität



Präambel

Zinserrwachen in der neuen Realität

Würde die Bestandsaufnahme des Jahres 2022 mit der Aussage eingeleitet, dass das Jahr mit vielen Überraschungen aufwarten konnte, wäre dies sicherlich eine maßlose Untertreibung. Nun ist es allerdings auch nicht so, dass alles anders ist, aber vieles schon. Angefangen mit dem grausamen Angriffskrieg Russlands, der in Teilen auch daraus resultierenden Preisexplosion und Knappheit von Energie, sowie weitergehender Fragestellungen, mit wem und in welcher Intensität wir morgen und übermorgen noch Handel treiben wollen. Kaufkraftverluste durch eine überbordende Inflation rufen die Notenbanken auf den Plan, die wiederum gezwungen sind, innerhalb kürzester Zeit eine 180 Grad Kehrtwende ihrer bisherigen Geldpolitik einzuleiten. Die über Jahre geübte Praxis, nahezu alles über Kredite zum Nulltarif finanzieren zu können und zugleich reale Anlagen immer höher zu bewerten, erfährt einen jähen Abbruch. Im Zinsenland wachsen wieder die ersten Bäume und in den Handelssälen der Börsen gilt nicht mehr TINA (There Is No Alternative - gemeint ist die Alternativlosigkeit von Aktien), sondern TARA (There Are Reasonable Alternatives - gemeint ist die Rückkehr von Anleihen). Dieses Konvolut an unterschiedlichsten Faktoren als Gratwanderung, Zeitenwende, Epochenwechsel oder neue Realität zu benennen, ist sicherlich nicht übertrieben. Für uns resultieren hieraus unterschiedliche Ableitungen:

In Zeiten des strukturellen Wandels versagen die alten **Prognosemodelle**, sie sind schlichtweg falsch kalibriert - auf die alte Welt. Bestes Beispiel sind hier vielleicht die Inflationsprognosen, die unisono sowohl von der Höhe als auch von der zeitlichen Ausprägung komplett falsch eingeschätzt wurden. Hier gilt es mit Demut anzuerkennen, dass Prognosen - insbesondere Punktprognosen - in Phasen von Strukturbrüchen nur eine eingeschränkte Robustheit und Bestimmtheit aufweisen. Dies ist ohne Einschränkungen auch auf die von uns getätigten Aussagen zu beziehen.

Wenn insbesondere die kurzfristige Ungewissheit besonders hoch ist, steigt an den Börsen in aller Regel die **Schwankungsintensität** (Volatilität). Zudem neigen Börsen in diesen Phasen zu Übertreibungen, die sich später als fundamental unbegründet erweisen. Da wir uns aktuell in einer Periode der Neubewertung befinden, ist davon auszugehen, dass es noch etwas Zeit braucht, bis die unterschiedlichen Märkte ihren neuen Nullpunkt austariert haben und die Schwankungen sich wieder normalisieren.

Unser Jahresausblick 2022 war überschrieben mit dem Titel „**Holprig in die Silbernen Zwanziger**“. Auch wenn wir natürlich die Schwarzen Schwäne des Jahres 2022 nicht kennen konnten, haben wir im Kern unsere Anlagestrategie verstärkt auf die mittelfristigen Perspektiven abgestellt. In diesem Vorgehen fühlen wir uns bestärkt, da die getroffenen Kernaussagen auf mittlere Sicht weiterhin Gültigkeit besitzen sollten, in Teilen sogar eine Beschleunigung erfahren dürften. Zu nennen sind hier die fortschreitende De-Globalisierung, der energetische Umbau, die Digitalisierung als Beschleuniger und Notwendigkeit zum Umbau der Wirtschaft vom fossilen in das digitale Zeitalter und nicht zuletzt die großen Herausforderungen aus der Demographie. Im Ergebnis bedarf es somit bei den zu erwartenden Trends im laufenden Jahrzehnt zwar einer Nachschärfung, aber keinesfalls einer Generalüberholung. Angesichts der Vielzahl an Einflussfaktoren, die innerhalb kürzerer Zeit eine Wendung erfahren können, erscheint es gerade in dieser von einer hohen Unsicherheit geprägten Umbruchphase ratsam, vermehrt die Kapitalanlagen auf eine mittelfristige Strategie zu trimmen, als kurzfristig ausgelegte Handlungen in den Vordergrund zu stellen. Unter dem Strich heißt dies **mehr Strategie und weniger Taktik**.

In einem durch hohe Ungewissheit geprägten Umfeld erscheint es nur allzu menschlich, Aktivitäten (vorübergehend) einzustellen und somit auf vermeintlich bessere Zeiten zu warten. Im Bereich der Kapitalanlagen heißt dies vermehrt in **Liquidität** zu gehen. Auch hierbei lehrt der Blick zurück, dass es in aller Regel nicht gelingt, mit digitalen Entscheidungen den richtigen Einstiegszeitpunkt zu finden. Gerade im Bereich der Festverzinslichen kostet jeder nicht investierte Tag einfach laufenden Ertrag.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Zeiten eines strukturellen Umbruchs führen zu einer hohen Verunsicherung. Auch die Kapitalmärkte brauchen Zeit, um ein neues Gleichgewicht auszubilden. Hiervon sollten sich Anlegerinnen und Anleger nicht beirren lassen und fast schon stoisch ihre persönliche, auf diese neue Realität angepasste Vermögenstruktur umsetzen. Hierbei sind die **Rückkehr des Zinses** mit den positiven Effekten aus der **Streuung** (Diversifikation) und die Möglichkeit wieder konservativere Varianten zu bilden die herausragenden Erkenntnisse für die **neue Realität**.

Zusammenfassung 2023, Prognosen

- Weltwirtschaft im Abschwung:

BIP Welt	+2,5 %,
BIP Euro-Zone	0,0 %,
BIP Deutschland	-2,0 %,
BIP USA	+1,0 %,
BIP China	+4,0 %.
 - Inflationsraten: Deutschland 8,0 %, Euro-Zone 7,5 % und USA 5,5 %.
 - USA: Federal Funds Rate 4,75 % - 5,00 %.
 - Euro-Zone: Einlagesatz 2,75 % - 3,00 %, Hauptrefinanzierungssatz: 3,00 % - 3,25 %.
 - Euro: Spanne von 1,00 bis 1,10 US-Dollar
 - Ölpreis (Nordseeöl Brent): 80 bis 100 US-Dollar pro Barrel.
 - Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe liegt Ende 2023 im Bereich um 2,50 %.
 - Die Inversität der Zinsstrukturkurve bleibt auch in der Euro-Zone erhalten. In Orientierung der noch absehbaren Leitzinsanhebungen steigen die Renditen im kurzen Laufzeitbereich stärker.
 - Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe liegt Ende 2023 im Bereich um 3,50 %.
 - Die Unternehmensgewinne darben unter allgemeiner Nachfrageschwäche und Kostendruck.
 - Der Bewertungsexpansion sind angesichts des Liquiditätsentzuges durch die Notenbanken Grenzen gesetzt.
 - Der DAX bewegt sich in einer Bandbreite von 11.800 bis 15.300 Punkten; das Erholungspotenzial entfaltet sich in der zweiten Jahreshälfte.
 - Die Welt von morgen: Die Welt in Unordnung; neue Weltordnung (unipolar, bipolar oder multipolar?), Staatseinfluss wächst, fiskalische Dominanz; mehr Inflation; weniger Wachstum: Die nächsten 10 Jahre werden anders!
 - Prägende Trends: Re-Globalisierung, Sicherheit, Fossil zu digital, Automatisierung, Demographie.
 - Energiesicherheit mit kurzfristig hoher Priorität, saubere Energie und Ressourceneffizienz langfristig alternativlos.
 - Energiewende wird zu einer Rotation aus fossilen Energieträgern in Zukunftsmetalle führen.
 - Zunehmende Alterung der Bevölkerung erfordert Innovationen im Gesundheitsbereich.
 - Re-Shoring und ökologisch notwendige Verkürzung von Lieferketten dürften den Trend zur Automatisierung und Digitalisierung verstärken.
 - Die **Leitsätze** der Anlagestrategie: Investieren, Strategie vor Taktik, Streuen, Internationalisierung, Inflationsschutz, Nachhaltigkeit und Trends.
 - **Vermögensstruktur:**
 - Liquidität:** keine permanente Berücksichtigung.
 - Aktien:** Gleichgewichtung von Substanz- und Wachstums-Werten; bevorzugte Sektoren zum Jahresstart: Banken, Luxus und Industrie.
 - Anleihen:** bonitätsstärkere Euro-Unternehmensanleihen, Schwellenländeranleihen als neuer attraktiver Baustein, als Beimischung Fremdwährungsanleihen; 2023 kann in allen Segmenten und allen Laufzeitbereichen wieder aktiv gearbeitet werden.
 - Ergänzungsanlagen:** attraktiv in defensiven Indexzertifikaten mit fester Kuponzahlung.
 - Rohstoffe:** Gold und Aktien von Minenbetreibern.
 - Spezialinvestments:** Direktanlagen in Erneuerbare Energien
- Prognoserisiken, abwärts**
- Inflationsbedingte Verlängerung des Zinserhöhungszyklus.
 - Vertrauensverlust in die Notenbanken.
 - Handelskonflikt USA - China verschärft sich.
 - Gewinnrezession der US-Unternehmen durch schweren Konjunkturreinbruch.
 - Energiemangellage mit Produktionskürzung in Deutschland.
- Prognoserisiken, aufwärts**
- Inflation kommt schneller zurück und eröffnet Notenbanken Spielraum.
 - Unternehmen veredeln die inflationsbedingten nominellen Zuwächse überproportional.

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Präambel	3
Zusammenfassung	4
Die Welt von morgen	6
Alternativszenarien	10
Volkswirtschaftliches Umfeld	11
Inflation bleibt das Hauptproblem	11
Notenbanken kämpfen gegen Inflation	14
Konjunktur: Globale Schwächephase	15
Chinas Wachstum wird unsteter	17
Staatsverschuldung: Inflation senkt Schuldenquote	18
Währungen: US-Dollar gibt nach	19
Krypto-Markt unter Druck	20
Rohstoffe bleiben gefragt	21
Die Silbernen Zwanziger - in der neuen Realität	23
Dekarbonisierung im Härtestest	23
Rotation aus fossilen Energieträgern in Metalle	24
Demographie: Alterung und Fachkräftemangel	26
Digitalisierung und Automatisierung	28
Kapitalmärkte 2023	30
Rückblick 2022: Die Bären waren los	30
Anleihemarkt: Mehr Rendite, weniger Risiko	31
Aktienmarkt: Deutliches Erholungspotenzial im Jahresverlauf	35
Anlagestrategie 2023	38
Zinserwachen in der neuen Realität	38
Branchenüberblick	45

Die Welt von morgen

Im Frühjahr 2022 löste Putins Krieg eine Zeitenwende aus, die über die politischen und militärischen Bereiche hinausgeht und auch die grundlegenden gesellschaftlichen Strukturen erfasst. Die sogenannte Nachkriegszeit ist vorüber. Wurde nach dem Mauerfall 1989 noch „das Ende der Geschichte“ verortet, so kehrte die Geschichte im Jahr 2022 mit Macht zurück.

Kurzfassung: Ein schwieriges Jahrzehnt

Der verbleibende Rest der 20er Jahre dürfte eine schwierige Phase des Umbruchs und der Neuorientierung werden, geprägt von einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit und einem allgemeinen Verlust an Wohlstand. Die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts folgen überwiegend dem Potenzialpfad. Die Konjunkturzyklen werden kürzer und volatil. Die Inflationsraten dürften die Zielwerte dauerhaft übersteigen. Die staatlichen Eingriffe nehmen zu, es gibt mehr Regulierungen. Die fiskalische Dominanz belastet das Vertrauen in die Notenbanken. Die Rivalität zwischen den USA und China um die globale Führung setzt sich fort. Fossile und analoge Geschäftsmodelle werden entwertet. Im politischen Bereich nimmt der Wettstreit zwischen Demokratie und Autokratie zu.

Krisen und Unordnung

Es gibt weltweit einen simultanen Zerfall von Ordnungen. Im politischen Bereich wurde die Nachkriegsordnung durch Putins Krieg zerstört. Die im Völkerrecht verankerte Unverletzlichkeit der Grenzen ist in Frage gestellt. In Europa hat eine neue Phase des Kalten Krieges begonnen. Chinas immer aggressivere Außenpolitik lässt auch in Asien die Gefahr einer militärischen Konfrontation wachsen.

Die Ergebnisse demokratischer Wahlen werden zunehmend angefochten und im Extremfall nicht akzeptiert.

Im ökonomischen Bereich muss ebenfalls neu gedacht werden. Jahrzehntelange Gewissheiten gelten nicht mehr. So steht das industriell geprägte Geschäftsmodell Deutschlands aufgrund der unsicher und teuer gewordenen Energieversorgung auf dem Prüfstand.

Die Welt ist geprägt von zunehmenden Unsicherheiten und einer immer größeren Komplexität der Probleme. Die rasche Abfolge von Finanzmarktkrise, Euro-Krise, Corona-Pandemie, Lieferkettenstörungen, Klimawandel, Energieknappheit, Flüchtlings-Krise, Inflation und globaler Rezession hat die Welt instabil werden lassen.

Die Weltwirtschaft ist aus dem Takt geraten. Pessimisten behaupten, ein unerwartetes Ereignis könne alles verändern, weil es Dynamiken gibt, die nicht mehr vollständig kontrolliert werden. Es gibt Zeitbrüche. Eine neue Ordnung wird gesucht.

Weltordnung: Unipolar, bipolar oder multipolar?

China schlägt im Zuge der Konsolidierung der Macht auf den Parteivorsitzenden Xi Jinping einen zunehmend nationalistischeren Kurs ein. Das Militär soll aufgerüstet werden, die nationale Sicherheit hat Vorrang vor dem Wirtschaftswachstum. Der Pragmatismus, der frühere chinesische Führungen auszeichnete, ist der Ideologie gewichen.

Die Unternehmen unterliegen einer strengen staatlichen Kontrolle. Sie führen große Teile der Gewinne an den Staat ab, mit denen der „gemeinsame Wohlstand“ finanziert wird. Es ist ein umfangreiches Umverteilungsprogramm zur Verringerung der Vermögens- und Einkommensunterschiede.

Gleichzeitig versucht China mit dem 2013 begonnenen Langzeitprojekt der „Neuen Seidenstraße“, seinen politischen und ökonomischen Einfluss weltweit auszubauen. Auf der politischen Agenda der Volksrepublik China steht auch weiterhin die „Rückholung“ der Republik Taiwan, deren Umsetzung in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts anstehen könnte.

Alles in allem hat China seine internationale Bedeutung in den vergangenen Jahrzehnten deutlich erhöht und strebt in einer zunehmend aggressiveren Art und Weise die globale Pole Position an.

Die USA sind seit fast 100 Jahren die globale Führungsmacht, der Hegemon. Und zwar ökonomisch, politisch und militärisch. Um Chinas Aufholjagd zu stoppen, verhängte die US-Regierung diverse Handelsbeschränkungen für Hochtechnologie-Exporte. So wurde die Ausfuhr modernster Halbleiter nach China untersagt. Das Reich der Mitte soll von der Versorgung mit Chips der jüngsten Generation abgeschnitten werden, um bei der Entwicklung von Zukunftstechnologien wie Künstliche Intelligenz gebremst zu werden.

Der „Chip-Krieg“ ist ein Teil der Eindämmungs-Strategie der USA und gleichzeitig ein weiterer Beleg dafür, dass zwischen den beiden Großmächten eine Entkoppelung stattfindet. Sie dürfte jedoch nicht so ausgeprägt sein, dass die Handelsströme in absehbarer Zeit versiegen.

Beim Kampf um die globale Führungsrolle kommt den USA entgegen, dass ein Hegemon in der Vergangenheit nur dauerhaften Erfolg hatte, wenn er neben der technologischen Führerschaft auch über eine ausgeprägte politische Offenheit verfügte, die anderen Ländern Anreize zur Nachahmung bot. Letzteres ist bei China nicht der Fall, denn das Reich der Mitte ist verschlossen wie selten zuvor. Ein Wechsel an der Weltspitze dürfte daher schwierig werden.

Was macht Europa? Die Europäische Union (EU) könnte in diesem Jahrzehnt auf rund 40 Staaten anwachsen. Neue Formen der Zusammenarbeit und Entscheidungsfindung sind erforderlich, denn das Einstimmigkeitsprinzip ist bereits jetzt kaum noch praktikabel.

In der EU erscheint eine Co-Evolution möglich. Es entsteht eine neue Form staatlicher Zusammenarbeit ohne gemeinsamen Haushalt und ohne gemeinsame Geldpolitik, aber mit einer einheitlichen Verteidigungs- und Außenpolitik. Zudem können Staatengruppen auf bestimmten Gebieten sehr eng zusammenarbeiten. Ein Beispiel ist die Euro-Währungsunion, der lediglich 19 der 27 Mitgliedsstaaten angehören. Eine weitere Möglichkeit der Zusammenarbeit ausgewählter Euro-Länder besteht im Bereich der gezielten Zuwanderung von Fachkräften.

Die interessengeleitete und lediglich begrenzte Zusammenarbeit von Ländergruppen lässt die EU im globalen Rahmen jedoch nicht als Block erscheinen. Vor diesem Hintergrund dürften die EU und die europäischen Staaten global gesehen auch weiterhin lediglich in der „zweiten Reihe“ bleiben. Eine multipolare Weltordnung, in der Europa neben den USA und China eine führende Rolle spielt, ist wenig wahrscheinlich.

Die Zwanziger Jahre sollten daher geprägt bleiben von der Rivalität Chinas und der USA. Das Ringen um die globale Führung wird sich fortsetzen. Die Spannungen zwischen den beiden größten Volkswirtschaften werden zunehmen. Eine Eskalation kann nicht ausgeschlossen werden.

Im Extremfall - den wir allerdings nicht für wahrscheinlich halten - käme es zu einer Zweiteilung der Welt. Der „Westen“ würde sich um die Vereinigten Staaten gruppieren und insbesondere die demokratisch organisierten Volkswirtschaften umfassen. Im „Osten“ würden sich vorwiegend autokratisch und diktatorisch regierte Länder unter der Führung Chinas sammeln.

Eine Zweiteilung der Welt würde langfristig zu zwei ökonomisch wenig verbundenen Weltregionen mit zwei Handelssystemen und den beiden Leitwährungen US-

Dollar und Renminbi führen. Alle Länder müssten sich entscheiden, welchem Verbund sie letztendlich angehören wollen.

Staatseinfluss wächst

Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie wurden die staatlichen Hilfsprogramme massiv ausgeweitet und verhinderten eine länger anhaltende konjunkturelle Schwächephase. Die sich direkt daran anschließende Energie-Krise erforderte weitere fiskalische Maßnahmen, um eine finanzielle Überforderung zahlreicher privater Haushalte abzuwenden. So wurden in Deutschland u. a. der Tankrabbat, das 9-Euro-Ticket und zuletzt die Energiepreisdeckel beschlossen.

Mit diesen Hilfsmaßnahmen schlüpft der Staat immer stärker in die Rolle eines „Versicherers der letzten Instanz“. Gleichzeitig nimmt das Anspruchsdenken der Bevölkerung an den Staat zu.

Insgesamt dürften die staatlichen regulatorischen Eingriffe zunehmen. Ein Motiv ist die Angleichung der Vermögensverteilung, nicht nur um das Gerechtigkeitsempfinden der Bevölkerungsmehrheit zu befriedigen. Die hohen Inflationsraten führen zu einem Kaufkraftverlust, der insbesondere bei den unteren und mittleren Einkommensgruppen zu spüren sein wird. Um den dadurch entstehenden Wohlstandsverlust zu begrenzen, dürften die Forderungen nach einer Umverteilung der Vermögen und Einkommen durch regulierende staatliche Eingriffe zunehmen. Ein intensivierter „Verteilungskampf“ könnte die 20er Jahre begleiten.

Mit der Ausweitung der „Staatswirtschaft“ nimmt die Gefahr von Fehlallokationen zu. Höhere Preise und geringere Wachstumsraten der Wirtschaftsleistung sind zu befürchten. Die für eine Umverteilung zur Verfügung stehende Masse könnte kleiner werden und zu weiteren Wohlstandsverlusten führen.

Konjunkturzyklen volatil

Ausgeprägte konjunkturelle Abschwächungen wurden in den vergangenen Jahrzehnten nicht zugelassen. Aufkommenden Krisen begegneten die Regierungen und die Notenbanken mit fiskalischen Sonderprogrammen, extrem niedrigen Zinsen und einer massiven Ausweitung der Liquidität. So wurden länger anhaltende Schwächephasen vermieden. Selbst der extrem schwere Corona-Einbruch wurde aus konjunktureller Sicht in relativ kurzer Zeit wettgemacht.

Die staatlichen Maßnahmen waren ausschließlich kreditfinanziert und trieben die Staatschulden in die Höhe.

Die Notenbanken kauften die zusätzlichen Staatsanleihen grÖstenteils auf und weiteten ihre Bilanzsummen dadurch sehr weit aus. Sie gelangten mit der extrem expansiven Geldpolitik an den Rand des MÖglichen.

Bei künftigen Krisen ist daher nicht mehr zu erwarten, dass die Staaten erneut die Rolle des „Versicherers der letzten Instanz“ übernehmen und die Notenbanken riesige Liquiditatssteppiche ausbreiten, um zu „löschen“.

Mit anderen Worten: Krisen werden künftige wieder zugelassen. Das erhöhet die Verunsicherung und geht zu Lasten der Planungssicherheit. Gleichzeitig dürften die Konjunkturzyklen kürzer und ausgeprägter sein.

Weniger Wachstum

Viele der beherrschenden Themen der kommenden Jahre sind wachstumshemmender Natur, so auch die demografische Entwicklung. In drei der vier grÖstten Volkswirtschaften der Welt (China, Japan, Deutschland) ist die Bevölkerungszahl in der Näher des Hochpunktes oder bereits rückläufig.

Bei einer alternden Bevölkerung in einer reifen Volkswirtschaft nimmt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage tendenziell ab. Häuser, Wohnungen und Infrastruktur sind ausreichend vorhanden und erfordern kaum noch zusätzliche Investitionen. Bei den getätigten Investitionen handelt es sich vorwiegend um den Ersatz abgängiger Objekte.

Als Wachstumsbremse erweist sich zudem die hohe Verschuldung privater und öffentlicher Haushalte. Nach dem Ende der Nullzinsphase reduziert ein stark erhoheter Zinsdienst die frei verfügbaren Mittel und dämpft sowohl die staatlichen Ausgaben als auch die Konsumnachfrage der privaten Haushalte.

Daruber hinaus wird eine erfolgreiche Energiewende bisher bestehende fossile Geschäftsmodelle sowie den Kapitalstock der betreffenden Unternehmen entwerten. Das Gleiche geschieht mit analogen Geschäftsmodellen, die durch die zunehmende Digitalisierung obsolet werden.

Produktivität sinkt

Sicherheit kostet Produktivität. Die Suche nach Resilienz und einer erhöheten Produktionssicherheit führt uber die De-Globalisierung und die Verlagerung der Produktion in befreundete Länder zu einer Abnahme der Produktivität. Auch die umfangreichen Aufwendungen für Rüstung und Sicherheit sind nicht produktivitatsfordernd. Gleiches gilt anfänglich für Investitionen in den Klimaschutz.

Fiskalische Dominanz

Die massiven kreditfinanzierten staatlichen Hilfsprogramme wurden wesentlich erleichtert durch die extrem expansive Geldpolitik der Notenbanken. Mit dem Verweis auf Inflationsraten, die unter dem Zielwert lagen, wurde die Geldmenge durch Anleihekäufe und andere Maßnahmen enorm ausgeweitet. Ein beachtlicher Teil der zusätzlich begebenen Staatsanleihen wanderte in die Bestände der Zentralbanken.

Mittlerweile liegen die Inflationsraten extrem weit uber den Zielwerten, so dass die Notenbanken zu einer restriktiven Geldpolitik übergegangen sind. Die Leitzinsen wurden in relativ kurzer Zeit sehr stark angehoben.

Höhere Zinsen sind nicht im Interesse der Regierungen. Sie dämpfen nicht nur das wirtschaftliche Wachstum, sondern verteuern und erschweren auch das öffentliche Schuldenmanagement.

Die Staatsfuhrungen könnten die Notenbanken zu einer weniger restriktiven Geldpolitik drängen und damit eine fiskalische Dominanz ausuben. Die Regierungen könnten die Notenbanken also zu möglichst niedrigen Zinsen anhalten, um die Refinanzierung auslaufender Staatsanleihen zu erleichtern und die öffentlichen Haushalte zu entlasten. Die Währungshüter dürfen gemäß ihrem gesetzlichen Auftrag Politik und Wirtschaft jedoch erst dann unterstützen, wenn die Preisniveaustabilität gegeben ist.

Dieser Zielkonflikt zwischen Regierungen und Zentralbanken kann sich in den kommenden Jahren im Extremfall so weit zuspitzen, dass die Unabhängigkeit der Notenbanken in Frage gestellt wird. Daruber hinaus wird die künftige Geldpolitik bei fiskalischer Dominanz lediglich eine Schein-Normalisierung darstellen.

Industrielle Verschiebungen

Die jüngsten Entwicklungen insbesondere bei der Versorgungssicherheit mit Energie können zu deutlichen geografischen Veränderungen der globalen industriellen Produktion führen. Eine Re-Industrialisierung der USA dürfte begleitet werden von einer De-Industrialisierung Deutschlands. Im industriellen Bereich wurden in den USA im vergangenen Jahr rund 18 Prozent des Bruttoinlandsprodukts generiert. In Deutschland waren es knapp 30 Prozent.

Bei der Wahl der Produktionsstandorte spielt die sichere Versorgung mit preiswerter Energie eine immer wichtigere Rolle. Hier haben die USA klare Vorteile gegenuber Europa, denn sie sind Energie-autark, also Selbstversorger. Deutschland dagegen dürfte in den

kommenden Jahren mit deutlich erhöhten Energiepreisen und einer zunächst noch unsicheren Versorgungslage konfrontiert sein. Energieintensive Unternehmen sind daher einem starken Anreiz ausgesetzt, zumindest einen Teil ihrer Produktionsstätten von Deutschland in die USA zu verlagern. Das industriell geprägte deutsche Geschäftsmodell, das jahrzehntelang erfolgreich auf billige Energie und einen freien Welthandel setzte, muss daher umgebaut werden.

Ein weiteres starkes Motiv, die Produktion von Europa in die USA zu verlagern, ist der Inflation Reduction Act (IRA) der US-Regierung. Der als Klimagesetz zur Reduktion von Treibhausgasen geschaffene IRA bietet umfangreiche Subventionen für „grüne“ Investitionen in den USA, verlangt aber zugleich, dass die geförderten Produkte komplett aus nordamerikanischer Produktion stammen müssen. Zulieferungen von Vorprodukten oder Teilen aus anderen Ländern sind mit dem IRA nicht kompatibel. Dies sind ganz klar protektionistische Züge.

Demokratie versus Autokratie

Die Verlagerung von Unternehmensaktivitäten in die USA setzt allerdings voraus, dass die immer stärkere Polarisierung der amerikanischen Gesellschaft nicht zur politischen Instabilität führt.

Demokratische Selbstverständlichkeiten werden in manchen US-Bundesstaaten in Frage gestellt. Wahlmöglichkeiten bestimmter Bevölkerungsgruppen werden erschwert, Wahlniederlagen nicht mehr ohne weiteres anerkannt. Die Radikalisierung der amerikanischen Wählerinnen und Wähler hat zugenommen.

Eine weniger stabile politische Entwicklung der USA könnte damit ein Hindernis für die Verlagerung wirtschaftlicher Aktivitäten in den Vereinigten Staaten sein. Allerdings dürfte keine der beiden führenden US-Parteien so weit gehen, die marktwirtschaftliche Grundordnung in Frage zu stellen.

Die liberale Form der Demokratie, wie sie in Deutschland besteht, verliert weltweit an Bedeutung. Dazu beigetragen hat das Versagen politischer Parteien wie jüngst in Großbritannien, seit vielen Jahren in Italien und zuletzt auch in Frankreich. Es gibt kaum noch „Volksparteien“. Viele Parteien haben ihren Markenkern verloren, erscheinen austauschbar und genießen nur noch eingeschränkt das Vertrauen der Bevölkerung. Aber auch die unverhohlene Sympathie des früheren US-Präsidenten Trump für autokratische Herrscher hat der liberalen Demokratie Schaden zugefügt.

Die illiberale Demokratie dagegen ist seit einigen Jahren auch in Europa im Aufwind. Beispiele finden sich in Ungarn und Polen, wo die Justiz zum Erfüllungsgehilfen der Regierungen gemacht werden soll. An Bedeutung gewonnen haben auch Autokratien, in denen Wahlen abgehalten werden, deren Ergebnis vorbestimmt ist und keine Überraschungen erlaubt.

In der Befürchtung, dass sich der aktuelle Trend fortsetzt, werden illiberale Demokratien und Autokratien in den 20er Jahren weltweit an Bedeutung gewinnen, während das liberale Demokratie-Modell aus „Nachkriegs-Deutschland“ zum Auslaufmodell mutiert.

Im globalen Wettstreit werden sich das autokratische Modell Chinas und das demokratische amerikanische Modell weiterhin gegenüberstehen. An der autokratischen Standfestigkeit Chinas bestehen derzeit keine Zweifel. An der demokratischen Standfestigkeit der USA schon.

Das positive Szenario: **Goldene Zwanziger**

Geopolitische Stabilität und stabiler Welthandel: Es herrscht eine friedliche Koexistenz zwischen den USA und China. Die wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtungen führen zu einem langsamen Übergang der globalen Führerschaft auf China.

Der Welthandel entwickelt sich stabil bei einer stärkeren Regionalisierung um die beiden Pole USA und China. Internationale Abkommen reduzieren militärische Konflikte und ermöglichen die erforderliche Zusammenarbeit zur Bekämpfung des Klimawandels.

Solides Wachstum wird durch eine zunehmende Immigration und eine verstärkte Digitalisierung ermöglicht.

Die gesamtwirtschaftliche Verschuldung geht aufgrund eines hohen nominalen Wachstums zurück und ermöglicht eine strukturelle Stabilität.

Die Konjunkturzyklen werden durch eine gute Koordination von Geldpolitik und Fiskalpolitik geglättet.

Die Energiewende und der Übergang von fossilen zu digitalen Geschäftsmodellen gelingt ohne größere Reibungsverluste.

Die politische Mitte wird gestärkt. Eine gerechtere Einkommensverteilung verhindert die Polarisierung innerhalb der Demokratien.

Die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts liegen im langjährigen Durchschnitt oberhalb des Potenzialpfades bei 2,5 Prozent in den USA und 1,5 Prozent in der Euro-Zone. Die Inflationsraten stabilisieren sich bei 2,5 Prozent in den USA und 2,0 Prozent in Europa.

Die Renditeerwartung bei Aktien liegt mit 8 bis 10 Prozent im Bereich des historischen Medians. Wachstumswerte werden favorisiert.

Am Anleihemarkt erhalten höher verzinsliche Unternehmensanleihen Vorrang vor Staatsanleihen. Fremdwährungen sind weniger interessant.

Fazit Goldene Zwanziger

Die Goldenen 20er sind ein rundum erfreuliches Szenario, in dem alle Anlageklassen eine positive Wertentwicklung erwarten lassen. Besonders erfreulich dürften sich die Aktien entwickeln. Die erwarteten Marktschwankungen sind geringer als in den beiden anderen Szenarien. Die Aktien-Anleihen-Diversifikation sollte gut funktionieren.

Das negative Szenario: **Eiserne Zwanziger**

Ein neuer Kalter Krieg führt kurzfristig zu Lieferkettenstörungen und langfristig zu einer zweigeteilten Welt.

Der Welthandel schrumpft, weil die Handelsaktivitäten zwischen den beiden Lagern durch protektionistische Maßnahmen, unterschiedliche technische Standards und fehlende Koordination behindert werden.

Es kommt zu einer ausgeprägten wirtschaftlichen Instabilität. Die Nachteile der Überalterung der Bevölkerung werden nicht durch eine verstärkte Immigration kompensiert. Die hohe Verschuldung bremst die Investitionstätigkeit und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage.

Die Konjunkturzyklen sind kurz und weisen hohe Amplituden auf. Wirtschaftspolitisch kommt es zu einer Stop-and-Go-Politik, die Unsicherheit schafft und eine geringe Investitionstätigkeit nach sich zieht.

Die Geldpolitik verliert durch fiskalische Dominanz an Glaubwürdigkeit. Die Inflationsraten geraten außer Kontrolle. Währungsreformen und eine neue Schuldenkrise sind eher wahrscheinlich.

Die Klimakrise verschärft sich. Der Umbau von fossilen zu digitalen Geschäftsmodellen kommt nur sehr schleppend voran.

Es kommt zu einer politischen Instabilität. Die alten Demokratien leiden unter einer Polarisierung und schwanken zwischen autokratischen und demokratischen Tendenzen.

Die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts verharrt unter den Produktionsmöglichkeiten und liegt bei 1,0 Prozent in den USA. Die Euro-Zone verharrt in der Stagnation. Die Inflationsraten pendeln sich in den USA und der Euro-Zone bei 4,0 Prozent ein.

Die Renditeerwartung für Aktien geht auf 3 bis 4 Prozent zurück. Substanzwerte stehen im Vordergrund.

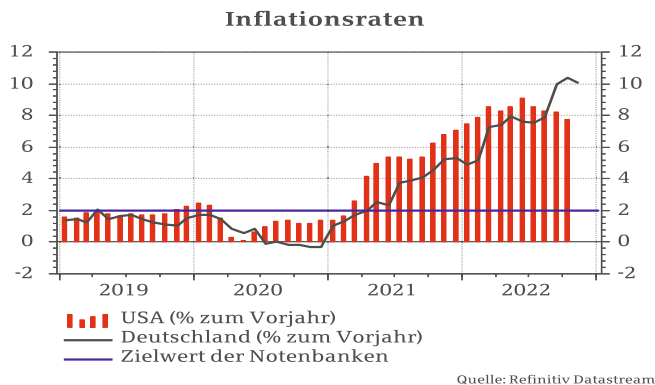
Im Anleihesegment werden sichere Staatsanleihen mit kürzeren Restlaufzeiten sowie Anlagen in Fremdwährungen favorisiert.

Fazit Eiserne Zwanziger

Die Eisernen 20er sind ein sehr düsteres Szenario, in dem reale Wertverluste in allen traditionellen Anlageklassen drohen, insbesondere bei Anleihen. Der Markt ist von einer sehr hohen Volatilität und starken Kurseinbrüchen geprägt. Die Aktien-Anleihen-Diversifikation funktioniert schlecht. Am besten dürften sich Rohstoffe entwickeln.

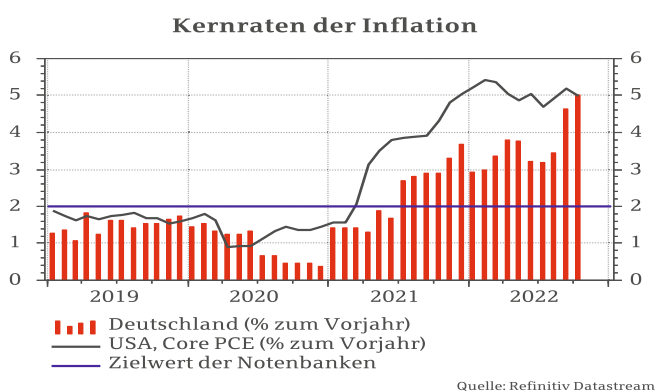
Inflation bleibt das Hauptproblem

Die Verbraucherpreise befinden sich seit 2020 in einem kräftigen Aufwind. Die Inflationsraten haben die Zielwerte der Notenbanken weit hinter sich gelassen. Preistreiber sind derzeit vor allem die Preise für Energie, die durch Putins Krieg nach oben schnellten. Aber auch Lebensmittel verteuern sich immer stärker.



Allerdings scheint sich der Anstieg der Inflationsraten langsam dem Ende zu nähern. Die den gesamten Warenkorb erfassende Headline-Inflation sinkt in den USA bereits seit einigen Monaten und ging im November auch in Deutschland leicht zurück.

Das Augenmerk der Notenbanken liegt allerdings nicht auf der Headline-Inflation, sondern auf den Kernraten. Diese werden ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet. Die US-Notenbank hat dabei vor allem die Kernrate der privaten Konsumausgaben (Core PCE) im Blick. Sie spiegelt wider, wie sich die Lebenshaltung der privaten Haushalte verteuert.

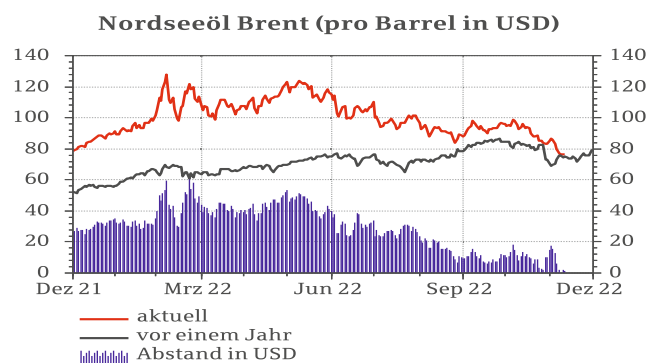


Bei den Kernraten ist bisher kein Abwärtstrend erkennbar. Sie bewegen sich im Bereich von 5 Prozent und liegen damit weit über dem Zielwert von 2 Prozent. Die monatlichen Veränderungen der Kernraten sind weniger ausgeprägt als die der Headline-Inflationsraten. Sie werden auch von den Zweitrundeeneffekten gespeist, die daraus resultieren, dass die Unternehmen

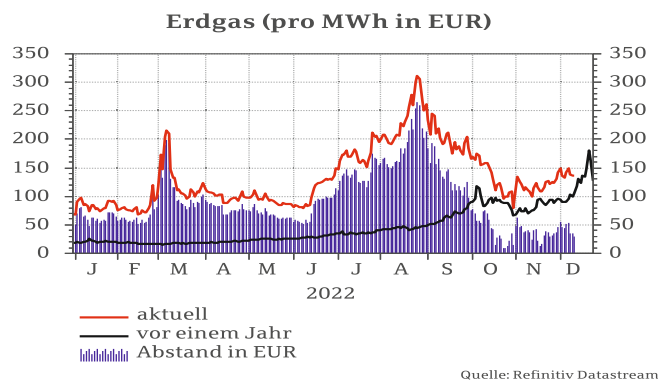
ihre gestiegenen Aufwendungen an den Markt weitergeben. Angesichts höherer Kosten für Material, Personal, Logistik und Energie erhöhen die Unternehmen ihre Verkaufspreise. Dies geschieht nicht zu einem bestimmten Stichtag, sondern nach und nach.

Die Headline-Inflationsraten sind derzeit deutlich höher als die Kernraten, weil sie im abgelaufenen Jahr besonders stark von den Energiepreisen befeuert wurden. So lagen die Preise für Energieprodukte in Deutschland im November um 38 Prozent über dem Vorjahresniveau.

Die Inflationsmessung ist ein Jahresvergleich. Preisverandernde Effekte wachsen also nach einem Jahr wieder aus dem Verbraucherpreisindex hinaus.



Der Preis für ein Barrel Nordseeöl nähert sich seinem Stand von vor einem Jahr. Hat er den Vorjahrespreis erreicht, geht von ihm kein direkter inflationärer Impuls mehr aus. Sollte er sogar weniger kosten als vor einem Jahr, bewirkt er einen deflationären Effekt. Dies dürfte gemäß unserer Prognose im Frühjahr der Fall sein. Mit anderen Worten: Der direkt vom Ölpreis ausgehende Preisdruck sollte im nächsten Jahr verschwinden und die Headline-Inflationsraten sinken lassen.



Auch beim Erdgas nähert sich der aktuelle Preis dem Vorjahresniveau an. Damit dürfte auch der direkte Gaspreis-bedingte Preisauftrieb geringer werden.

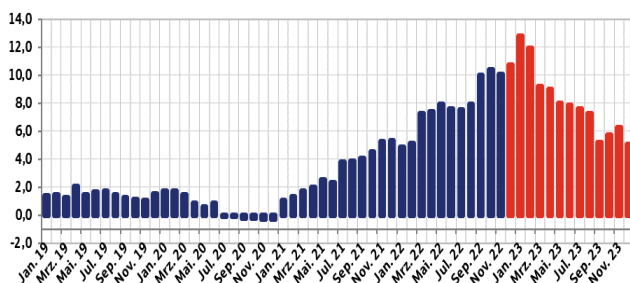
Indirekt werden die Energierohstoffe jedoch auch weiterhin einen preistreibenden Effekt haben. Und zwar über die Kernrate der Inflation. Sie dürfte noch längere Zeit von Zweitrundeneffekten „gefüttert“ werden, die auf einer verzögerten Weitergabe höherer Unternehmenskosten beruhen. Aktuelle Umfragen zufolge haben die Unternehmen bisher erst ein Drittel ihrer höheren Kosten an die Kunden weitergegeben. Bis zum Frühjahr soll dieser Anteil auf mindestens die Hälfte ausgeweitet werden. Die Kernrate der Inflation dürfte daher nur langsam zurückkommen und könnte zeitweise sogar im Bereich der Headline-Rate liegen.

Vor diesem Hintergrund ist nicht damit zu rechnen, dass die Notenbanken im neuen Jahr die Leitzinsschraube bereits wieder lockern. Zumal die Jahresdurchschnittswerte der Inflationsraten im neuen Jahr weit über den Zielwerten bleiben dürften.

Wir rechnen 2023 bei den Headline-Inflationsraten mit 8,0 Prozent in Deutschland, 7,5 Prozent in der Euro-Zone und 5,5 Prozent in den USA. Die Kernraten dürften bei etwa 4,0 Prozent liegen.

In Deutschland sollte der Gipfel des Inflationsgebirges Anfang 2023 erreicht werden. Realistisch erscheint eine Headline-Inflationsrate von 13 Prozent im Januar, die bis zum Jahresende auf 5 Prozent zurückgeht.

Inflationsrate Deutschland in % zum Vorjahr



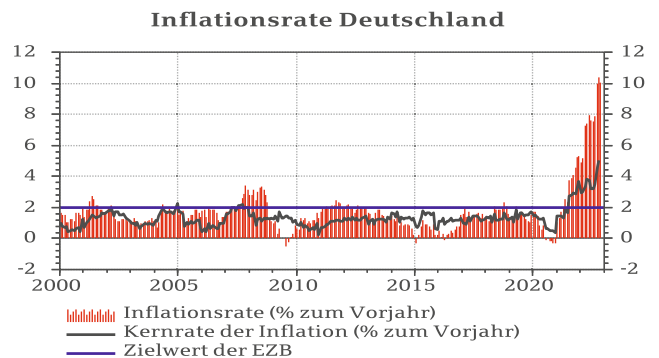
Quelle: Refinitiv, ab Dezember 2022 eigene Prognose

Wie geht es langfristig weiter?

Wir gehen in unserem Basisszenario davon aus, dass die Notenbanken mit ihrer aggressiven Geldpolitik erfolgreich sind und den Preisaufrtrieb bremsen.

Die Inflationsraten sollten daher in den kommenden Jahren wieder deutlich niedriger ausfallen als heute. Zweistellige Teuerungsraten sind in reifen Volkswirtschaften auf längere Sicht wenig wahrscheinlich, zumal die Wachstumsdynamik deutlich nachlassen dürfte. Allerdings erscheint eine Rückkehr zu dem sehr niedrigen Niveau der vergangenen zwei Jahrzehnte ebenfalls wenig wahrscheinlich. In dieser Zeit bewegte sich die

Headline-Inflationsrate in Deutschland nur selten über den Zielwert hinaus. Die Kernrate lag überwiegend sogar deutlich darunter.



Quelle: Refinitiv Datastream

Damit dürfte es vorbei sein. Denn im Zuge der Zeitenwende gibt es strukturelle Veränderungen, die für eine Verstärkung des Preisaufrtriebs sprechen.

Wir rechnen in den kommenden zehn Jahren mit durchschnittlichen Headline-Inflationsraten um 2,5 Prozent in Deutschland und der Euro-Zone sowie 3,0 Prozent in den USA. Der Zielwert von 2,0 Prozent dürfte also dauerhaft überschritten werden.

Was sind die Ursachen?

Die **Energiewende** erfordert gigantische Investitionen sowohl auf der Produktionsseite als auch im Bereich der Verwendung.

Zur Erzeugung regenerativer Energie sind in großem Stil Windräder, Solarparks und „grüne“ Wasserstofffabriken zu errichten. Zur Verteilung der Energie müssen zusätzliche Leitungen und Pipelines gebaut werden. Bestehende Häuser und Wohnungen sind aufwändig energetisch zu sanieren und mit Wärmepumpen und Solardächern auszustatten.

Maschinen, Anlagen und Transportmittel müssen auf die Verwendung Erneuerbarer Energien umgerüstet oder neu beschafft werden. So werden viele Airlines ihre Flugzeugflotten komplett erneuern und die Kosten auf die Ticketpreise umlegen.

Nach der erfolgreichen Vollendung der Energiewende sollten die Energiepreise zwar sukzessive sinken, denn Solar- und Windstrom sind konkurrenzlos billig. Bis es jedoch soweit ist, dürfte die Verbraucherpreise immer wieder Auftrieb erhalten, indem höhere Kosten für Rohstoffe, Material und Personal permanent überwältigt werden.

Ein weiterer Preistreiber ist die mit der **De-Globalisierung** verbundene Verlagerung der industriellen

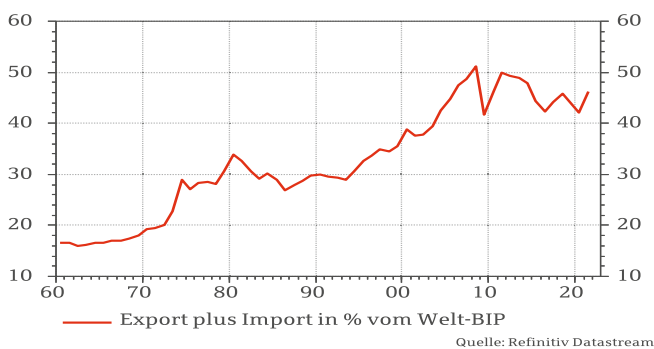
Produktion. Eine Konsequenz langwieriger Lieferkettenstörungen und einer zu großen Abhängigkeit von wenigen Produzenten „am anderen Ende der Welt“ ist die Umgestaltung der Lieferketten.

Die Wertschöpfungsketten sollen lokaler aufgestellt werden. Vorprodukte werden künftig bei mehreren Unternehmen in unterschiedlichen Ländern und Regionen bestellt, um bei regionalen Lieferproblemen die eigene Produktion aufrechterhalten zu können. Die Lieferketten werden widerstandsfähiger. Darüber hinaus dürften größere Vorräte angelegt werden, um Lieferengpässe zu überbrücken. Produktionsstandorte werden in befreundete Länder („Friend-Shoring“) oder in die Nähe der Absatzmärkte („Near-Shoring“) verlegt.

Die Verlagerung der Produktion aus Schwellenländern in Industrieländer zieht höhere Personalkosten nach sich. Im Gegenzug dürften die Transportkosten zwar sinken. Per Saldo müssen die Unternehmen jedoch mit einem größeren Kostenblock rechnen.

Im Zuge der Zeitenwende dürfte sich die bereits vor Jahren begonnene De-Globalisierung in erhöhtem Tempo fortsetzen. Der Welthandel wird in Relation zum globalen Bruttoinlandsprodukt abnehmen. Es ist die Abkehr von der „Just-in-time“-Produktion und der Gewinnmaximierung durch Auswahl des preisgünstigsten Lieferanten. Erhöht werden dadurch die Produktionssicherheit und die Produktionskosten. Aber auch die Absatzpreise.

Welthandel



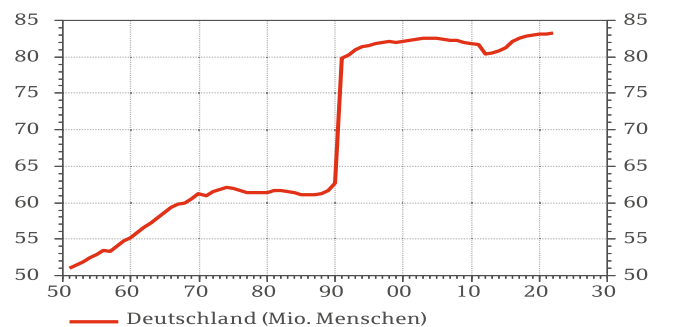
Preistreibende Effekte ergeben sich auch aufgrund des zunehmenden **Protektionismus**. Er ist gekennzeichnet durch den Schutz einheimischer Unternehmen vor der internationalen Konkurrenz. Einfuhrzölle sowie nicht-tarifäre Handelshemmnisse wie spezielle Produktanforderungen, aufwändige Genehmigungsverfahren und Importbeschränkungen erschweren die Einfuhr ausländischer Güter und Dienstleistungen.

Der Welthandel wird gebremst. Und durch den staatlich erzwungenen Verzicht auf kostengünstige Importe kommen teurere einheimische Produkte zum Zuge.

Der **demographische Wandel** dürfte sich ebenfalls als permanenter Preistreiber erweisen. Zur Jahresmitte 2022 lebten in Deutschland 84,1 Millionen Menschen. Diese Zahl dürfte im Bereich des Hochpunktes liegen, denn die Prognosen gehen davon aus, dass die Einwohnerzahl Deutschlands im weiteren Verlauf des Jahrzehnts sinken wird.

Während es immer mehr ältere Menschen gibt, nimmt die Zahl der jüngeren ab. Der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis unter 65 Jahre) ist nach Angaben des Statistischen Bundesamtes bis zum Sommer 2022 auf 63,6 Prozent zurückgegangen. In den kommenden Jahren wird sich der Anteil weiter verringern, da die geburtenstarken Jahrgänge der „Baby-Boomer“ in den Ruhestand wechseln.

Bevölkerung Deutschland



Berechnungen der Bundesagentur für Arbeit zufolge braucht Deutschland eine jährliche Netto-Zuwanderung von 400.000 Menschen, um die Personallücken zu füllen. Es ist nicht absehbar, dass dies geschieht.

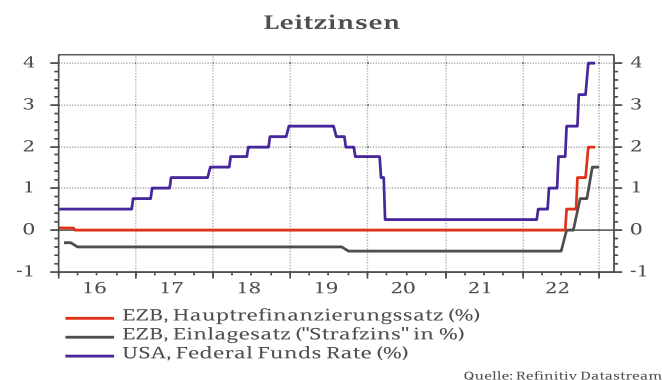
Infolge dessen werden die 20er Jahre in Deutschland von einem anhaltenden Arbeitskräftemangel geprägt sein. Personal bleibt knapp. Ein knappes Gut wird in einer Marktwirtschaft teurer. Vor diesem Hintergrund dürften die künftigen jährlichen Lohnanhebungen höher ausfallen als bisher üblich. Steigende Personalkosten werden die Unternehmen auf die Verkaufspreise überwälzen. Damit dürfte der Verbraucherpreisindex auch durch wiederkehrende demographisch bedingte Preisimpulse an einer Rückkehr zu Inflationsraten um 2 Prozent gehindert werden.

Notenbanken kämpfen gegen die Inflation

Nachdem die internationalen Notenbanken zu lange davon ausgingen, dass der kräftige Anstieg der Inflationsraten ein temporäres Phänomen sei, schalteten sie Anfang 2022 in den Rückwärtsgang. Die zuvor extrem lockeren monetären Zügel wurden seither immer stärker angezogen.

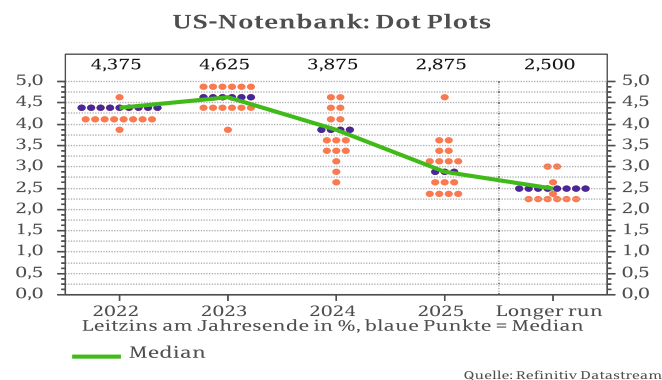
Im März 2022 beendete die US-Notenbank (Fed) die Nullzinsphase und erhöhte die Federal Funds Rate zunächst um 25 Basispunkte auf 0,25 bis 0,50 Prozent. Im Mai erfolgte bereits ein Zinsschritt von einem halben Prozentpunkt. Angesichts immer höherer Inflationsraten wurden danach vier Anhebungen um jeweils 75 Basispunkte auf 3,75 bis 4,00 Prozent beschlossen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) folgte mit monatelanger Verzögerung und beendete die Phase negativer Zinsen erst im Juli, indem sie alle Leitzinsen um einen halben Prozentpunkt anhebte. Seither folgten zwei Zinsschritte von jeweils 75 Basispunkten, die den Hauptrefinanzierungssatz auf 2,00 Prozent und den Einlagesatz auf 1,50 Prozent steigen ließen.



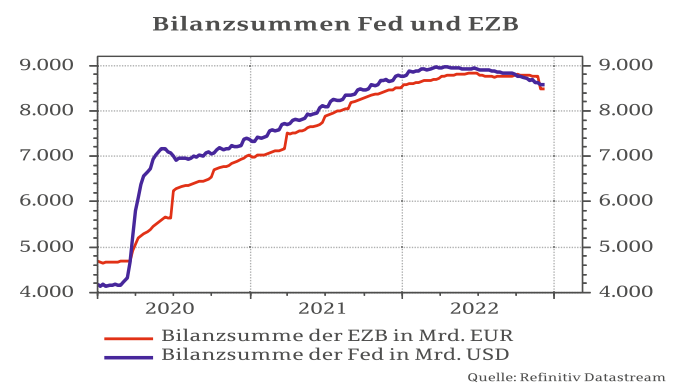
Wie geht es weiter?

Die **US-Notenbank (Fed)** ist fest entschlossen, die Leitzinsen so lange anzuheben, bis die Inflationsraten erkennbar zurückkommen. Auch um den Preis einer Rezession.



Der von der Fed beabsichtigte Zinspfad ist ablesbar an den „Dot Plots“, den Prognosen der Mitglieder des Offenmarktausschusses der US-Notenbank. Also dem Personenkreis, der auch die Zinsbeschlüsse tätigt. Den aktuellen Projektionen zufolge wird der Leitzinsgipfel im Jahr 2023 mit einer Spanne von 4,50 bis 4,75 Prozent erreicht. Bis Ende 2024 soll die Federal Funds Rate wieder auf 3,75 bis 4,00 Prozent sinken. Langfristig sieht die Fed den US-Leitzins bei 2,50 Prozent. Wir sehen den US-Leitzinsgipfel bei 4,75 bis 5,00 Prozent.

Darüber hinaus begann die US-Notenbank im Juni mit dem Abbau der auf rund 8,9 Bill. US-DOLLAR angeschwollenen Bilanzsumme. Aktuell werden die Anleihebestände jeden Monat um 95 Mrd. US-DOLLAR reduziert.



Auch die **Europäische Zentralbank (EZB)** wird die Leitzinsen weiter anheben, um den Inflationstrend zu brechen und die Teuerungsrate mittelfristig wieder auf den Zielwert von 2 Prozent zurückzuführen.

Wir erwarten den Hochpunkt der Euro-Leitzinsen im 1. Quartal 2023 mit einem Hauptrefinanzierungssatz von 3,00 bis 3,25 Prozent und einem Einlagesatz von 2,75 bis 3,00 Prozent.

Mit der Reduzierung der auf 8,8 Bill. EUR angewachsenen EZB-Bilanzsumme dürfte Anfang 2023 begonnen werden, indem die Fälligkeiten aus dem EZB-Portfolio nicht mehr komplett reinvestiert werden.

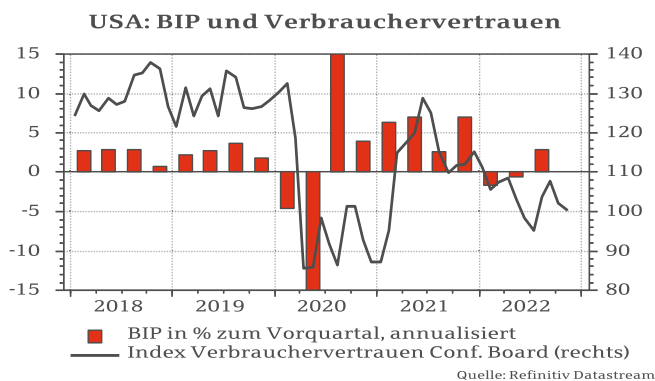
Neben dem Abbau der Anleihebestände dürfte die Rückzahlung der „gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte“ (TLTROs) maßgeblich zum Abschmelzen der Bilanz beitragen. Von den dafür ursprünglich ausgeliehenen 2,1 Bill. EUR wurden bisher 0,75 Bill. EUR zurückgezahlt. 2023 dürften umfangreicher Rückzahlungen anstehen.

Konjunktur: Globale Schwächephase

Ging die Unsicherheit bezüglich der 2022er Konjunkturprognosen vor allem von der weiteren Entwicklung der Pandemie aus, so stehen die aktuellen Einschätzungen ganz klar im Zeichen der Inflation und deren Bekämpfung. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überwiegend geringer ausfallen dürften als 2022.

USA: Rezessionssignale vom Anleihemarkt

Die US-Wirtschaft verzeichnete in der ersten Jahreshälfte 2022 eine technische Rezession, denn in den beiden ersten Quartalen schrumpfte das BIP gegenüber dem Vorquartal. Ursächlich waren zunächst ein sehr schwacher Außenhandel und anschließend ungewöhnlich starke Vorratsveränderungen. Der Arbeitsmarkt wurde nicht tangiert und blieb im Zustand der Vollbeschäftigung. Im 3. Quartal erholte sich die US-Wirtschaft deutlich und auch im Schlussquartal ist mit einem Plus beim BIP zu rechnen. Im Gesamtjahr 2022 dürfte das US-BIP um gut 2 Prozent wachsen.



Eindeutige Rezessionssignale kommen seit einiger Zeit vom amerikanischen Anleihemarkt, denn die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen liegen unter denen der 2-jährigen. Die Renditenstrukturkurve ist also invers. In früheren Wirtschaftszyklen war dies fast immer der Vorbote für eine heraufziehende Rezession.

Eine besondere Rolle spielt der Arbeitsmarkt. Die US-Notenbank versucht mit ihren aggressiven Leitzinserhöhungen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu dämpfen, um den Preisdruck zu reduzieren. Steigt die Arbeitslosenquote, schrumpft das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die Konsumausgaben gehen zurück. Diese sind mit rund 70 Prozent die bedeutendste Komponente des US-BIP. Die US-Notenbank versucht also über eine Schwächung des Arbeitsmarktes den privaten Verbrauch zu dämpfen, damit die Inflationsrisiken abnehmen.

Damit stärkt sie gleichzeitig die rezessiven Kräfte. Vor diesem Hintergrund könnte die US-Wirtschaft im neuen Jahr erneut eine technische Rezession durchlaufen. Das derzeit abnehmende Verbrauchervertrauen wäre ein Indiz dafür. In der Annahme einer im Sommerhalbjahr einsetzenden technischen Rezession dürfte das US-BIP im Gesamtjahr 2023 um etwa 1 Prozent wachsen. Der Zuwachs beruht jedoch nahezu ausschließlich auf dem statistischen Überhang aus dem Jahr 2022.

Deutschland im Rezessionswinter

Nach drei Quartalen mit einer positiven Entwicklung des BIP dürfte Deutschland mittlerweile in eine rezessive Phase abgetaucht sein. Für das Gesamtjahr 2022 zeichnet sich ein Zuwachs des BIP von 1,8 Prozent ab.



Nachdem die Gesamtheit der konjunkturellen Frühindikatoren bis Oktober auf Talfahrt war, gab es im November einen Stimmungswechsel. So tendierten die Einkaufsmanagerindizes, der ZEW Indikator, der ifo Geschäftsklimaindex und auch der GfK Konsumklimaindex wieder nach oben. Sie signalisieren damit eine voraussichtlich im Frühjahr einsetzende konjunkturelle Stabilisierung. Der Tiefpunkt der aktuellen Rezession dürfte voraussichtlich im 1. Quartal 2023 durchschritten werden.

Ursächlich für die rezessive Entwicklung sind vor allem die inflationären Folgen von Putins Krieg. Die massiv gestiegenen Kosten für Energie haben die Lebenshaltung direkt deutlich verteuert. Darüber hinaus werden sie von den Unternehmen nach und nach an die Kunden weitergegeben. Die Verbraucherpreise dürften also noch längere Zeit ungewöhnlich hoch bleiben, die Kaufkraft verringern und die Konsumausgaben der privaten Haushalte dämpfen. Dieser Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage dürfte weder vom Staatsverbrauch noch von der Investitionsnachfrage und auch nicht vom Außenhandel kompensiert werden.

Viele Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes haben volle Auftragsbücher, können die Aufträge aufgrund von Lieferkettenstörungen jedoch nur zeitverzögert abarbeiten. Im September lag die Reichweite des Auftragsbestandes im verarbeitenden Gewerbe bei 7,7 Monaten. Selbst ohne neue Aufträge gibt es also noch bis in das Frühjahr hinein genug zu tun. Danach könnte es jedoch deutlich ruhiger werden, zumal der starke Anstieg der Kreditzinsen nicht nur in der Baubranche für eine Nachfrageflaute sorgen dürfte.

Der traditionelle Außenhandelsüberschuss Deutschlands schmilzt seit dem vergangenen März deutlich ab. Ursächlich sind die stark verteuerten Importe von Energierohstoffen wie Öl und Gas. Gleichzeitig wird die ausländische Nachfrage nach deutschen Produkten angesichts des globalen Abschwungs geringer. Von Januar bis Oktober 2022 wurde ein Außenbeitrag (Export minus Import) von 54 Mrd. EUR erzielt. Im gleichen Vorjahreszeitraum waren es noch 154 Mrd. EUR!

Das deutsche BIP dürfte im Auftaktquartal 2023 voraussichtlich deutlich schrumpfen. Auch im 2. Quartal erwarten wir noch einen leichten Rückgang, ehe es zu einer Stabilisierung kommen sollte. Angesichts der unsicheren Rahmenbedingungen rechnen wir anschließend nicht mit einem einsetzenden kräftigen Aufschwung, sondern allenfalls mit einer Erholung.

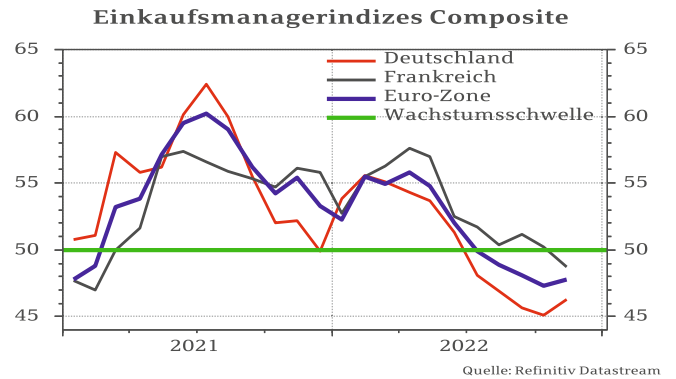
Alles in allem gehen wir davon aus, dass das deutsche BIP im Gesamtjahr 2023 um etwa 2 Prozent schrumpfen wird.

Euro-Zone: Deutschland bremst

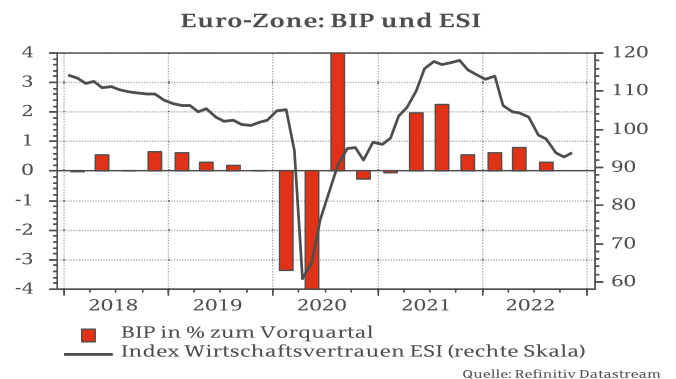
Die Wirtschaftsleistung der Euro-Zone legte in den ersten drei Quartalen 2022 stetig zu. Im Sommerhalbjahr kam der Schwung insbesondere aus Italien und Spanien, wo der Tourismussektor einen Boom verzeichnete. In Deutschland dagegen machte sich die unsichere Versorgung mit Energie immer stärker bemerkbar und ließ nur moderate Quartalszuwächse zu. In der Annahme einer leicht schrumpfenden Wirtschaftsleistung im Schlussquartal dürfte die Euro-Zone im Gesamtjahr 2022 ein BIP-Plus von 3,2 Prozent erzielen.

Das Wachstum dürfte 2023 in allen Euro-Ländern von der hohen Inflation gedämpft werden. Der Preisauftrieb beschneidet die verfügbaren Einkommen und dämpft die Konsumausgaben der privaten Haushalte. Die Investitionstätigkeit wird zudem durch den deutlichen Zinsanstieg gebremst. Darüber hinaus wird der Außenhandel kaum genügend Überschüsse abwerfen, um die sinkende Konsum- und Investitionsnachfrage zu kompensieren.

Seit mehr als einem Jahr befinden sich die konjunkturellen Frühindikatoren in den Ländern der Euro-Zone auf Talfahrt. Allerdings konnten sich die Einkaufsmanagerindizes zuletzt wieder etwas verbessern, ohne jedoch die Wachstumsschwelle zu erreichen.



Die sowohl die Industrie als auch den Dienstleistungsbereich erfassenden Composite-Indizes dürften allerdings im Oktober den Tiefpunkt markiert haben und in den kommenden Monaten den rezessiven Bereich verlassen. Der europäische Index des Wirtschaftsvertrauens (ESI) tendiert seit einem Jahr nach unten. Analog zu den anderen konjunkturellen Frühindikatoren sollte auch hier die Trendwende begonnen haben.



Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien sind die „Großen Vier“ der Euro-Zone. Sie stehen für rund drei Viertel der Wirtschaftsleistung des Währungsraumes.

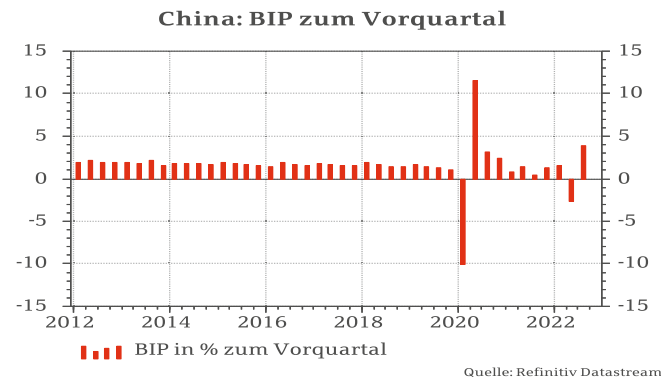
Deutschlands Wirtschaftsleistung wird 2023 durch den erforderlichen Umbau seines stark industriell geprägten Geschäftsmodells gebremst. Während das BIP in Frankreich, Italien und Spanien zwischen 0,5 und 1,0 Prozent wachsen dürfte, zeichnet sich in Deutschland ein spürbarer Rückgang ab.

In der Annahme eines allgemein schwachen Jahresauftakts und einer anschließenden moderaten Erholung rechnen wir in der Euro-Zone im Gesamtjahr 2023 mit einer Stagnation des BIP.

Chinas Wachstum wird unsteter

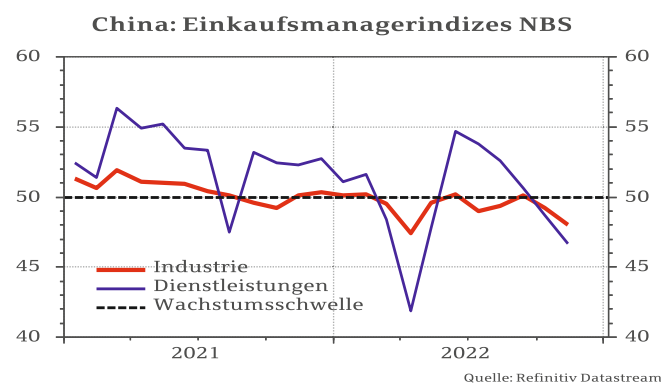
Die Volksrepublik China ist mit einem Bruttoinlandsprodukt (BIP) von 18,3 Bill. US-Dollar die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Auf Basis der Kaufkraftparitäten liegt sie mit 30,1 Bill. US-Dollar sogar an der Spitze.

Die Corona-Pandemie hat China 2020 von dem zuvor ungewöhnlich stabilen Wachstumspfad abgebracht.



Bei den Quartalswachstumsraten gibt es seither ungewöhnlich starke Ausschläge. Ursächlich sind vor allem die zahlreichen Lockdowns wegen der äußerst rigiden Null-Covid-Strategie. Selbst kleinere Corona-Ausbrüche wurden mit umfangreichen Lockdowns beantwortet, die schließlich zu einer massiven Schwächung der Binnennachfrage führten. Da der Immobiliensektor nach diversen Krisen als Motor des Wachstums ausgefallen ist, expandiert die Wirtschaftsleistung deutlich langsamer. Positive Impulse kamen vor allem vom Außenhandel, der sich zuletzt allerdings abschwächte.

Wie geht es weiter? Die Einkaufsmanagerindizes signalisieren, dass es der chinesischen Wirtschaft weiter schwerfällt, auf den Wachstumspfad zurückzukehren.



Während die Werte der Industrie in relativ engen Grenzen um die Wachstumsschwelle oszillieren, weist der Dienstleistungssektor ungewöhnlich hohe Schwankungen auf. Hier spiegeln sich die durch Lockdowns eingeschränkten Konsummöglichkeiten wider. Die jüngsten Corona-Ausbrüche lassen befürchten, dass

der kräftigen Erholung im 3. Quartal ein enttäuschendes Schlussquartal folgen wird. Gleichwohl sollte das BIP Chinas im Gesamtjahr 2022 um gut 3 Prozent zulegen, was einer ausgeprägten Schwäche gleichkommt.

China hat derzeit vergleichsweise geringe Inflationsraten und relativ hohe Leitzinsen. Geldpolitische Lockerungsmaßnahmen wären möglich, um die Konjunktur zu stimulieren. Allerdings hält sich die People's Bank of China bisher mit Zinssenkungen zurück. Möglicherweise befürchtet sie Kapitalabflüsse und eine erneute Schwächung des Renminbi, der 2022 gegenüber dem US-Dollar rund 15 Prozent abwertete.



Das Reich der Mitte ist der wichtigste Handelspartner Deutschlands. Neben den Lockdowns bereitet die protektionistische Wirtschaftspolitik Chinas allerdings zunehmende Sorgen. Viele inländische Unternehmen richten daher ihre Lieferketten neu aus. Im Blick sind vor allem die anderen asiatischen Märkte wie Indien, Singapur, Südkorea, Taiwan und Indonesien. Die Handelsaktivitäten zwischen Deutschland und China dürften daher tendenziell abnehmen.

Seit der Konsolidierung der Macht auf die Person Xi Jinpings hat die nationale Sicherheit Vorrang vor dem Wirtschaftswachstum. Parallel dazu nahm die wirtschaftliche Dynamik deutlich ab.

Die Rückkehr zu höheren Wachstumsraten könnte kurzfristig durch eine Lockerung der Corona-Beschränkungen erfolgen. Mittelfristige Erfolge würden ein abnehmender Regulierungsdruck auf erfolgreiche Technologieunternehmen sowie die Wiederbelebung des Immobiliensektors bringen.

Trotz der aktuellen Probleme dürfte Chinas BIP im Gesamtjahr 2023 um etwa 4 Prozent expandieren. Langfristig rechnen wir mit einem Rückgang der Wachstumsraten des BIP auf 3 Prozent pro Jahr. Der bisher relativ steile Wachstumspfad Chinas dürfte in den kommenden Jahren flacher und vor allem unsteter werden.

Staatsverschuldung: Inflation senkt die Schuldenquote

Im Zuge der Corona-Pandemie mobilisierten die Staaten umfangreiche Mittel, um die ökonomischen und sozialen Folgen abzumildern. Die Hilfsprogramme waren überwiegend kreditfinanziert, so dass es zu einer massiven Ausweitung der staatlichen Verschuldung kam.

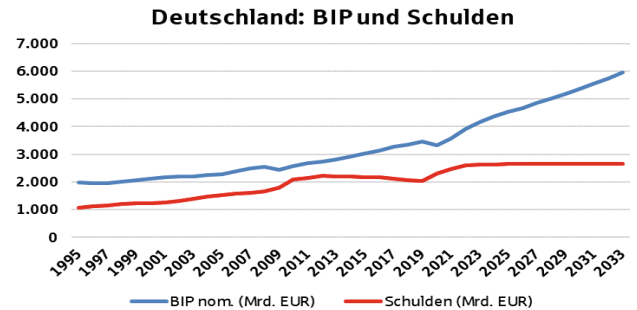
In Deutschland erhöhten sich die staatlichen Verbindlichkeiten nach Berechnungen des europäischen Statistikamtes Eurostat im Jahr 2021 um 215 Mrd. EUR auf 2.472 Mrd. EUR. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) stieg auf 3.571 Mrd. EUR. Da es etwas schneller wuchs als die Schulden, ging die deutsche Schuldenstandsquote von 69,5 Prozent des BIP im Jahr 2020 auf 69,2 Prozent in 2021 zurück. 2019 war sie erstmals seit 2002 wieder unter die im Maastrichter Vertrag festgelegte Obergrenze von 60 Prozent des BIP gefallen.

In den Jahren 2022 und 2023 dürfte die Schuldenquote deutlich zurückkommen. Sie wird berechnet, indem die gesamten Schulden Deutschlands ins Verhältnis gesetzt werden zum nominalen Bruttoinlandsprodukt, also dem BIP in laufenden Preisen. Letzteres wächst angesichts hoher Inflationsraten derzeit sehr stark.

Im Jahr 2022 wird das nominale BIP bei einer Inflationsrate von 8 Prozent und einer realen Wachstumsrate von 1,8 Prozent um fast 10 Prozent expandieren. Und selbst bei dem für 2023 erwarteten Rückgang des BIP um 2 Prozent wächst das nominale BIP bei einer Inflationsrate von 8 Prozent immer noch um 6 Prozent!

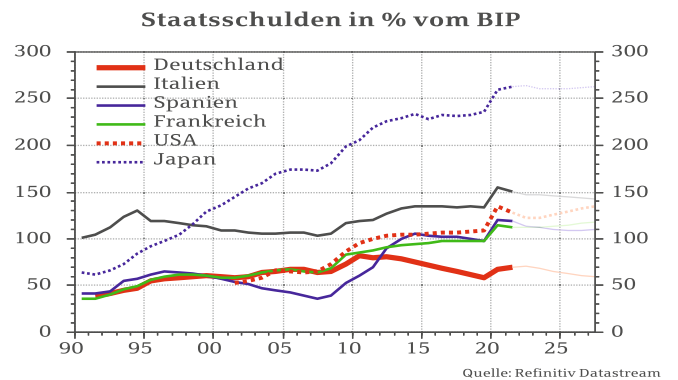
Steigen die Staatsschulden weniger schnell als das BIP in laufenden Preisen - wovon auszugehen ist - wird die deutsche Schuldenstandsquote rasch sinken. Bereits 2025 sollte sie wieder unter der Maastrichter Grenze von 60 Prozent des BIP liegen.

2,5 Prozent. Die reale Wachstumsrate des BIP geht von 1,8 Prozent in 2022 auf minus 2,0 Prozent in 2023 zurück. Danach stabilisiert sie sich langfristig bei 1 Prozent pro Jahr.



Quelle: eigene Berechnungen

Alles in allem hat Deutschland ein wesentlich geringeres Schuldenproblem als alle anderen bedeutenden Industrieländer.



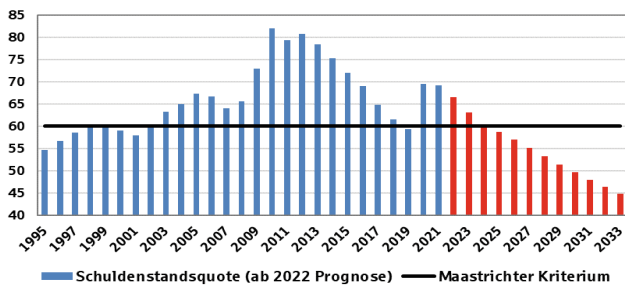
Quelle: Refinitiv Datastream

Gemäß der aktuellen Prognose des Internationalen Währungsfonds (IWF) wird Japan mit 261 Prozent des BIP auch 2022 die mit Abstand höchste Schuldenquote aufweisen. In den USA wird sie auf 122 Prozent des BIP geschätzt. In Europa liegt Italien mit 147 Prozent an der Spitze, gefolgt von Spanien mit 114 Prozent und Frankreich mit 112 Prozent. Deutschland wird 2022 gemäß IWF eine Verschuldung von 71 Prozent des nominalen BIP haben.

In den kommenden Jahren dürften die Quoten überwiegend konstant bleiben oder sinken. Ursächlich sind keine realen Wachstumsschübe, sondern deutlich gestiegene Inflationsraten.

Wachsen die Schulden insgesamt langsamer als das BIP in laufenden Preisen, sinkt die Schuldenstandsquote und steigt die Schuldentragfähigkeit der Staaten. Eine mehrjährige Phase erhöhter Inflationsraten kommt also dem staatlichen Schuldenmanagement entgegen.

Schuldenstandsquote Deutschland (%)

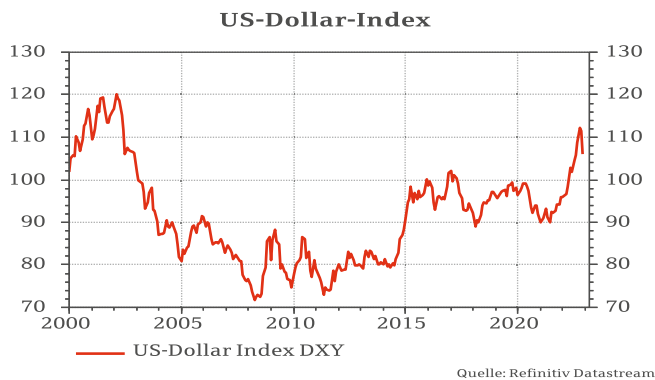


Quelle: eigene Berechnungen

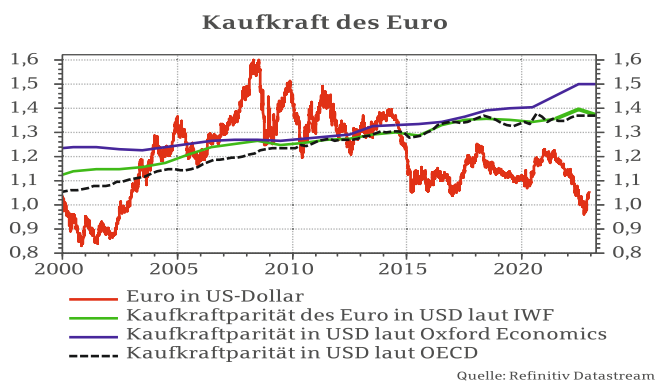
Für die obige Berechnung wurde angenommen, dass die Schulden bis 2026 (ohne Sondervermögen) auf knapp 2,7 Billionen EUR steigen. Die Inflationsrate liegt 2022 und 2023 bei jeweils 8,0 Prozent, geht 2025 auf 4,0 Prozent zurück und verharrt danach bei

Währungen: US-Dollar gibt nach

Der US-Dollar setzte im Frühjahr 2021 zu einem Höhenflug an, der ihn im September 2022 gegenüber den bedeutendsten Handelswahrungen auf einen 20-jährigen Höchststand katapultierte. Er unterstrich damit seine Funktion als „sicherer Hafen in unsicheren Zeiten“. Darüber hinaus profitierte er von den raschen und kräftigen Leitzinserhöhungen, den dadurch bedingten hohen US-Renditen sowie von der vergleichsweise sicheren Energieversorgung in den USA.



Seitdem die Europäische Zentralbank im Juli erstmals die Leitzinsen anhub, bewegt sie sich bei den Zinsmanahmen im Gleichschritt mit der US-Notenbank und leitete damit das Ende des Dollar-Hohenfluges ein. Der Euro konnte sich seither deutlich erholen und notiert wieder klar oberhalb der Parität von 1:1 zum US-Dollar. Allerdings wird die Gemeinschaftswährung immer noch deutlich „unter Wert“ gehandelt.

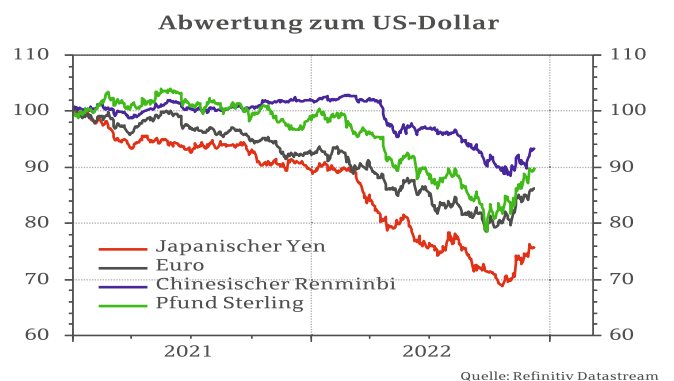


Nimmt man die tatsächliche Kaufkraft als Maßstab, so ist der US-Dollar trotz des jüngsten Rucksetzers immer noch weit überbewertet. Gemäß den unterschiedlichen Berechnungen liegt die Kaufkraftparität des Euro zum US-Dollar - also der angemessene Wechselkurs - im Bereich zwischen 1,35 und 1,50 US-Dollar. Aktuell notiert der Euro jedoch lediglich mit rund 1,05 US-Dollar.

Wie geht es weiter? Der Renditevorsprung langfristiger amerikanischer Staatsanleihen hat sich bei rund 175 Basispunkten stabilisiert und sollte nicht größer werden. Die Leitzinsen dürften in den USA und der Euro-Zone im gleichen Ausmaß angehoben werden, so dass es seitens der Zinsen keinen Anlass für größere Wechselkursänderungen gibt.

Beim US-BIP rechnen wir trotz einer milden Rezession im Sommer 2023 mit einem leichten Anstieg. In der Euro-Zone dagegen dürfte es wegen des schwachen Abschneidens Deutschlands allenfalls für eine Stagnation reichen. Die konjunkturellen Erwartungen stützen also den US-Dollar. Die politische Weltlage dürfte auch 2023 relativ unsicher bleiben und den Greenback weiter von seiner „Safe-Haven“-Rolle profitieren lassen. Der Kapitalzufluss in die USA könnte zunehmen und den Dollar stärken.

Fazit Währungen: Realistisch erscheint 2023 eine Seitwärtsbewegung des Euro im Bereich zwischen der Parität und 1,10 US-Dollar. Ein Ausbruch nach oben könnte bis 1,15 US-Dollar gehen, der Tiefpunkt sollte nicht unter 0,95 US-Dollar liegen.

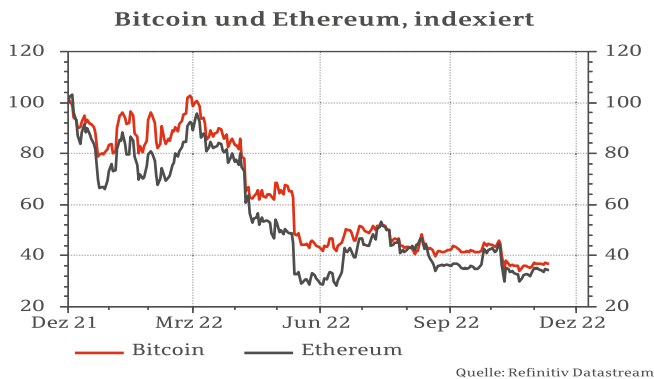


Nahezu alle bedeutenden Währungen werteten 2022 zum US-Dollar kräftig ab, erholten sich zuletzt jedoch wieder. Bedeutendes Aufwärtspotenzial dürfte der Japanische Yen besitzen, sobald die Bank of Japan angesichts deutlich gesteigelter Inflationsraten ihre immer noch extrem expansive Geldpolitik ändert.

Interessant bleiben auch die Währungen der Rohstofflander Kanada, Norwegen, Australien und Neuseeland, die kurzfristig von hohen Energiepreisen und mittelfristig von der ab 2024 erwarteten globalen Erholung profitieren dürften. Abwartspotenzial sehen wir beim Pfund Sterling, das unter der wohl bis 2024 anhaltenden Rezession in Großbritannien leiden dürfte.

Krypto-Markt unter Druck

Nachdem die Akzeptanz der Cyberwährungen in den vergangenen Jahren deutlich zunahm, ist der Markt seit Ende 2021 einem heftigen Gegenwind ausgesetzt. Wurden für einen Bitcoin im November 2021 noch mehr als 67.000 US-Dollar gezahlt, so stürzte er ein Jahr später in den Bereich um 16.000 US-Dollar ab. Alleine im Jahr 2022 verloren die Marktführer Bitcoin und Ethereum rund zwei Drittel ihres Wertes.



Die mittlerweile knapp 22.000 Krypto-Werte haben ein Marktvolumen von rund 860 Mrd. US-Dollar. In der Spitze waren es einmal 3 Bill. US-Dollar. Zum Vergleich: Der Deutsche Aktienindex ist etwa 1,4 Bill. US-Dollar schwer.

Unangefochtener Platzhirsch ist mit einer Bewertung von rund 330 Mrd. US-Dollar weiterhin der Bitcoin. Sein Anteil am gesamten Cybermarkt schrumpfte allerdings auf rund 38 Prozent. Die Nummer Zwei ist Ethereum mit einer Bewertung von 155 Mrd. US-Dollar und einem Marktanteil von rund 17 Prozent.

Mit dem Absturz der Cyberwährungen ist ein massiver Vertrauensverlust in die Sicherheit und Funktionsfähigkeit des Marktes verbunden. So erwies sich im Mai der Stablecoin TerraUST alles andere als stabil und musste seine Bindung an den US-Dollar aufgeben. Der Kurs implodierte von 1 US-Dollar auf wenige US-Cent. Im November war mit FTX eine der führenden Handelsplattformen für Cyberwährungen zahlungsunfähig und beantragte Gläubigerschutz. Zwischenzeitlich meldete mit Celsius Network auch einer der größten Verleiher von Krypto-Werten Insolvenz an.

Vor diesem Hintergrund nehmen die Forderungen nach einer Regulierung des Krypto-Marktes zu. Dies würde allerdings dem Ursprungsgedanken diametral entgegenlaufen. Denn Bitcoin und Co. wurden als „Währungen für das Internet“ geschaffen, die sich völlig unabhängig von Entscheidungen der Regierungen und Notenbanken entwickeln. Der Wert sollte nur

durch Angebot und Nachfrage bestimmt werden, ohne Eingriffe Dritter.

Zudem galten die zentralbankunabhängigen Krypto-Werte als Absicherungsinstrument gegen Inflationsrisiken, weil sie im Gegensatz zu Notenbankgeld nicht beliebig vermehrbar sind. So dürfen maximal 21 Mio. Bitcoin geschürft werden, der letzte voraussichtlich im Jahr 2040. Der Inflationsschutz funktionierte jedoch nicht. Im Gegenteil: Die ausufernden Inflationsraten veranlassten die Notenbanken zu ungewöhnlich starken Leitzinsanhebungen. Diese trieben die Renditen nach oben, erhöhten die Attraktivität herkömmlicher Anleihen und machten den kreditfinanzierten Erwerb digitaler „Währungen“ weniger interessant.

Wie geht es weiter? Nach den jüngsten Skandalen könnten die Finanzaufsichtsbehörden noch stärker auf eine Regulierung des Krypto-Marktes drängen sowie einen Schutzwall zum traditionellen Finanzsystem errichten, um ein Übergreifen möglicher künftiger Verwerfungen zu verhindern. Dadurch dürfte die Akzeptanz von Bitcoin & Co. wieder größer werden.

Möglicherweise setzt sich aber auch eine andere Sichtweise durch, die von Vertretern der Europäischen Zentralbank geäußert wurde. Regulierung solle nicht dazu beitragen, Vertrauen in etwas zu schaffen, was letztlich keinen ökonomischen Wert hat und damit auch keine sinnvolle Anlageform sein kann. Im Klartext: Man sollte den Krypto-Markt seinem Schicksal überlassen.

Fazit: Das Segment der Krypto-Werte bleibt unberechenbar und sollte weiterhin Menschen mit einer extrem stark ausgeprägten Risikobereitschaft vorbehalten sein. Enorme Gewinne sind schließlich genauso möglich wie ein Totalverlust.

Seit Jahren arbeiten mehrere **Notenbanken** an der Einführung digitaler Währungen. Die EZB leitete im Sommer 2021 eine zweijährige Untersuchungsphase über die optimale Ausgestaltung eines digitalen Euro ein. Ende 2023 soll der EZB-Rat über den nächsten Schritt in Form einer dreijährigen Testphase entscheiden. Gemäß EZB wird der digitale Euro in einigen Jahren das Bargeld ergänzen, es aber nicht ersetzen. Er soll als Zahlungsmittel und nicht zur Geldanlage verwendet werden, so dass seine Einführung keine negativen Folgen für den Finanzsektor hat. Der E-Euro wäre nach Einschätzung der EZB zudem besser als Stablecoins oder Krypto-Werte, weil er Zentralbankgeld ist. Hinter ihm würde eine Zentralbank stehen und er wäre damit im klassischen Sinne risikofrei.

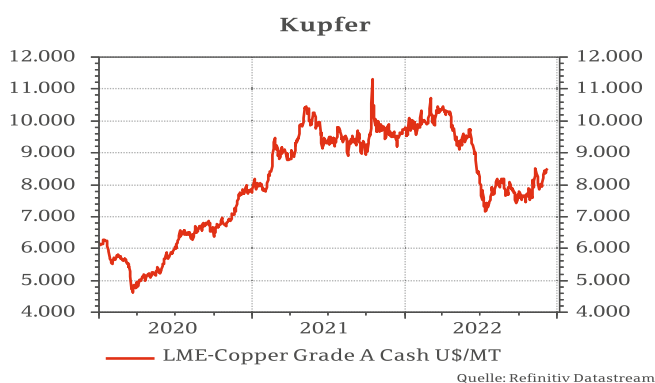
Rohstoffe bleiben gefragt

Industriemetalle erholen sich

Die wichtigsten Rohstoffpreise gerieten im abgelaufenen Jahr enorm unter Druck. Ursächlich war die sich nach Putins Krieg abzeichnende globale Rezession. Je stärker die Wachstumsprognosen reduziert wurden, umso stärker gaben die Rohstoff-Notierungen nach. Der die sechs Nicht-Edelmetalle Aluminium, Kupfer, Zink, Blei, Nickel und Zinn umfassende London Metal Exchange Index kletterte Anfang des Jahres auf 5.500 Punkte und rutschte zum Herbst hin auf 3.500 Zähler ab. Mittlerweile hat er sich wieder erholt.



Perspektivisch sollten sich die Preise der Industriemetalle weiter nach oben bewegen, denn die Gründe für den vorherigen Höhenflug haben sich nicht geändert. Die Bekämpfung des Klimawandels und der Umbau der Volkswirtschaften zu einer klimaneutralen Produktion stehen weiterhin auf der Agenda. Die Nachfrage nach Metallen dürfte daher in den kommenden Jahren massiv zunehmen.



Von herausragender Bedeutung bleibt Kupfer. Es ist nicht nur ein unverzichtbarer Rohstoff für die gesamte Bauwirtschaft. Das rötliche Metall wird als hervorragendes Leitmedium für Wärme und Strom in riesigen Mengen für die Energiewende benötigt. Alleine für den Bau der Turbine einer mittelgroßen Offshore-

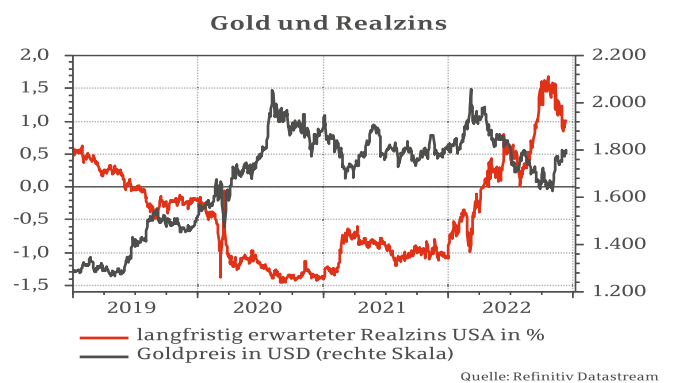
Windkraftanlage sind rund 67 Tonnen Kupfer erforderlich. Aber auch die Herstellung von Energiespeichern, Sonnenkollektoren und die gesamte Elektromobilität sind ohne den Einsatz von Kupfer nicht möglich.

Auch diverse andere Metalle werden im Bereich der erneuerbaren Energien benötigt. So ist Stahl für den Bau von Windkraftanlagen und die Herstellung von Elektromotoren unerlässlich. Ohne Aluminium und Kupfer können die Stromnetze nicht ausgebaut werden. Extrem große Mengen an Rohstoffen dürften daher in den kommenden Jahrzehnten für Elektroautos, Batterien, Stromnetze, Offshore-Windanlagen und die Solarindustrie benötigt werden.

Die Nachfrage nach Industriemetallen dürfte daher wieder deutlich zunehmen, sobald die globale Wirtschaft die aktuelle Schwächephase überwunden hat und die Transformation der Wirtschaft forciert wird. Wegen der mehr als zehn Jahre dauernden Produktionsreife neuer Rohstoffvorkommen ist zu befürchten, dass das Angebot nicht entsprechend wächst. Die Preise für Industriemetalle dürften daher weiter steigen.

Edelmetalle: Goldpreis erholt

Mit dem ungewöhnlich kräftigen Anstieg der Renditen begab sich der Goldpreis im Frühjahr 2022 auf Talfahrt, denn die Opportunitätskosten für die Haltung des Edelmetalls nahmen deutlich zu.



Der Preis für die Feinunze Gold entwickelt sich nahezu spiegelbildlich zur Realverzinsung in den USA. Sie wird abgebildet als Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe abzüglich der langfristigen Inflationserwartungen. Die Realverzinsung markierte im Oktober mit Renditen von 4,30 Prozent und Inflationserwartungen von 2,65 Prozent einen Hochpunkt. Seither sind sowohl die Renditen als auch die Inflationserwartungen wieder gesunken und der Goldpreis konnte sich kräftig erholen.

Hilfreich war im 3. Quartal auch die stark gestiegene Nachfrage bei einem fast unveränderten Goldangebot. Alleine die Zentralbanken erwarben 400 Tonnen Gold, so viel wie in keinem Quartal zuvor. Auch die Käufe aus China und Indien nahmen wieder kräftig zu. Weiter deutlich rückläufig war allerdings die Nachfrage nach Gold-ETFs.

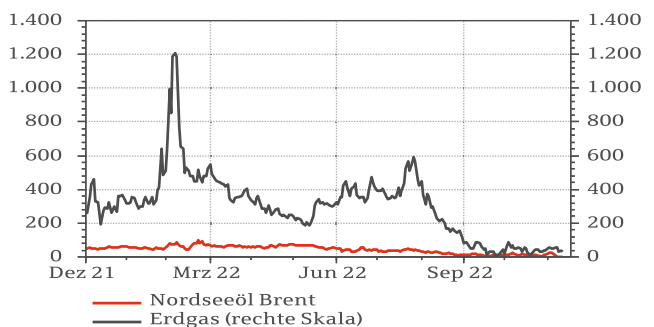
Unter unseren Prognose-Annahmen (Anleihezins 3,5 %, langfristige Inflationsrate 2,5 %) wird sich die US-Realverzinsung im Bereich um einen Prozentpunkt stabilisieren und dürfte das weitere Aufwärtspotenzial für Gold begrenzen. Unterstützung könnte der Goldpreis allerdings von einem schwächeren US-Dollar bekommen. Letzterer ist von seinem 20-jährigen Höchststand gegenüber den wichtigsten anderen Währungen zuletzt wieder leicht zurückgekommen. Angesichts der anhaltenden weltweiten Verunsicherung dürfte der US-Dollar jedoch auch weiterhin von seiner Funktion als „sicherer Hafen“ profitieren und kaum zu einer ausgeprägten Schwäche neigen.

Fazit Gold: Der Goldpreis dürfte sich auf dem aktuellen Niveau um 1.800 US-Dollar stabilisieren. Das gelbe Metall sollte auch weiterhin ein fester Bestandteil der Asset Allokation bleiben.

Öl- und Gaspreise im Sinkflug

Nach dem Ende der russischen Gaslieferungen schnellte der Gaspreis in Europa nach oben, denn die staatlich angeordnete zügige Füllung der deutschen Gasspeicher verlangte Käufe zu fast jedem Preis. Seitdem die Speicher gefüllt sind, hat sich der Gaspreis wieder deutlich ermäßigt und liegt derzeit „nur“ noch 50 Prozent über dem Vorjahresniveau. Beim Nordseeöl Brent ist der Preisabstand zum Vorjahr noch geringer.

Öl- und Gaspreis in % über Vorjahr



Quelle: Refinitiv Datastream

Ursächlich für die kräftigen Preisausschläge waren die nicht ausgeglichenen Angebots-Nachfrage-Relationen. So beschloss die OPEC-plus im Oktober eine Reduktion der täglichen Fördermenge um 2 Millionen Barrel, als der Ölpreis zu weit zu sinken drohte.

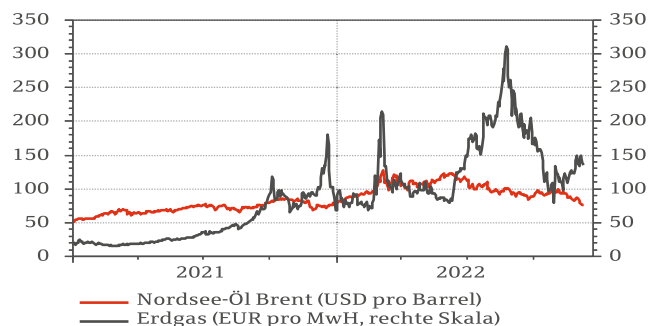
Als OPEC-plus werden die 13 Mitglieder der Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC) bezeichnet, ergänzt um Russland, Mexiko, Kasachstan, Aserbaidschan sowie sechs weitere Ölförderländer. Zusammen kontrollieren sie etwa die Hälfte des globalen Ölmarktes. Bereits 2018 begannen sie mit Produktionskürzungen, um den damaligen Preisverfall zu stoppen.

Die jüngste Förderkürzung dürfte in der Realität allerdings geringer ausfallen als beschlossen, da bereits zuvor mehrere Mitglieder der OPEC-plus nicht in der Lage waren, ihre Lieferquoten tatsächlich zu erfüllen.

Als preismildernd dürfte sich vor allem die weltweite konjunkturelle Abschwächung erweisen. Sollte China angesichts anhaltender Corona-Restriktionen lediglich auf einem relativ flachen Wachstumspfad bleiben, wird das die globale Ölnachfrage dämpfen. Preistreibend dagegen dürfte die Beibehaltung der Sanktionen gegen den Iran wirken, da eine Einigung im Atom-Streit nicht in Sicht ist.

Fazit Erdöl: Der Preis für das Barrel Nordseeöl dürfte sich in einem Korridor zwischen 80 und 100 US-Dollar bewegen.

Öl- und Gaspreis



Quelle: Refinitiv Datastream

Der Gasmarkt erlebt aktuell eine radikale Veränderung. Im Zuge der Neuausrichtung der Gasströme in Europa werden derzeit zahlreiche zusätzliche Flüssiggas-Terminals errichtet sowie neue Pipelines gebaut. Sie sollen dazu beitragen, dass spätestens 2024 die uneingeschränkte Versorgungssicherheit zurückkehrt und knappheitsbedingte extreme Preisausschläge mittelfristig der Vergangenheit angehören. Allerdings dürfte der Gaspreis nicht auf das Niveau vor Putins Krieg zurückfinden. Schätzungen zufolge könnte der Preis für Flüssiggas mittelfristig etwa doppelt so hoch ausfallen wie die früheren Notierungen für russisches Erdgas.

Fazit Erdgas: Angebot und Nachfrage auf dem Gasmarkt sollten sich langsam wieder annähern, so dass sich der Erdgaspreis im Bereich zwischen 100 und 150 Euro pro Megawattstunde stabilisiert.

Die Silbernen Zwanziger - in der neuen Realität

Das Jahr 2022 war durch einen signifikanten Inflationauftrieb geprägt, nachdem sich ein gewisser Gewöhnungseffekt an geringe Preissteigerungsraten Hand in Hand mit niedrigen Zinsen eingestellt zu haben schien. Überraschend war für die Kapitalmarktteilnehmer sicherlich das Aufeinandertreffen gleich mehrerer inflationssteigernder Effekte. Die wieder zunehmende Nachfrage infolge des „Re-Openings“ in westlichen Ländern nach Corona-bedingten Einschränkungen traf auf eine unter Druck stehende Angebotslage. In erster Linie ist hier der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine zu nennen, durch den eine zwangsweise Angebotsreduktion bei Agrar- und Energierohstoffen eingeleitet wurde. Darüber hinaus blieben die Lieferketten auch in Fernost gestört, da es zu wiederholten Lockdowns in den Hafenstädten Chinas kam.

Während wir im Jahresverlauf 2023 von einer sinkenden Preissteigerungsdynamik ausgehen, erwarten wir in unseren langfristigen Kapitalmarktannahmen ein höheres Inflationsplateau in den kommenden zehn Jahren als noch in der vergangenen Dekade. So prognostizieren wir für die Euro-Zone langfristige Preissteigerungsraten in Höhe von 2,5 Prozent und für die USA 3,0 Prozent - im langfristigen Durchschnitt also deutlich über die Ziele der EZB und der Fed von 2 Prozent hinausgehend.

Dieser Paradigmenwechsel stellt dabei keineswegs eine Kurzschlussreaktion auf die im Jahr 2022 beobachteten Preisschocks dar. Das Ausbilden eines höheren Inflationsniveaus steht auch in einem Zusammenhang mit globalen Trends, die wir unter den drei „Ds“ subsumieren. Hierzu zählen die zwingend erforderliche **Dekarbonisierung** für eine erfolgreiche Energiewende, die **Digitalisierung** und die **Demographie**. Aus diesen Megatrends gehen mitunter wachstumsfördernde, jedoch nicht reibungsfreie Impulse einher. So erwarten wir weiterhin keine goldgeränderten, sondern „Silberne Zwanziger“.

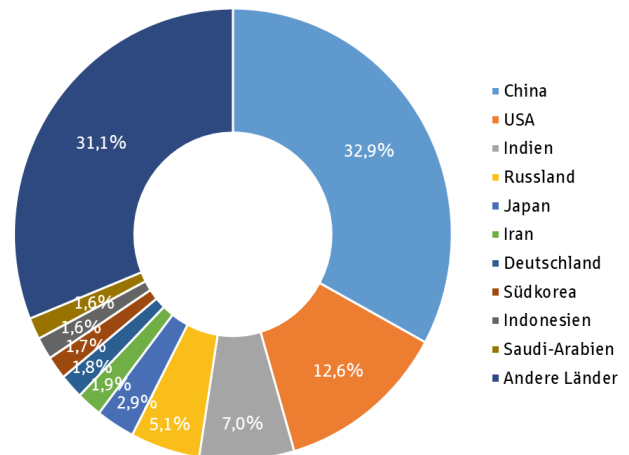
Dekarbonisierung im Hätetest

Europa, insbesondere Deutschland, erfährt durch ausbleibendes Gas aus Russland einen Realitätscheck. In einer Umfrage der Forschungsgruppe Wahlen e. V. im August 2022, wie in Deutschland die Energieversorgung gewährleistet werden sollte, sprachen sich 61 Prozent der Teilnehmer für eine längere Nutzung von Kohlekraftwerken aus, 36 Prozent stimmten dagegen (Quelle: Forschungsgruppe Wahlen e. V., Politbarometer August 2022). In einer Umfrage im Jahr 2017

stimmten noch 64 Prozent für eine Abschaltung von Kohlekraftwerken auch bei negativen Folgen für Stromkosten und Arbeitsplätze, 31 Prozent votierten dagegen (Quelle: Forschungsgruppe Wahlen e. V., Politbarometer November 2017).

Der Meinungsumschwung ist nicht verwunderlich, wird den Menschen doch erst jetzt vor Augen geführt, wie hoch das Gut Energiesicherheit für die Erfüllung von Grundbedürfnissen zu bewerten ist. Kommt jetzt die Rolle rückwärts in der Energiewende? Die letzte Klimakonferenz im November 2022 in Ägypten lieferte eher durchwachsene Ergebnisse. Unter dem Strich standen die Schaffung eines Ausgleichsfonds für Klimaschäden und (recht unkonkret formulierte) Hilfen für ärmere Länder zur Unterstützung eines aktiven Klimaschutzes.

Anteil der Länder an weltweiten CO₂-Emissionen



Quelle: EU-Kommission (2021)

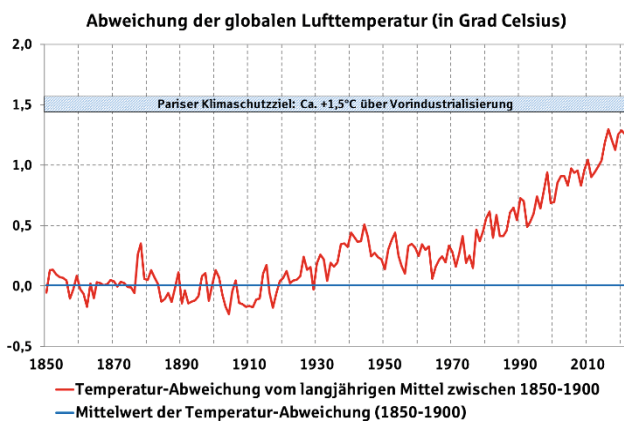
Dabei haben China und die USA angesichts ihres hohen Anteils am weltweiten Gesamtausstoß die längsten Wegstrecken zu gehen. Umso ernüchternder wirken die sich erhärtenden Fronten zwischen den Amerikanern und dem „Reich der Mitte“. Ein partnerschaftliches Miteinander im Klimakampf wäre ein ermutigendes Fundament, indes ist mit einem Wettbewerb der politischen Systeme das Gegenteil zu erwarten.

Dass die Ländergemeinschaft nur sehr schleppend auf einen gemeinsamen Nenner kommt, zeigte sich in Ägypten. Die am Kongress teilnehmenden Länder wurden dazu aufgefordert, die größtenteils unzulänglichen Klimaschutzpläne bis zur nächsten Konferenz nachzubessern. Zwar wurde der schrittweise Ausstieg aus der Kohle bekräftigt, ein klares Bekenntnis zur Abkehr von Öl und Gas fehlte jedoch. In der EU gilt Gas

(darüber hinaus auch Atomenergie) vielmehr als nachhaltig im Sinne der Taxonomie-Verordnung.

So komplex die Handhabung mit fossilen Energieträgern aktuell anzumuten scheint, so kompromisslos zeigt sich das Prinzip „TINA“ („There Is No Alternative“) in der Energiewende. In derselben Umfrage der Forschungsgruppe Wahlen e. V. vom August 2022 sprachen sich auch 93 Prozent der Teilnehmer dafür aus, dass Erneuerbare Energien schneller ausgebaut werden sollten, lediglich 6 Prozent stimmten dagegen. Vor allem in bislang stark von Öl- und Gasimporten abhängigen Ländern wie Deutschland dürfte sich eine „Jetzt erst recht“-Mentalität einstellen: Erneuerbare Energien zahlen nicht nur direkt auf die Dekarbonisierung ein, sondern versprechen zudem eine immer wertvoller erscheinende unabhängige Stromversorgung.

1,5-Grad-Ziel des Pariser Klimaschutzabkommens



Quelle: Met Office Hadley Centre (2022)

Das auf der UN-Klimakonferenz in Paris 2015 vereinbarte Ziel, den globalen Temperaturanstieg auf deutlich unter 2 Grad Celsius - möglichst aber 1,5 Grad Celsius - bis zum Jahr 2100 gegenüber dem vorindustriellen Zeitalter zu begrenzen, wurde in Ägypten bestätigt. Im Vergleich mit dem langjährigen Mittelwert zwischen 1850 und 1900 fällt das „Budget“ für die weitere Erderwärmung indes sehr spärlich aus.

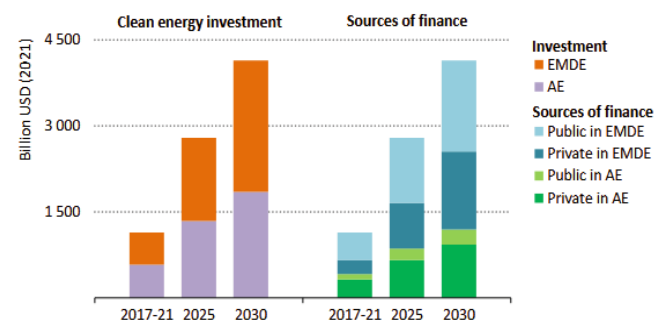
In den vergangenen drei Jahren (2019-2021) lag der globale Temperaturanstieg jeweils oberhalb von 1,25 Grad Celsius. Damit verbleiben weniger als 0,25 Grad Celsius, bis das Pariser Klimaschutzziel ausgereizt ist.

Plan B, den Temperaturanstieg auf 2 Grad Celsius zu begrenzen, ist keine gemeinvertragliche Alternative. Denn eine Vielzahl von Ländern würde bei einer stärke- ren Erderwärmung vor gravierenden Folgen stehen.

Dazu zählen Schäden aufgrund von Dürren, Stürmen und Überschwemmungen.

Um die ambitionierten Klimaziele überhaupt noch annähernd erreichen zu können, orchestriert die UN die globale Dekarbonisierung bis etwa zur Mitte des Jahrhunderts. Das heißt, dass innerhalb von fast 30 Jahren die Klimaneutralität erreicht werden muss. In der mittelfristigen Etappe bis 2030 sollen die CO₂-Emissionen um 43 Prozent gegenüber dem Stand aus dem Jahr 2019 reduziert werden. Kurzfristig sieht der Weltklimarat der UN das Erfordernis, dass die globalen Emissionen noch vor dem Jahr 2025 ihren Höhepunkt erreichen und danach dann deutlich zururckgehen müssen.

Globale Investitionen in saubere Energie



AE = Advanced Economies

EMDE = Emerging Market and Developing Economies

Quelle: IEA World Energy Outlook (2022)

Für die Erreichung des 1,5 Grad-Ziels und die Klimaneutralität („NZE“: Net Zero Emissions) bis 2050 veranschlagt die International Energy Agency (IEA) einen Anstieg der Investitionen in saubere Technologien auf 4,2 Bill. US-Dollar bis zum Jahr 2030 - in etwa ein Zuwachs um den Faktor 3,5 im Vergleich mit den Jahren 2017 bis 2021.

In entwickelten Ländern wie den USA und Deutschland ist ein signifikanter Anstieg der privaten Investitionen erforderlich, zumal die öffentlichen Haushalte eine hohe Schuldenlast und ausgereizte Defizite vor sich herschieben.

Allen gegenwärtigen Widrigkeiten zum Trotz bleibt die Dekarbonisierung ein Megatrend für die kommenden Jahrzehnte. In der Anlage zählen längst nicht nur Erneuerbare Energien, Batterien oder etwa Wasserstoff dazu, sondern vor allem auch Technologien, die den Energie- und Ressourcenverbrauch deutlich reduzieren sowie der Ausbau der Kreislaufwirtschaft.

Rotation aus fossilen Energieträgern in Metalle

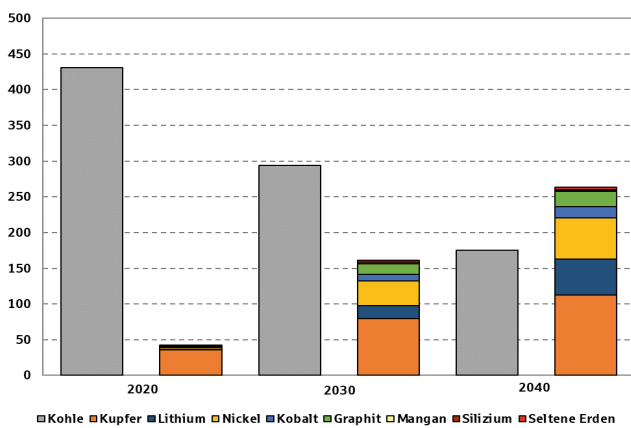
Eine Steigerung der Energie- und Ressourceneffizienz wird in den kommenden Jahrzehnten ein zwingendes

Erfordernis sein. Denn die global hohe Abhängigkeit von Ressourcen wird bleiben, es wird lediglich zu einer Verschiebung der Nachfrage kommen.

Auch wenn fossile Energieträger wegen des eingeschränkten Angebots durch den Russisch-Ukrainischen Krieg im Jahr 2022 extreme Preisspitzen erfahren haben, wird der Trend zur Dekarbonisierung langfristig zu einer strukturellen Nachfragereduktion führen.

Für die besonders klimaschädliche (Braun- und Stein-) Kohle erwartet die IEA im Jahr 2030 einen Umsatz aus der Rohstoffproduktion in Höhe von 294 Mrd. US-Dollar (ca. -32 % ggü. 2020) und nur noch 175 Mrd. US-Dollar für das Jahr 2040 (ca. -60 % ggü. 2020).

Umsatz aus der Rohstoffproduktion (Mrd. USD)



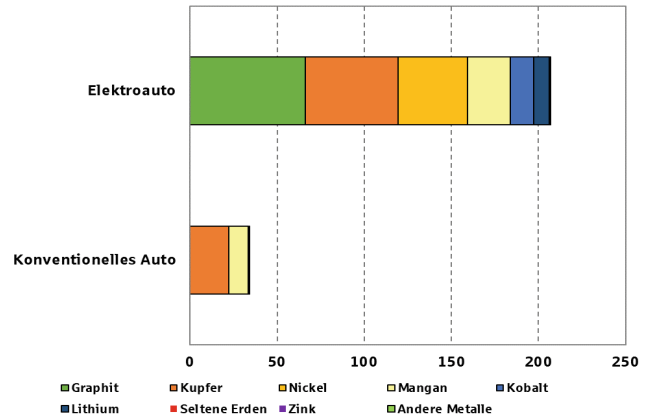
Quelle: IEA (2019), Erwartung im „Sustainable Development Szenario“

Im gleichen Zeitrahmen wird es zu einer Nachfrage-Rotation in bestimmte Basis- und Spezialmetalle kommen, deren Bedarf für die grüne Energiewende signifikant zunehmen wird. Kupfer ist aufgrund seiner hervorragenden Leitfähigkeit ein Allrounder in allen Belangen und wird in nahezu allen Zukunftstechnologien (Solar-, Wind- und Bioenergie, E-Mobilität sowie Batteriespeicher inkl. der Stromnetze) hochgradig eingesetzt. Lithium und Kobalt sind für die E-Mobilität/Batterien von hoher Bedeutung, ebenso wie Nickel - das auch für die Geothermie von erheblicher Relevanz ist - und Seltene Erden, von denen darüber hinaus die Windenergie eine starke Abhängigkeit aufweist. Für die Windenergie entfällt neben Kupfer auch auf Zink ein mengenmäßig hoher Rohstoffeinsatz, im Solarsegment gilt dies für Silizium.

Die IEA prognostiziert für das Jahr 2030 einen Umsatzanstieg in der Produktion von Zukunftsmetallen und -mineralen (Kupfer, Lithium, Nickel, Kobalt, Graphit, Mangan, Silizium, Seltene Erden) um 285 Prozent auf

rund 161 Mrd. US-Dollar im Vergleich mit dem Jahr 2020. Für das Jahr 2040 steht ein Umsatz in Höhe von rund 264 Mrd. US-Dollar in Aussicht.

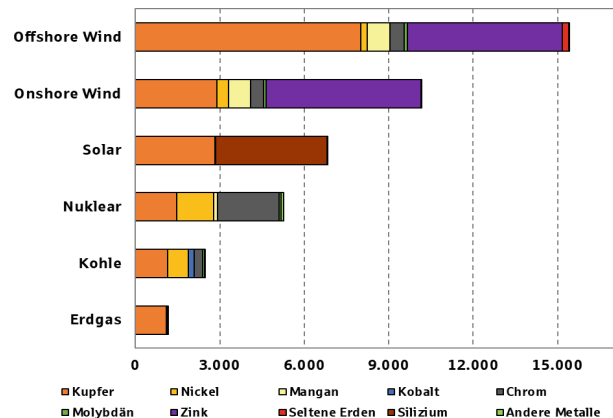
Metalle in der Autoproduktion (Kg/Vehikel)



Quelle: IEA (2022), Angaben ohne Stahl und Aluminium

Der hohe Bedarf lässt sich durch einen Vergleich konventioneller mit Zukunfts-Technologien veranschaulichen. So wird für die Produktion eines Elektroautos eine mehr als sechs Mal so hohe Menge an Zukunftsmetallen benötigt wie für die Herstellung eines konventionellen Pkws.

Metalle in der Strom-/Energieerzeugung (Kg/MW)



Quelle: IEA (2022), Angaben ohne Stahl und Aluminium

Ebenso entfällt auf die wichtigsten Erneuerbaren Energien - auf die Produktion von Wind- und Solaranlagen - ein Vielfaches an Ressourcenverbrauch von Zukunftsmetallen in Kg/MW im Vergleich mit Kohle- und Erdgaskraftwerken.

Nicht in den Abbildungen enthalten sind Stahl, Aluminium und Edelmetalle. Stahl wird technologieübergreifend eingesetzt, sodass der Energiesektor keinen besonderen Wachstumstreiber darstellt. Aluminium

spielt für die Energiewende wiederum eine ähnlich bedeutende Rolle wie Kupfer - ein wesentlicher Bedarf besteht für Wind und Solar sowie aufgrund von Gewichtseinsparungen auch für E-Fahrzeuge. Als Edelmetalle kommen vor allem Silber in Solarmodulen und Platin sowie Palladium in der Elektrolyse bzw. in der Brennstoffzelle zum Einsatz.

Der rasanten Nachfrageausweitung nach Zukunftsmetallen dürfte ein Angebot gegenüberstehen, dessen Zuwachs bestimmten Restriktionen unterliegt. Für die Top 35 Minenprojekte weltweit lagen zwischen der Entdeckung eines Rohstoffvorkommens bis zum Start der Produktion („Lead Time“) in den Jahren 2010 bis 2019 durchschnittlich fast 17 Jahre (für Lithium wesentlich kürzer, für Nickel-Laterit-Verfahren dagegen länger). Da der Abbau mit Nachhaltigkeitsrisiken wie z. B. Wasserstress in Dürreregionen (u. a. Kupfer, Lithium) und zu vermeidender CO₂-Intensität (u. a. Nickel) einhergeht, wird sich die Lead Time kaum verkürzen lassen.

Die Wiederverwertung von Rohstoffen aus der Kreislaufwirtschaft wird ebenfalls zunehmen (müssen), kann den gesamten Nachfrageanstieg jedoch bei weitem nicht bedienen. Der Markt für Elektromobilität befindet sich schließlich erst am Anfang eines langfristigen Wachstumspfad.

Angesichts des hohen Drucks, die globale Wirtschaft in vergleichsweise kurzer Zeit nachhaltig umzugestalten, sowie aufgrund möglicher Angebotslücken bei Zukunftsmetallen dürften von der Energiewende inflationäre Impulse ausgehen. Hinzu gesellt sich der Umstand, dass ein intensiver Wettbewerb um bestimmte Metalle herrscht. Obwohl beispielsweise Seltene Erden geologisch gesehen reichlich vorhanden sind, konzentriert sich deren Angebot für die industrielle Nutzung derzeit auf China, auf das etwa 35 Prozent der weltweiten Reserven, 58 Prozent der Minenproduktion und 87 Prozent der Verarbeitung entfallen.

Ab dem Zeitpunkt, ab dem Erneuerbare Energien eine tiefe Marktdurchdringung erfahren haben, sollte die inflationäre Wirkung nachlassen oder ggf. sogar in eine deflationäre Richtung umschlagen. Denn die Grenzkosten für grüne Energie dürften wegen der langen tatsächlichen Nutzungsdauern der Anlagen vergleichsweise gering ausfallen.

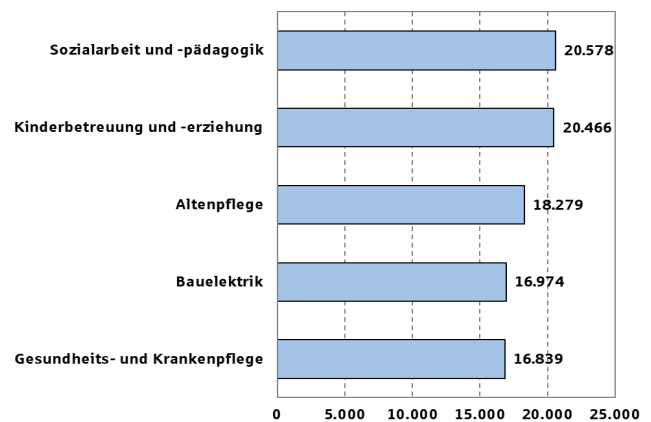
Neben breit gestreuten Aktieninvestments, die am Umwelt- und Klimaschutz partizipieren, ist auch eine diversifizierte Anlage in Aktien von Rohstoffunternehmen empfehlenswert, die für die Energiewende zwingend notwendige Metalle fördern. Wegen der angespannten Nachhaltigkeitslage im Rohstoffsegment

sollten hierbei ESG-Kriterien Berücksichtigung finden. Mit dem Engagement in Rohstoffunternehmen geht nicht nur eine weitere Teilhabe am Megatrend der Energiewende einher, sondern auch ein gewisser Inflationsausgleich infolge steigender Rohstoffpreise.

Demografie: Alterung und Fachkräftemangel

Der Vorstoß des Bundesinnenministeriums, die Regeln für die Migration und Einbürgerung in Deutschland zu vereinfachen, zielt auf eine Entschärfung des Fachkräftemangels ab. Besonders groß ist der Bedarf in sozialen und medizinischen, aber auch in technischen Berufen.

Deutschland: Berufe mit größtem Fachkräftemangel



Quelle: IW Köln (Jahresdurchschnitt 01.07.2021 bis 30.06.2022)

Darüber hinaus waren im November 2022 insgesamt rund 820.000 offene Stellen in Deutschland ausgeschrieben, während die Arbeitslosenquote bei 5,3 Prozent lag. Trotz einer sich abkühlenden Konjunktur erscheint der Arbeitsmarkt als sehr robust.

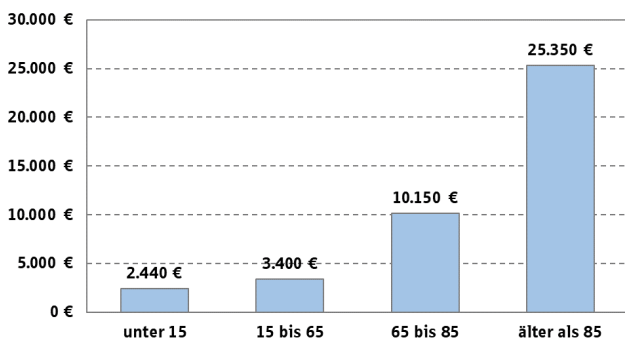
Vor diesem Hintergrund ist es für die Notenbank keine leichte Aufgabe, die Inflation zu bekämpfen. Denn als Dreh- und Angelpunkt fungiert der Arbeitsmarkt, dessen Abkühlung mit zunehmender Arbeitslosigkeit einen dämpfenden Effekt auf die Nachfrage nach Konsumgütern hätte und das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale mindern würde.

Angesichts des hohen Fachkräftemangels erscheint die Aussicht auf einen signifikant unter Druck kommenden Arbeitsmarkt jedoch wenig wahrscheinlich. Vielmehr wird der Anteil der Erwerbspersonen (Alter: 15 - 66 Jahre) weiter abnehmen. Der Grund hierfür ist, dass die geburtenstarken Jahrgänge der 1960er Jahre - die Baby-Boomer - sukzessive in den Ruhestand übergehen.

Um dem abnehmenden Arbeitskräftepotenzial entgegenzuwirken, stehen Mittel wie eine wachsende Migration oder etwa ein späteres Renteneintrittsalter - ob gesetzlich oder über Anreize intoniert - offen. Unabhängig davon erwarten wir, dass der technologische Fortschritt zur Steigerung des Produktivitätswachstums stärker forciert wird. Eine zentrale Funktion übernehmen hierbei die Digitalisierung und Automatisierung inklusive Anwendungen der Künstlichen Intelligenz.

Ein Spiegelbild der abnehmenden Erwerbsbevölkerung ist die zunehmende Alterung in den Industrieländern, mittlerweile aber auch in China. Dieser demografische Trend stellt neben dem Renten- auch das Gesundheitssystem vor Herausforderungen. Denn die Gesundheitsausgaben nehmen mit höherem Alter immer weiter zu.

Deutschland: Krankheitskosten pro Jahr und Kopf



Quelle: Statistisches Bundesamt (Stand: 2020)

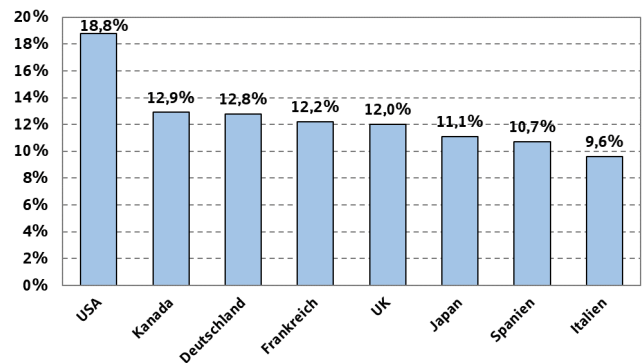
Entstehen in Deutschland für einen Menschen zwischen 15 und 65 Jahren „Krankheitskosten“ von jährlich rund 3.400 EUR, fallen diese für die Altersgruppe zwischen 65 und 85 Jahren (10.150 EUR) ca. dreimal und für Menschen älter als 85 Jahre (23.350 EUR) über siebenmal so hoch aus. Als Krankheitskosten gelten unmittelbar mit einer medizinischen Heilbehandlung, Präventions-, Rehabilitations- oder Pflegemaßnahme verbundene Ausgaben.

Ursächlich für den sprunghaften Anstieg der Kosten sind vor allem die im fortschreitenden Alter immer häufiger auftretenden Volkskrankheiten wie Bluthochdruck, Arthrose, Diabetes oder Krebs.

Vor diesem Hintergrund nimmt der Gesundheitssektor eine stetig wachsende Bedeutung ein. Komplexere Krankheiten erfordern innovative Präparate und Behandlungsmethoden, die eine neue Therapie ermöglichen oder die Erfolgsaussichten einer bestehenden Therapie verbessern bzw. deren Ansatz vereinfachen.

Bereits vor der Corona-Pandemie fielen die Gesundheitsausgaben spürbar ins Gewicht. Im Jahr 2020 legte ihr Anteil am jeweiligen BIP eines Landes noch einmal zu - in Industrienationen auf ca. 10 bis 13 Prozent.

Gesundheitsausgaben in Prozent des BIP



Quelle: OECD (2020)

Deutlich über dieser Bandbreite liegen die USA, die Gesundheitsausgaben in Höhe von fast 19 Prozent im Vergleich zum heimischen BIP zu tragen haben. Dies ist auch der Grund dafür, dass die Preispolitik bei Medikamenten jenseits des Atlantiks wiederholt in diversen Wahlkämpfen zur Debatte stand. Im Jahr 2022 erfolgte mit einer Arzneimittelpreisreform erstmals ein Schritt in Richtung einer Preisregulierung.

Im Rahmen des Gesetzes „Inflation Reduction Act“ vom August 2022, das vor allem durch hohe geplante Klimainvestitionen hervorstach, wird der staatlichen Gesundheitsversicherung Medicare ab dem Jahr 2026 das Recht eingeräumt, Preisverhandlungen mit Medikamentenherstellern zu führen. Medicare ist die staatliche Krankenkasse für US-Bürger ab 65 Jahren oder mit einer Behinderung. Bislang waren die staatlichen Gesundheitsversicherungen an Preisvorgaben der Pharma-Unternehmen gebunden. So soll die Praxis deutlich über der Inflation liegender Preiserhöhungen bei etablierten Präparaten eingeschränkt werden. Für die Verhandlungen ab dem Jahr 2026 werden zunächst zehn Medikamente - wahrscheinlich die umsatzstärksten - zur Auswahl stehen, bis zum Jahr 2029 kann eine Ausweitung auf bis zu 60 Präparate erfolgen.

Wir gehen davon aus, dass Gesundheitsinnovationen mit wesentlichem Zusatznutzen kaum von der Arzneimittelpreisreform betroffen sein dürften. Bei strenger Preislimitierung auch bei jungen Patentanmeldungen würden die Forschung und Entwicklung aufgrund eines geringeren Finanzierungsanreizes spürbar abnehmen. Eine Folge, die sich eine wohlhabende und alternde Bevölkerung erst recht nicht leisten kann.

Angesichts des Trends zur Überalterung erwarten wir ein überdurchschnittlich hohes strukturelles Wachstum in der Biotechnologie sowie Medizintechnik und empfehlen hier ein breit diversifiziertes Aktienengagement. Diese Gesundheitssegmente weisen einen hohen Innovationsgrad auf und sollten weniger empfindlich auf die Entwicklung der Medikamentenpreisverhandlung in den USA reagieren. Sich verringernde Margen bei etablierten Medikamenten könnten vielmehr dazu führen, dass Pharmaunternehmen verstärkt Übernahmen von kleineren und mittelgroßen Biotechnologieunternehmen forcieren, um Zugriff auf margeträchtiger neue Präparate zu erhalten.

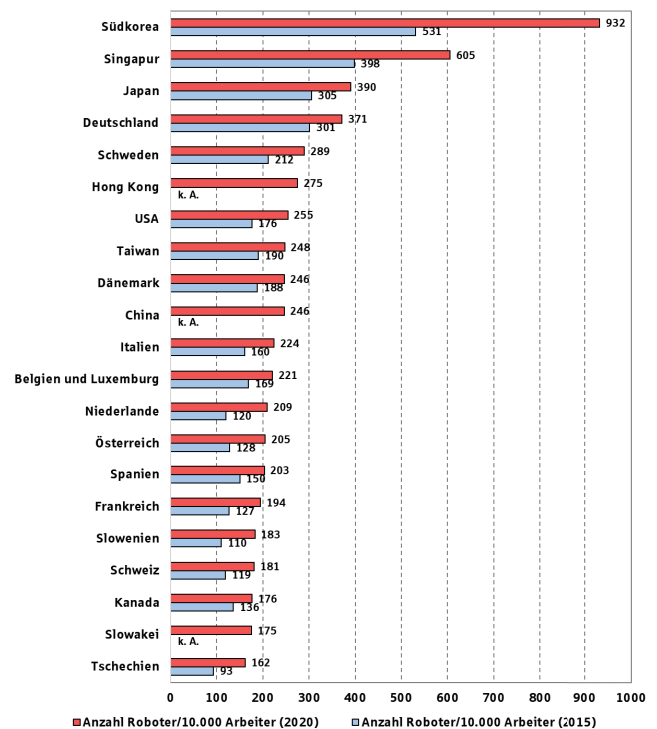
Digitalisierung und Automatisierung

Die Überalterung der Gesellschaft, mit der eine Verringerung des Arbeitskräftepotenzials und der Produktivität einhergehen, dürfte Unternehmen immer stärker dazu motivieren, den Automatisierungsgrad zu erhöhen. Die technischen Voraussetzungen für komplexe Aufgaben in der Industrie 4.0, u. a. die Leistungsfähigkeit von Halbleitern, verbessern sich stetig - bei zunehmender Kosteneffizienz.

So ist global ein anhaltender Trend zur Automatisierung wahrzunehmen. Besonders ausgeprägt waren die Zuwächse im Automatisierungsgrad - gemessen an der Anzahl von Robotern pro 10.000 Arbeitnehmer - zwischen den Jahren 2015 und 2020 in asiatischen Ländern. Ein hohes Level der Robotisierung verzeichnen Südkorea und Singapur. In Südkorea stehen vor allem die Segmente Halbleiter, LCD und LED hiermit in Zusammenhang, wenn auch die Neuinstallationen zwischen den Jahren 2017 bis 2020 rückläufig waren. China hat besonders große Sprünge vollzogen, zählte es im Jahr 2015 nicht einmal zu den Top 20-Ländern mit dem höchsten Automatisierungsgrad. Ähnlich wie in Japan ziehen auch in China die Bereiche Elektronik und Automobilproduktion die Investitionen an. Ebenso ist die Automobil- (und Maschinen-) Produktion für den Standort Deutschland von hoher Bedeutung und Treiber der Industrie 4.0.

Die International Federation of Robotics (IFR) prognostiziert ein globales Wachstum in den Installationen von Industrierobotern in Höhe von 7,5 Prozent p. a. für die Jahre 2022 bis 2025. Auf asiatische Länder entfällt aufgrund eines vergleichsweise hohen Wirtschaftswachstums und Exports der überwiegende Anteil der Installationen.

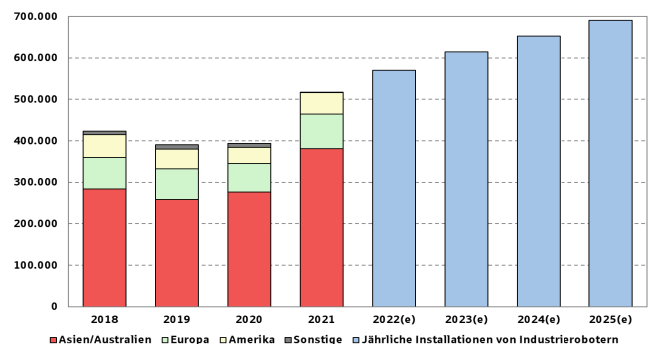
Installierte Roboter in der Industrie pro 10.000 Arbeiter



Quelle: IFR (World Robotics Report 2016 und 2021)

In den Industrienationen dürfte neben der Überalterung auch eine gewisse Neuorientierung der Lieferketten für das Voranschreiten der Robotisierung sorgen. Ab den 1990er Jahren forcierten Unternehmen in zunehmendem Maße das Offshoring, bei dem eine Verlagerung von Fertigungskapazitäten ins Ausland - insbesondere in Billiglohnländer - erfolgt. Diese Strategie steht immer mehr in Frage.

Jährliche Installationen von Industrierobotern



Quelle: IFR (World Robotics Report 2022)

Zum einen sind hohe Abhängigkeiten von funktionierenden globalen Lieferketten geschaffen worden, die durch wiederkehrende Lockdowns infolge der Covid 19-Pandemie ins Wanken geraten sind. In diesem Zusammenhang ist China zu nennen, das in den vergangenen Jahrzehnten der größte Profiteur des

Offshorings gewesen sein dürfte und mit der Zero Covid-Politik zuletzt die Verlässlichkeit der Lieferketten erheblich eingeschränkt hatte.

Zum anderen erwarten wir eine weitere Verschärfung, zumindest jedoch keine Entspannung im Wettbewerb der politischen Modelle. Eine unipolare Welt, die von den USA angeführt wird und den Liberalismus in den Vordergrund stellt, dürfte durch eine bipolare Welt abgelöst werden, in der China einen Machtanspruch stellt und auch behaupten sollte. Während sich die Autokratie in China verfestigt, scheinen die Ziele der inneren sozialen Sicherheit und Gleichheit den Leitplanken der Wirtschaftsorientierung und Investitionssicherheit immer mehr den Rang abzulaufen. Westliche Unternehmen könnten dazu übergehen, die Produktion zumindest teilweise auf „befreundete“ Staaten mit ähnlichen liberalen Gesellschaftsmodellen zu verlagern (Friend-Shoring) oder in den heimischen Markt zu verlegen.

Neben der Fertigung im Heimatland ist eine möglichst nahe Produktion am Absatzmarkt - das Near-Shoring - schließlich Teil einer ökologisch zu favorisierenden Lieferkettenstrategie. Denn diese verkürzt die Transportwege, was Ressourcen und CO₂ einspart. Aus deutscher Sicht eignen sich für das Near-Shoring z. B. Slowenien, die Slowakei oder Tschechien. Diese Länder zeichnen sich durch ein vergleichsweise noch geringes Lohnniveau aus, zeigen indes aber auch große Fortschritte im Automatisierungsgrad.

Mit dem Friend- und Near-Shoring dürfte die Industrie 4.0 in westlich geprägten Ländern also eine weitere Unterstützung erhalten, zumal ein damit erreichbares Produktivitätswachstum einen dämpfenden Effekt auf die Inflation ausüben sollte.

Die Automatisierung bleibt indes nicht allein auf den Industriesektor beschränkt. Auch der Konsumbereich wird sich etwa im Hinblick auf Haushalts- und Service-roboter immer weiter öffnen. Darüber hinaus kommt dem Technologiesektor eine überaus hohe Bedeutung zu. Roboter funktionieren schließlich nicht ohne leistungsfähige Halbleiter und geeignete Software.

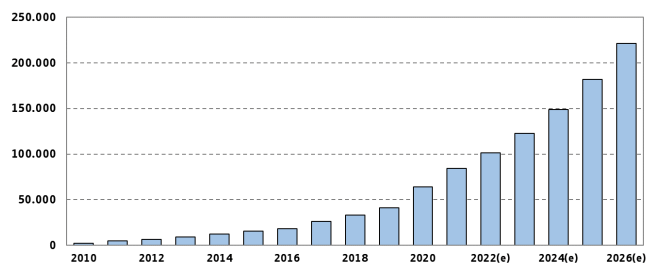
Im Technologiesegment gehen Automatisierung und Digitalisierung ineinander über. Eine zunehmend wichtigere Rolle wird in diesem Zusammenhang die Künstliche Intelligenz einnehmen. Diese Schlüsseltechnologie findet Einzug in diverse Gesellschaftsbereiche und fördert u. a. auch das Produktivitätswachstum.

Mit Künstlicher Intelligenz lassen sich etwa die Flexibilität im Robotereinsatz u. a. durch Bilderkennung erhöhen, Kreditentscheidungen bei Banken verbessern, die

Diagnostik im Gesundheitsbereich optimieren, Sprachen einfacher übersetzen, das Smart Home zu einem sinnvollerem Anwendungsfall werden oder auch die Sicherheit im noch auszureifenden autonomen Fahren steigern.

Die „Datafizierung“ bzw. „Big Data“ ist eine entscheidende Voraussetzung v. a. für den technologischen Fortschritt im Bereich der Künstlichen Intelligenz. Das globale Datenvolumen ist in den vergangenen Jahren rasant gestiegen und wird nach Schätzungen der International Data Corporation (IDC) zwischen den Jahren 2021 und 2026 um ca. 21 Prozent p. a. zulegen. Große (veredelte) Datenmengen sind essentiell für maschinelles Lernen, also das Trainieren künstlicher Systeme auf einen effektiven Algorithmus.

Globale Datensphäre (in Exabytes)



Quelle: IDC (2022)

Neben der Künstlichen Intelligenz wird die Digitalisierung noch durch weitere Trends vorangetrieben. Unternehmen stellen ihre Geschäftsprozesse kontinuierlich auf die Cloud, also die Internet-basierte Nutzung von Ressourcen und Speicherung von Daten, um. Auch für Verbraucher ist die Cloud mittlerweile nichts Neues mehr. Streaming-Dienste für Musik, Filme und Spiele verdrängen bereits heute schon die jeweils lokal genutzte Anwendung.

Der Drang zur Digitalisierung erfasst alle Branchen, vom Automobilsektor (autonomes Fahren) über den Gesundheitsbereich (Telemedizin) bis zur Industrie (digitale Fabrik) mit dem Internet der Dinge („Internet of Things“) als verbindendes Element, durch das Maschinen untereinander und mit Menschen vernetzt werden.

Um an dem Trend der Digitalisierung partizipieren zu können, empfehlen wir diversifizierte Fondsinvestments, die in erster Linie auf die Segmente Technologie und Industrie abzielen, jedoch auch andere wesentlich tangierte Bereiche wie Gesundheit und Konsum nicht außer Acht lassen.

Kapitalmärkte 2022: Die Bären waren los

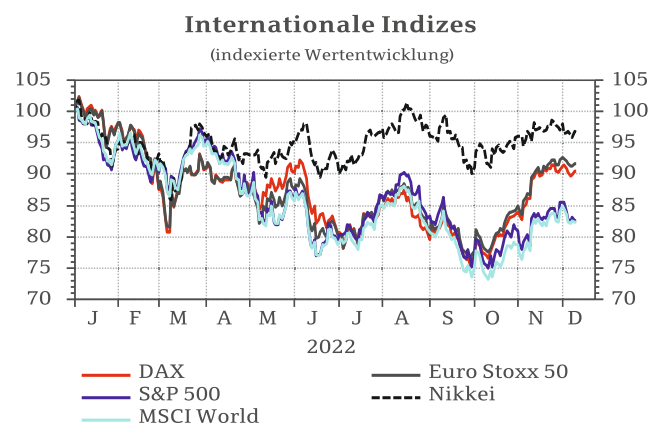
Nachdem der Deutsche Aktienindex (DAX) noch in den ersten Januar-Tagen heftig mit seinem Allzeithoch knapp unterhalb von 16.300 Punkten flirtete, gerieten die Aktienkurse alsbald ins Rutschen. Und spätestens mit dem russischen Überfall auf die Ukraine Ende Februar schnellte die Risikoaversion nach oben. Die kriegerischen Handlungen in Europa bedeuteten in vielfacher Hinsicht eine Zäsur. Rein aus der ökonomischen Brille mündeten die stark gestiegenen Energiepreise in ausufernden Inflationsraten, die die Notenbanken aus ihrer Komfortzone rissen und einen geldpolitischen Strategiewechsel provozierten. In der Antizipation eines notwendigen Kurswechsels der Währungshüter auf beiden Seiten des Atlantiks erwachten die Marktzinsen aus ihrem jahrelangen Dornröschenschlaf und machten sich auf den Weg gen Norden. Die Tage der Negativzinsen waren gezählt und die Anleihekurse gerieten parallel zu den Aktiennotierungen gehörig unter Druck. Diese arg missliche Konstellation stellte die (ausgewogenen) Investoren im Börsenjahr 2022 fortwährend vor allergrößte Herausforderungen.

Im ersten Quartal konnten sich die tonangebenden US-Indizes relativ zu den europäischen Pendanten noch besser aus der Affäre ziehen - wenn auch im negativen Terrain. Spiegelbildlich dazu litten die technologieelastigen amerikanischen Barometer im zweiten Vierteljahr stärker unter den hochtrabenden Zinserhöhungserwartungen. Die US-Notenbank Fed hatte im März ihren Ankündigungen Taten folgen lassen und die Leitzinsen erstmals seit Dezember 2018 erhöht. Der Schutzpatron der Risikoanlagen in der vergangenen Dekade hatte seine Politik im Sinne einer entschlossenen Inflationsbekämpfung offensichtlich geändert. Den Teuerungsraten in den größten Volkswirtschaften galt fortan die größte Aufmerksamkeit.

Per allgemeingültiger Definition in Form eines Kursrückgangs von mindestens 20 Prozent erfüllten die führenden Aktienindizes auf dem Alten Kontinent bereits im ersten Quartal die Charakteristika eines Bärenmarktes, die US-Leitbörsen zogen im Frühjahr im Angesicht des steilen Zinstrends nach.

Auch vor dem Hintergrund der arg schwächelnden Gemeinschaftswährung gegenüber dem in seiner Funktion als sicherer Hafen gesuchten US-Dollar gab sich im Juli schließlich mit reichlich Verspätung im internationalen Vergleich ebenso die Europäische Zentralbank (EZB) einen Ruck. Der Geldwertstabilität sollte auch in der Euro-Zone uneingeschränkte Priorität eingeräumt werden und die Leitzinsen sich auf eine Reise begeben.

Die meisten der Belastungsfaktoren, die die Anlegerenschaft bereits im ersten Halbjahr beständig in Atem hielt, gewannen im dritten Quartal teilweise noch an Schärfe. Während die Konjunkturprognosen praktisch permanent nach unten korrigiert wurden, mussten die Inflationsprojektionen stets nach oben revidiert werden. Jenes herausfordernde makroökonomische Umfeld wurde begleitet von einer in dem Tempo noch wenige Monate zuvor kaum vorstellbaren geldpolitischen Umkehr der wichtigsten Notenbanken. Der Risikoappetit der Investoren war längst gezügelt und zaghafte Erholungsversuche wurden meist prompt im Keim erstickt sowie als zeitlich begrenzte Bärenmarktrallies abgestempelt.



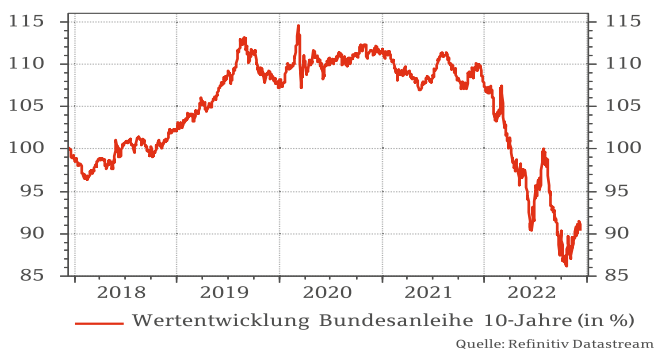
Die Jahrestiefstände beim DAX wurden im traditionell schwachen September unterhalb von 12.000 Punkten ausgelotet, als Notenbankvertreter mit fester Überzeugung ankündigten, weitere kräftige Leitzinsschritte vorzunehmen. Die negative Stimmung auf dem Parkett wurde ferner dokumentiert von einem Euro, der zumindest zwischenzeitlich deutlich unter die Parität zu dem US-Dollar fiel.

Leichte Entspannungssignale seitens der fragilen Energieversorgung - vor allem in Deutschland - führten zu Beginn des vierten Quartals zu einer markanten Gegenbewegung vornehmlich an den europäischen Börsenplätzen. Begleitet wurde der Höhenflug auf dem Alten Kontinent von sichtlich abflauenden Zinsauftriebskräften in Europa und den USA. Mit dem Blick über den Großen Teich konnte der Bärenmarkt allerdings noch nicht zu den Akten gelegt werden, der charttechnische Abwärtstrend an der tonangebenden Wall Street hatte noch Bestand. Unter dem Strich war die Abrechnung somit sowohl auf der Aktien- als auch der Anleihe Seite geprägt von tiefroten Vorzeichen.

Anleihemarkt: Mehr Rendite, weniger Risiko

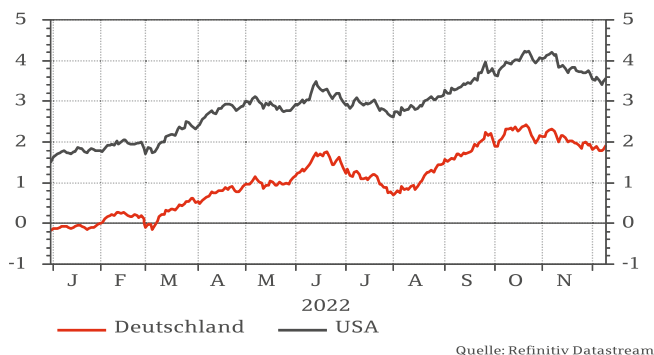
Im vergangenen Jahr hatten wir an dieser Stelle vor dem Hintergrund des geldpolitischen Kurswechsels der Notenbanken Anleiheinvestoren ein „schwieriges Jahr 2022“ in Aussicht gestellt. Mit der deutlich stärker ausgeprägten Inflationsthematik ist 2022 nun jedoch zu einem historisch fast beispiellos negativen Jahr für Anleiheanleger geworden. So sorgte allein der Zinsanstieg von minus 0,1 Prozent am Jahresanfang 2022 auf knapp zwei Prozent bis Anfang Dezember dafür, dass eine 10-jährige deutsche Bundesanleihe innerhalb von 11 Monaten rund 15 Prozent, in der Spitze sogar fast 20 Prozent an Wert verlor. Dies sind Schwankungen, wie sie normalerweise nur am Aktienmarkt vorkommen. Bei bonitätsschwächeren Anleihen kamen noch zusätzliche Wertverluste durch Ausweitungen der Risikoaufschläge (Spreads) hinzu.

Wertentwicklung Bundesanleihe 10 Jahre



Die sehr deutlich und bis in den Herbst hinein permanent über den Erwartungen liegenden Inflationsraten haben 2022 dazu geführt, dass Anleiheinvestoren einen zunehmend restriktiveren Kurs der Notenbanken antizipieren mussten. Dies hatte Auswirkungen auf die Zinsentwicklung für entsprechende Papiere.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)



Mit der schwachen Wertentwicklung in 2022 hat sich aber nun die Ausgangsbasis für 2023 fundamental um 180 Grad verbessert. Wir gehen, wie in vorangegangenen Abschnitten dargestellt, davon aus, dass 2023 die

Maßnahmen der Notenbanken zunehmend greifen, sich die Konjunktur abschwächt und ein Gipfel bei den Inflationsraten - auch in der Euro-Zone - in greifbarer Nähe ist.

In den USA hat die Notenbank (Fed) bereits eher den Kampf gegen deutlich über den Zielwerten liegende Inflationsraten aufgenommen. Die Europäische Zentralbank (EZB) ist erst im Sommer 2022 auf diesen Kurs eingeschwenkt. Insofern dürfte der Verlauf der US-Zinsen richtungsweisend für die Entwicklung in der Euro-Zone bleiben.

Derzeit sieht es stark danach aus, dass sowohl die Fed als auch die EZB im Frühjahr 2023 mit ihren Zinsanhebungen an das Ende des laufenden Erhöhungszyklus stoßen werden. Bei der US-Notenbank rechnen wir mit einem Leitzins (Fed-Funds-Rate) von 4,75 bis 5,00 Prozent, bei der EZB (Hauptrefinanzierungssatz) um 3,00 Prozent.

Die Anleihemärkte haben die noch zu erwartenden geldpolitischen Straffungsschritte der Notenbanken weitgehend eingepreist. Dies gilt insbesondere für die US-Zinsen, hier hat die Rendite der 2-jährigen Staatsanleihen den von uns prognostizierten Zielbereich der Leitzinsen in den vergangenen Wochen mit Werten um 4,75 Prozent bereits erreicht. Bei länger laufenden Staatsanleihen liegen die Renditen in den USA bereits seit Anfang Juli permanent unter denen kürzerlaufender, d. h. die Zinsstrukturkurve verläuft invers. In der Euro-Zone ist dies, gemessen an den Renditen der 2-jährigen und der 10-jährigen Bundesanleihe, erst seit Anfang November der Fall.

Eine inverse Zinsstrukturkurve drückt aus, dass die Marktteilnehmer zukünftig wieder fallende Zinsen erwarten, da sie sonst nicht bereit wären, für längere Laufzeiten niedrigere Renditen als für kürzere zu akzeptieren. Mit einem auch in Europa im Verlauf des ersten Quartals 2023 zu erwartenden Rückgang der Inflationsraten und dem voraussichtlichen Erreichen des Leitzinsgipfels sollte sich der Blick der Marktteilnehmer dann auf ein Auslaufen des geldpolitischen Straffungskurses richten. Auch wenn wir für 2023 noch nicht mit ersten Leitzinssenkungen rechnen, dürften die Spekulationen auf derartige Schritte der US-Notenbank ab dem 2. Halbjahr 2023 zunehmen. Dieses sollte sich dämpfend auf die Renditen der US-Staatsanleihen auswirken. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen ihren vorläufigen Hochpunkt im derzeitigen Zyklus bereits

erreicht haben könnte, für Ende 2023 prognostizieren wir hier einen Wert von 3,50 Prozent.

In der Euro-Zone ist die Situation ähnlich, aber hier ist die zeitlich spätere Abkehr der Notenbank von ihrer sehr expansiven Geldpolitik und der verzögerte Inflationsratengipfel zu berücksichtigen. Die EZB steht mit dem Abbau ihrer Bilanzsumme erst am Anfang. Mit der Änderung der Regeln für die Verzinsung der Gelder aus den längerfristigen Refinanzierungsoperationen der Banken (TLTROs) und der daraus resultierenden ersten vorzeitigen Rückzahlung von Mitteln an die EZB hat die Notenbank Ende November einen ersten Schritt gemacht. Volumenmäßig bedeutender für die Anleihemärkte ist aber die Frage, wann die EZB die Wiederanlage der Rückflüsse aus den riesigen Anleiheankaufprogrammen reduziert oder gar einstellt. Hier ist, auch mit Rücksicht auf die Finanzierungsbedürfnisse der Mitgliedstaaten, mit einem behutsamen Vorgehen zu rechnen. Wir gehen davon aus, dass die EZB auf ihrer Sitzung am 15.12.2022 zumindest einen ersten Schritt zum Abschmelzen ihrer seit 2014 im Rahmen der Ankaufprogramme APP (Asset Purchase Programme) und PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) getätigten Käufe ankündigt. Die EZB hat mittlerweile einen Anleihebestand von gut 5 Billionen EUR aus beiden Programmen angehäuft. Dieser Faktor dürfte sich jetzt tendenziell renditetreibend auswirken und ist neben der im Gegensatz zur Fed etwas unklarerer Politik der EZB zur Bekämpfung der Geldentwertung der Grund, warum wir bei der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe für 2023 mit einem Wert von 2,50 Prozent noch einen moderaten Anstieg zum heutigen Niveau erwarten. Am kurzen Ende der Kurve gehen wir aufgrund der noch durchzuführenden Zinsschritte von leicht höheren Sätzen aus, sehen hier aber die von uns erwartete Zielmarke beim Hauptrefinanzierungssatz von um die drei Prozent als wahrscheinlichen Hochpunkt.

Verglichen mit der Entwicklung in 2022 dürfte das Aufwärtspotenzial 2023 bei den Renditen damit begrenzt sein, was die Gefahr von Kursverlusten bei Anleihen mindert.

Bezüglich des Verlaufes gehen wir davon aus, dass die Hochpunkte eher im Frühjahr um den Zeitpunkt des von erwarteten Erreichens des „Leitzinsplateaus“ markiert werden sollten.

Wie sehen wir die einzelnen Segmente des Anleihemarktes?

Unternehmensanleihen - Endlich wieder Rendite

Unternehmensanleihen gerieten 2022 deutlich unter Druck. Hierfür gab es eine Vielzahl von Gründen. Der offensichtlichste Grund dürfte die sich abzeichnende wirtschaftliche Abschwächung in der Folge der Energiekrise sein. Mit den daraus resultierenden Belastungen sinkt die Fähigkeit der Unternehmen, ihre Verbindlichkeiten sicher zu bedienen. Zudem sind sowohl energieintensive Branchen als auch Unternehmen, die stark von der Konsumentenkaufkraft abhängen, potenziell deutlicher von den Folgen betroffen. Immobilienunternehmen kommen zudem über zinsinduzierte Belastungen auf ihrer Aktivseite unter Druck. Seit der Beendigung der aktiven Anleihekäufe im Rahmen des PEPP-Programms am 31.03.2022 ist außerdem die EZB als wichtiger Käufer weggefallen. Zur Erinnerung: Die EZB hält rund ein Viertel des Volumens von Euro-Unternehmensanleihen in ihrem Bestand, der insgesamt fast an das jährliche Neuemissionsvolumen von rund 500 Mrd. EUR heranreicht. Gemessen am Referenzindex iBoxx Europe haben Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating in der Spitze 2022 einen Risikoaufschlag von rund 130 Basispunkten ausgebildet.

Spread Unternehmensanleihen
(Investment-Grade)



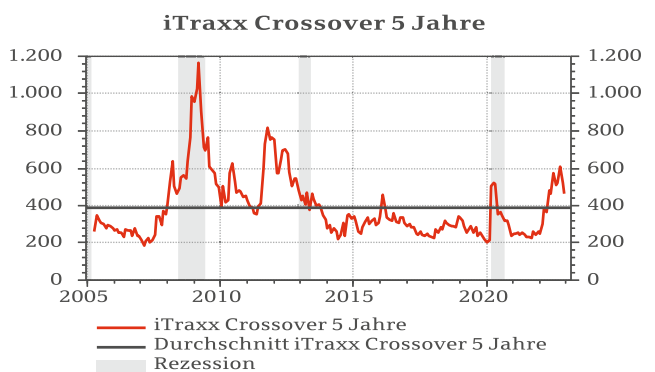
Das Umfeld für Engagements in Unternehmensanleihen hat sich damit grundsätzlich weiter aufgehellt. Berücksichtigt man das gestiegene Zinsniveau, sind mit fünfjährigen BBB-Unternehmensanleihen Renditen möglich, die mit rund 4,5 Prozent p. a. oberhalb des Dividendenniveaus von Aktien liegen. Das gab es seit mehr als 10 Jahren nicht mehr. Perspektivisch ist wieder ein realer Kapitalerhalt möglich, legt man die über Derivate gehandelten langfristigen Inflationserwartungen von rund 2,3 Prozent zugrunde.

Mit der für die nächsten Monate erwarteten wirtschaftlichen Abschwächung könnten sich die Risikoaufschläge nochmals ausweiten. In der Vergangenheit waren derartige Zeitpunkte aber gute Einstiegsgelegen-

heiten: Ähnlich wie am Aktienmarkt reagieren auch Unternehmensanleihen mit einem zeitlichen Vorlauf auf Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld.

Den Schwerpunkt bei Unternehmensanleihen setzen wir derzeit bei Anleihen hoher Qualität (Investmentgrade). Die Risikoaufschläge bei Anleihen schwächerer Qualität (Hochzinsanleihen, „High Yield“) haben trotz des herausfordernden Umfeldes u. E. noch kein besonders attraktives Niveau erreicht. Dies bewerten wir im Vergleich zu ihren historischen Werten, gemessen an den Notierungen des iTraxx Crossover 5 Jahre, mit dem Anlagen in entsprechende Anleihen abgesichert werden können.

Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen



Seit der Umsetzung der EU-Wertpapierprospektverordnung im Jahre 2018 sind Unternehmensanleihen für Privatanleger in der direkten Anlage kaum noch zugänglich, da fast alle Emittenten den hohen Aufwand scheuen und mit Stückelungen von 100.000 EUR operieren. Eine Alternative sind daher Anlagen in Investmentfonds. Der Vorteil derartiger Vehikel ist eine Streuung über einzelne Emittenten. Bei aktiv verwalteten Fonds gibt es zudem noch eine Risikosteuerung, so dass z. B. Qualitätsklassen und Laufzeiten je nach Situation aufgeteilt werden können. 2023 dürften die Märkte von Spekulationen geprägt sein, wann die Leitzinserhöhungen auslaufen und wie tief der wirtschaftliche Abschwung werden wird. Dies sollte stärkere Schwankungen an den Anleihemärkten verursachen und einen aktiven Ansatz begünstigen. Neben den zusätzlichen Kosten haben Anleihe-Fondsanleger aber den Nachteil, dass sie im Gegensatz zur Direktanlage keinen festen Rückzahlungstermin haben. Ein fester Ablauf mindert aber das Zinsänderungsrisiko, da die Rückzahlung, sofern der Emittent nicht ausfällt, zu 100 Prozent erfolgt. Um von einer im Kaufzeitpunkt weitgehend feststehenden Ablaufrendite zu profitieren, können Laufzeitfonds eine interessante Alternative sein.

Bei Investmentfonds mit dem Schwerpunkt Unternehmensanleihen empfehlen wir derzeit eine Fokussierung auf Anleihen höherer Qualität. Beigemischte Non-Investmentgrade-Anleihen sollten eine Bonität aufweisen, die zumindest nur knapp unterhalb eines Investmentgrade-Ratings liegt. Bei schwächeren Emittenten sehen wir angesichts der Kombination von wirtschaftlichem Abschwung, erheblich höheren Zinskosten und deutlich schwierigerem Zugang zu Finanzierungen ein ungünstiges Chance-Risiko-Verhältnis.

Schwellenländer - vorsichtiger Einstieg attraktiv

Rendite Barclays EM Hartwährungsanleihen



Ein Umfeld steigender US-Zinsen war in der Vergangenheit häufig ungünstig für Schuldner aus den Schwellenländern (Emerging Markets), da Investoren in solchen Situationen eher auf die sichere Alternative in den USA gesetzt haben. Nun erwarten wir jedoch für 2023 ein Auslaufen des Zinserhöhungstrends. Damit werden nach der erfolgten scharfen Korrektur auch Anleihen aus Schwellenländern wieder interessanter. Mit Renditen knapp unter 8 Prozent bieten Emerging-Markets-Anleihen in US-Dollar eine Verzinsung, die auf Augenhöhe der langjährigen Rendite des Aktienmarktes liegt. Derartige Renditeaussichten bestanden seit der Finanzkrise 2008/09 nicht mehr.

Auf der fundamentalen Seite sind die Aussichten recht solide. Für 2023 sollte beispielsweise eine mögliche Öffnung nach den Corona-Lockdowns in China dafür sorgen, dass sich das Wachstum erholt. Viele Schwellenländer haben zudem zuletzt eine hohe Resilienz gegenüber einer wirtschaftlichen Abschwächung gezeigt, das gilt z. B. für Länder in Südamerika, die von hohen Agrarpreisen profitieren. Für Anlagen in Schwellenländer-Anleihen setzen wir auf einen aktiven Fonds, der in seinem Portfolio sowohl Staatsanleihen als auch Unternehmensanleihen ausschließlich guter Bonität enthält.

Fremdwährungen - nach wie vor ein attraktiver Baustein

In den vergangenen Jahren waren Fremdwährungsanleihen für Euro-Investoren eine der wenigen Möglichkeiten im Anleihebereich, von einer deutlich positiven Verzinsung zu profitieren, da andere Notenbanken erheblich früher mit ihrem geldpolitischen Straffungskurs begonnen hatten als die EZB. Gleichzeitig sorgte die zögerliche Haltung der EZB zu einer Abkehr von ihrer Geldpolitik der Ultraniedrigzinsen für einen Wertverfall des Euro, der zu Kursgewinnen bei vielen Fremdwährungen führte. Nach wie vor sind viele Argumente noch gültig: Viele Länder außerhalb der Euro-Zone sollten 2023 von einer deutlich dynamischeren Wirtschaftsentwicklung profitieren als die Euro-Länder. Damit bleibt die Zinsdifferenz teilweise erhalten. Wichtiger erscheint aber ein strukturelles Investitionsmotiv: Fremdwährungsanlagen dienen der Diversifikation und sind damit ein wichtiger Sicherheitsbaustein. Auch wenn die Länder der Euro-Zone derzeit als recht einig auftreten, erscheint es vor dem Hintergrund der vielfältigen Herausforderungen (neue Ausgaben für Sicherheit und Energiewende, Schuldenstand, wirtschaftliche Schwäche, Zinsanstieg) sinnvoll, auch für wieder spannungsreichere Zeiten vorzusorgen.

Fazit

Nach vielen Jahren der Niedrigzinsphase sind Anleihen erstmals wieder eine echte Anlagealternative. 2022 dürfte mit der in vielen Bereichen des Anleihemarktes historisch schlechten Wertentwicklung einen klaren Wendepunkt markieren. Durch den Zinsanstieg sind viele Teilbereiche des Anleihemarktes eine realistische Anlagemöglichkeit. Institutionelle Anleger wie Versicherungen, Pensionsfonds und Stiftungen waren in den vergangenen Jahren oft gezwungen, höhere Risiken in der Anlage in anderen Anlageklassen als gewohnt und gewollt einzugehen, da ihnen ein Investment in Anleihen teilweise aufgrund negativer Zinsen verwehrt war. Diese Gelder sollten nun sukzessive in die Anleihemärkte zurückfließen, viele Investoren werden nach wie vor unterinvestiert in Anleihen sein. Das dürfte in besonderem Maße auch auf Privatanleger zutreffen. Damit kommt dem Aufbau eines gut diversifizierten Anleiheportfolios eine hohe Bedeutung in der Anlagestrategie 2023 zu. Neben den hier besprochenen Teilbereichen dürfte auch dem Timing des Bestandsaufbaus insgesamt eine wichtige Rolle für die Wertentwicklung beikommen. Hier sollten Anleger angesichts der erwarteten Schwankungen opportunistisch agieren. Sind die Renditen am oberen Ende der

erwarteten Spanne, sollten eher die längeren Laufzeiten aufgebaut werden. Liegen die Renditen unten, sollten die kürzeren Fächer der Fälligkeitenstruktur befüllt werden. Ähnliches gilt für die Bonitätsverteilung: Bei hohen Risikoaufschlägen sollten die etwas chancenreicheren Anlagen im Vordergrund stehen und umgekehrt. Anlegen in Anleihen ist jetzt tatsächlich „wie früher“, auch wenn insbesondere jüngere Anleger diese Zeiten noch gar nicht aktiv erlebt haben.

Aktienmarkt: Deutliches Erholungspotenzial im Jahresverlauf

Ein sehr turbulentes Aktienjahr, welches beileibe viele Nerven gekostet hat, liegt hinter uns. Die Bären-Fraktion unter den Investoren gab fast über das komplette Zeitfenster bis in das vierte Quartal hinein die Richtung an den Kurstafeln vor. 2022 war bekanntlich geprägt von zahlreichen Belastungsfaktoren, die es in ihrer Einflussnahme und Gewichtung permanent zu berücksichtigen galt. Eine hochfrequentierte Überprüfung des Prognoserahmens war die unmittelbare Folge. So ließ die Robustheit von Vorhersagen im Umfeld einer strukturellen Umbruchphase spürbar nach, wenngleich die Aktienmarktprognose im Vergleich mit anderen Disziplinen noch auf relativ festen Füßen stand.

Der Blick nach vorne fällt keineswegs viel einfacher aus. Wie auch? Das Gros der Risikothemen kennt logischerweise keinen kalendarischen Neuanfang, sondern wird in großen Teilen auch die Investitionsentscheidungen zu Beginn des Börsenjahres 2023 determinieren. Fest steht, über die nachhaltig vollzogene Zinswende verlor die jahrelang bevorzugte Investorenmentalität in Gestalt des Akronyms „TINA“ (There Is No Alternative) ihre Daseinsberechtigung. Die Konkurrenzlosigkeit von Aktien ist ein Merkmal vergangener Jahre, nicht der kommenden. Das Zinserwachen spielt ergo auch eine entscheidende Rolle bei der Evaluierung des Aktienmarktes.

Folgerichtig verdient die Bewertung der Anlageklasse Aktien mit dem Wechsel des Schutzpatrons der letzten Dekade in Person der Währungshüter auf die andere Spielfeldseite auch keinen pauschalen Liquiditätsbonus mehr. Wir verlassen uns bei der Formulierung der Kursziele für das Jahr 2023 also ausschließlich wieder auf traditionelle, lehrbuchmäßige Parameter.

DAX versus 12-Monats-Gewinnschätzung

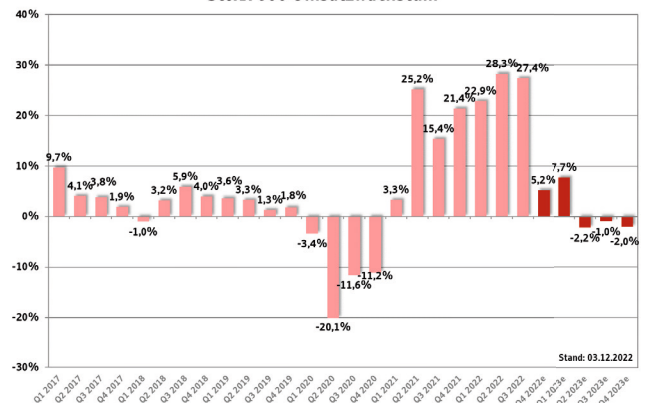


In einer Welt ohne den gedanklichen Rückzug auf die Liquiditätshilfen seitens der Geldpolitiker kommt der Einschätzung der Ertragsperspektiven für die Aktienmarktprognose eine noch essentiellere Bedeutung zu.

Aus dem längeren statistischen Blickwinkel bleibt die Entwicklung der Unternehmensgewinne sowieso der wichtigste singuläre Einflussfaktor für die Notierungen der börsengehandelten Gesellschaften. Denn bekanntermaßen können Konzerne, die in der Lage sind, stattliche Resultate zu erzielen, diese für veritable Dividendenausschüttungen und bzw. oder Aktienrückkaufprogramme verwenden. Reichhaltige Profite bilden also das Fundament für die Wertsteigerung einer Aktie.

Durch das schwierige Geschäftsjahr 2022 manövrierten sich die meisten Unternehmen auf beiden Seiten des Atlantiks ohne Umschweife überraschend gut. Vermutbare negative Umsatz- und Gewinnwarnungen blieben über weite Strecken die Ausnahme. In einem bereits mauen weltwirtschaftlichen Umfeld gelang es vielen Gesellschaften, die höheren Eingangspreise an die Kunden weiterzugeben und die Profitabilität zu schützen. Auch Nachholeffekte aus der Corona-Krise führten in der Konsequenz zu leicht steigenden Gewinnen in dem Zwölfmonatszeitraum. Für die guten Ergebnisse auf Indexebene zeichneten vor allem die Vertreter aus dem prosperierenden Energiesektor hauptverantwortlich. Hierzulande kam ferner der massiv schwächelnde Euro den exportorientierten Konzernen in der Erfolgsrechnung zugute.

Stoxx 600 Umsatzwachstum

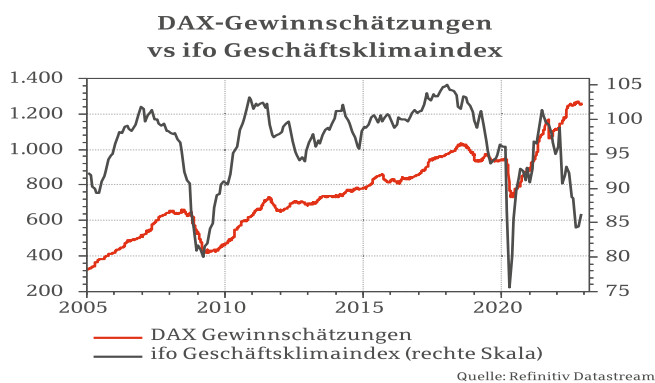


Quelle: Refinitiv Datastream

Wie fallen nun die Indikationen für die Unternehmensgewinne in 2023 aus?

Der Blick nach vorne kann im Angesicht rezessiver Tendenzen in vielen großen Volkswirtschaften und der angespannten Kostenseite für die Ertragsperspektiven nicht rosig sein. Wenig verwunderlich tun sich bereits heute die Unternehmen immer schwerer, die inflationsbedingt aufgepolsterten nominalen Erlöszuwächse in ebenso solide Gewinne zu veredeln.

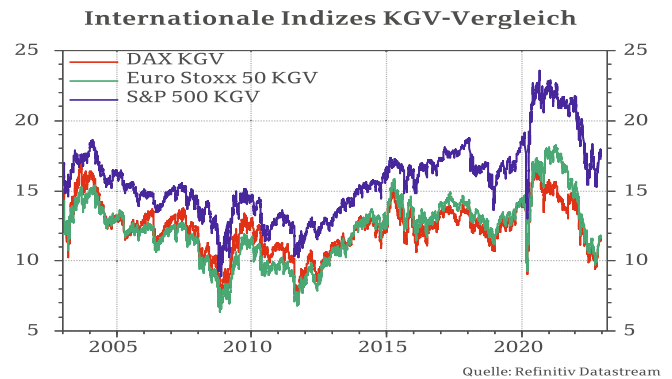
Die trüben Aussichten materialisierten sich mit Blick auf die Analystenschätzungen für die Gewinne der kommenden 12 Monate - die von uns bevorzugte Überschussgröße für die Bewertungsmodelle - aber überhaupt noch nicht. Gerade jenes ist aus unserer Sicht ein Phänomen dieser turbulenten Zeit. Alleine der Anstieg in Höhe von rund 10 Prozent seit Beginn der kriegerischen Auseinandersetzungen in Europa weckt unser Erstaunen - selbst in der Annahme, dass viele Unternehmen anpassungsfähig sind und herausfordernde Situationen vielfach besser meistern als intuitiv angenommen. Der logische Zusammenhang von Ertragschätzungen unter anderem in Relation zu aussagekräftigen konjunkturellen Frühindikatoren hat sich in den vergangenen Monaten nahezu komplett gelöst.



Kurzum, die konsensweiten Gewinnannahmen sind aus unserer Sicht nach wie vor zu hoch angesetzt. Konkret prognostizieren wir angesichts der heraufziehenden Rezession für die aggregierten Ertragsprognosen des deutschen Leitindex einen Abschlag von 10 Prozent - abgeglichen mit Rückgängen bei milden Krisenverläufen. Aufgrund der resilienteren Geschäftsmodelle und der bereits vollzogenen Revisionen im Nachgang der jüngsten Quartalsberichterstattung nehmen wir in den USA keine weitere pauschale Reduktion vor. Vielmehr gehen wir davon aus, dass die sukzessiv größer werdende Einflussnahme des vermeintlich freundlicheren Geschäftsjahres 2024 den Gewinnschätzungen vermehrt unter die Arme greift.

Nicht minder wichtig für die Kurszielbestimmung ist insbesondere auch die Anpassung der Diskontierungssätze an das erwartete Zinsumfeld. Höhere Zinsannahmen führen ceteris paribus in der Konsequenz zu niedrigeren Barwerten und damit Kurszielen - et vice versa. Wir haben unter anderem für den risikolosen Zinssatz unsere Prognosen für die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von Deutschland und den USA implementiert.

Des Weiteren erscheint es bei der Wertermittlung nach wie vor überaus sinnvoll, auf eine Kombination aus Multiplikatoren- und Diskontierungsverfahren abzustellen. Ausgehend von optimistischeren Gewinnschätzungen bei gleichzeitig erheblich korrigierenden Notierungen haben sich die konventionellen Bewertungsmaßstäbe in 2022 in fast allen Regionen markant nach unten bewegt.



Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den DAX liegt auf dieser Grundlage aktuell bei 11,5 und damit deutlich unterhalb des historischen Durchschnittswerts der vergangenen Jahrzehnte. Wie angemerkt messen wir dieser offensichtlichen Unterbewertung wegen der immer noch nicht angepassten Gewinngröße im Zähler des Quotienten nur eine geringe Konfidenz bzw. Aussagekraft bei.

Bei der wichtigen Übung der Ermittlung eines angemessenen Bewertungsvielfachen haben wir zusätzlich Referenzzeiträume für den tonangebenden US-Aktienmarkt analysiert. Diese bilden unter anderem die absehbare Reduktion der Bilanzsumme und die erwartbare Leitinspolitik durch die amerikanischen Währungshüter sowie adäquate Zins- und Rezessionsumfelder ab. Ferner wurde bei der Festlegung eines Zielmultiplikators dem projektierten Inflationsverlauf Rechnung getragen.

Aus dem Konvolut an Einflussfaktoren auf die „faire“ Bewertung können wir uns für den deutschen Leitindex ein angemessenes KGV von 12 bis 13 sehr gut vorstellen sowie für den S&P 500 von 16 bis 17. In der Kombination mit dem unterstellten Gewinnabschlag ergäbe sich für die heimische Börse ein Kurspotenzial von 14.300 Punkten. Wenn wir die Methodik in Bezug auf den KGV-Multiplikator für den Euro Stoxx 50 anwenden, ließe sich in der Einzeldisziplin ein Kursniveau von 3.800 Zählern ableiten bzw. mit dem Blick über den Großen Teich für den marktbreiten S&P 500 von rund 4.200 Punkten.

Sensitivität: DAX-Multiplikator

DAX-Gewinn 2022/23(e)	-35%	-30%	-25%	-20%	-15%	-10%	Stagnation	5%	10%
DAX-Gewinneinheiten	930	965	1004	1046	1091	1141	1255	1318	1381
KGW-Multiplikator									
10,0	9.296	9.654	10.040	10.458	10.913	11.409	12.550	13.178	13.805
11,0	10.226	10.619	11.044	11.504	12.004	12.550	13.805	14.495	15.186
12,0	11.156	11.585	12.048	12.550	13.096	13.691	15.060	15.813	16.566
13,0	12.085	12.550	13.052	13.596	14.187	14.832	16.315	17.131	17.947
14,0	13.015	13.515	14.056	14.642	15.278	15.973	17.570	18.449	19.327
15,0	13.944	14.481	15.060	15.688	16.370	17.114	18.825	19.766	20.708
16,0	14.874	15.446	16.064	16.733	17.461	18.255	20.080	21.084	22.088
17,0	15.804	16.412	17.068	17.779	18.552	19.395	21.335	22.402	23.469
18,0	16.733	17.377	18.072	18.825	19.643	20.536	22.590	23.720	24.849

Quelle: Eigene Berechnungen

Abgerundet wird die Herleitung unserer Kursziele über ein Diskontierungsmodell (Constant Growth Model; Annahmen: langfristige Gewinnwachstumsrate von 1,0%, erwartete Eigenkapitalrendite von 7,0%, risikofreier Zins von 2,5%, politische Aktienrisikoprämie für Europa: 1,0%, Betafaktor 1,0). Hier ergibt sich für den DAX ein „angemessenes“ Level von etwa 16.300 Punkten sowie für den Euro Stoxx 50 von 4.300 Zählern. Mit den spezifischen Faktoren für den US-Markt (höhere langfristige Gewinnwachstumsrate, höherer risikoloser Zins) lässt sich ein Niveau von 4.000 Punkten errechnen.

Darüber hinaus setzen wir im Rahmen der quantitativen Prognosetechnik auf ein in Kooperation mit der Universität Hamburg entwickeltes Modell der multiplen Regressionsanalyse. Ziel ist es, die Wirkung vorlaufender Einflussgrößen auf den DAX quantitativ zu erfassen und auf dieser Grundlage eine mittelfristige Prognose abzuleiten. Essentielle Input-Variablen des Prognosemodells bilden der ifo Geschäftsklimaindex, die projizierten Gewinneinheiten sowie die Inflationsrate. Sie werden um die Themenkomplexe „Liquidität“ und „Risikoaversion“ ergänzt. Mit der Erfahrung aus diesem Börsenjahr gibt das Modell insbesondere eine gute Unterstützung, um die Tiefpunkte der Prognosespannen auszuloten.

Unter Einbeziehung aller Determinanten und Anwendung der vorgestellten Bewertungsmethoden veranschlagen wir für den DAX ein Kursziel von 15.300 Punkten per Jahresende 2023. Dieses Level impliziert wie auch für den Euro Stoxx 50 mit einem Zielwert von 4.050 Zählern eine mild verlaufende Gewinnrezession der größten Unternehmungen. Für den S&P 500 ergibt sich unter der gleichen Methodik ein Kursziel von 4.100 Punkten.

Die Ableitung der Prognoseränder referenziert auf der Unterseite auf historische Buchwert-Multiplikatoren in rezessiven Marktphasen. Das Ausloten der Tiefsturse verorten wir in der ersten Jahreshälfte, während die oberen Ränder eher gen Jahresende 2023 erreicht werden sollten, wenn die günstigeren Perspektiven von 2024 umfänglich eingepreist werden.

Welt: Relative Performance Value versus Growth



Quelle: Refinitiv Datastream

Resümee: In einer Aktienwelt ohne den bedingungslosen Support der Notenbanken in Form von massiven Liquiditätssalven und einer neuen, lange nicht erlebten Konkurrenzsituation mit festverzinslichen Papieren bei grundlegenden Investitionsentscheidungen erscheint das Aufwärtspotenzial von Dividendenpapieren erst einmal begrenzter. Die Schlüsselfunktion kommt wohl den Ertragsperspektiven der börsennotierten Unternehmen zu. Deren noch aufgestauter negativer Revisionsbedarf spricht aus unserer Sicht eben nicht für einen ruckelfreien Start in das Börsenjahr 2023, im Gegenteil. Den operativen Stress von einigen zyklischen Konzernen gilt es auch auf dem Parkett noch entsprechend zu verarbeiten. Eine näher rückende Abschwächung der mannigfaltigen Belastungsfaktoren aus 2022 - z. B. seitens der Lieferkettenprobleme - könnte dann von einer gedrückten Basis aus lukrative Rendite-Chancen innerhalb des Prognosebandes bereithalten. Zu konstatieren gilt, dass in einem Umfeld deutlich sinkender Inflationsraten und damit verbundener Entspannungssignale in der weltweiten Zinspolitik die Aktienmärkte für gewöhnlich ordentlich Rückenwind erfahren. Auf Basis unserer Inflations- und Zinsprojektionen würden wir ferner die performance-technisch erfolgreiche Priorisierung von Substanzwerten in 2022 für das neue Börsenjahr nicht wiederholen.

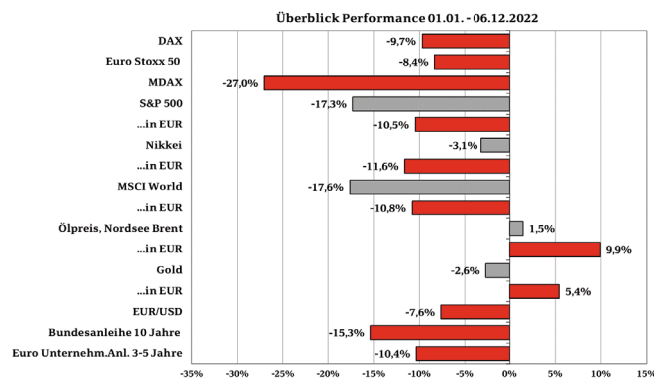
Aktienmarktprognosen 2023

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	14.371	11.800 - 15.300	15.300
Euro Stoxx 50 Index	3.943	3.000 - 4.050	4.050
S&P 500 Index	3.934	3.100 - 4.100	4.100
MSCI World Index	2.663	2.250 - 2.900	2.900

Stand 09.12.2022

Anlagestrategie: Zinserven in der neuen Welt

Bei einem Blick zurück auf die Entwicklung der unterschiedlichen Anlageklassen stechen mehrere, eher als ungewöhnlich einzustufende Entwicklungen hervor, andere sind aufgrund des Marktumfeldes zu erwarten gewesen oder erklären sich wiederum aus den Rahmenbedingungen. In Kenntnis, dass das Jahr 2022 den Beginn eines strukturellen Wandels eingeleitet hat, ist es fast schon erwartbar, dass dies auch zu einer Neubewertung der einzelnen Anlageklassen geführt hat. Dabei ist das Benennen der einzelnen Faktoren - ob der Krieg innerhalb Europas, zweistellige Inflationsraten, Preisexplosionen oder die Knappheit bei Energieträgern - fast schon müßig und willkürlich, da alles für sich genommen einer historischen Einordnung bedarf.



- Mit Ausnahme von Rohstoffen (Öl), und diese sind bekanntlich nur über den Terminmarkt zu Anlagezwecken zu erwerben, befinden sich alle Anlagen im negativen Terrain. Die häufig als nicht zu bezahlenden positive Effekte aus einer **Streuung** (Diversifikation) über möglichst viele Anlageklassen haben nicht gegriffen. Einzig die sehr starke Aufwertung des US-Dollar und zugleich die Schwäche des Euro haben für den Investor in heimischer Währung für Zuschreibungen gesorgt. So bedurfte es auch beim Gold dieser zusätzlichen Stimuli, dass der Euroinvestor noch ins Plus kam. Der eigentlich beim Gold zu erwartende Inflationsschutz lief ins Leere. Letzteres dürfte in der Breite auch für Immobilien Gültigkeit haben, nur dass dies mangels einheitlicher Marktpreise nicht so sichtbar ist.
- Es muss für das Jahr 2022 konstatiert werden, dass Vermögenzuwächse, gemessen an den verbreiteten Indizes, nicht stattgefunden haben und unter Hinzurechnung der Inflation die Vermögen entwertet wurden. Dies ist ein alles in allem nicht nur seltener, sondern auch höchst unerfreulicher Vorgang. Beim etwas weiteren Blick zurück sollte allerdings nicht vergessen werden, dass dem eine über

Jahre andauernde Vermögensaufwertung gegenübersteht, die gesponsert durch viel zu viel Liquidität/Geld und nicht marktgerechte Negativzinsen zu permanenten Höherbewertungen und somit zu der bekannten Asset-Inflation geführt hat. Die durch die viel zu hohen Preissteigerungsraten erzwungene Abkehr der bisherigen Notenbankpolitik und die damit verbundene **Rückkehr des Zinses** sorgen nunmehr für den Abbau von Übertreibungen und zukünftig für ein neues Gleichgewicht. Dieser Vorgang ist - wann auch immer - zu erwarten gewesen und begrüßenswert.

- Die größten Enttäuschungen gehen zweifellos von der Anlageklasse aus, die vermeintlich mit der höchsten Stabilität aufwarten sollte: Den **Anleihen**. Hier schlugen deutlich Kursverluste bei den bonitätsstarken langfristigen Anleihen Deutschlands im zweistelligen Prozentbereich zu Buche. Allerdings gilt es den Zusammenhang zwischen Kurswert und tatsächlichem Verlust zu berücksichtigen. Kommend aus der Ausgangsposition einer negativen Verzinsung mit einem Kupon von Null führten die Zinssteigerungen zu erheblichen Kurswertverlusten - einfach, weil neue Anleihen wieder einen (höheren) Zins hatten. Dabei blieb die Qualität des Emittenten Deutschland unverändert sehr gut. Über die Laufzeit der Anleihe wird dieser Kursrückgang wieder aufgeholt und bei Fälligkeit der Anleihe zum Nennwert zurückgezahlt. Die eigentliche Rückzahlung ist bei diesen sehr bonitätsstarken Anleihen keineswegs gefährdet. Wenngleich die beschriebene Entwicklung auch an dieser Stelle immer wieder herausgestellt wurde, blieb der Zeitpunkt des Zinsanstieges nur bedingt prognostizierbar und das Ausmaß war nicht zu erwarten. Während Kurzläufer sich noch relativ gut halten konnten, litten insbesondere die Anleihen mit sehr langen Laufzeiten. Besser erging es den auch hier als Beimischung empfohlenen Fremdwährungsanleihen, hier halfen ein durchweg höherer Kupon und die Währungskomponente. Im Bereich der Unternehmensanleihen führte eine Ausweitung der Renditeabstände zu Staatsanleihen (Spreads) zwar zu zusätzlichen marktbedingten Kursabschlägen, Abwertungen der Emittentenqualität durch Ratingherabstufungen blieben aber die Ausnahme.
- Mit „besser als erwartet“ im Hinblick auf die allgemeinen Rahmenbedingungen lässt sich das Ab-

schneiden der **Aktien** kommentieren. Insbesondere die bekannten Dickschiffe aus defensiven Branchen mit häufig hohen Dividendenrenditen konnten sich gut behaupten, haben nicht selten den Jahresvergleich im Plus beenden können. Per Saldo lagen somit die europäischen Titel sogar vor ihren Pendanten aus den USA. Bei Letzteren belasteten die hohe Bewertung und speziell bei Wachstumswerten die hohe Zinsempfindlichkeit. Somit führte unsere Empfehlung, wieder stärker auf Substanzwerte zu setzen, zu einem besseren Abschneiden.

Der Titel unseres Jahresausblicks für das Jahr 2023 und darüber hinaus lautet: **Zins erwachen in der neuen Realität**. Zum Ausdruck sollen hierin zwei zentrale Stoßrichtungen unserer Anlagestrategie kommen: Die Rückkehr des Zinses und die vielfältigen Herausforderungen in gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Hinsicht aus der Zeitenwende, die wir als neue Realität ansehen. Mit welchen Ausprägungen, Ableitungen und Herausforderungen wird uns diese neue Welt nun konfrontieren? Dabei gilt, dass die vor einem Jahr an dieser Stelle skizzierte Welt der Silbernen Zwanziger keiner grundsätzlichen Revision bedarf, sondern vielmehr einer Schärfung in einzelnen Punkten.

Die neue Realität

Der Übergang vom fossilen zum **digitalen Zeitalter** dürfte Unternehmen und Arbeitnehmer zugleich fordern, der Disruption standzuhalten. Mit dem Ausbau der **Erneuerbaren Energien** in eine weitgehend kohlenstofffreie Zukunft ist es dabei nicht getan. Mehr und mehr werden Arbeiten, unterstützt durch **Künstliche Intelligenz**, von Robotern und Computern übernommen. Auch der bestehende Fachkräftemangel und die neuen Herausforderungen aus der **Demographie** werden die Übernahme von jetzt noch menschlicher Kopf- und Handarbeit hin zur Automatisierung beschleunigen. Die über Jahre geübte Praxis von Outsourcing und Verlagerung in Billiglohnländer wird in Teilen einem Zurückholen von Produktion in Hochlohnländer weichen, dann aber mit hocheffizienten Prozessen der Automatisierung. Gerade nach den schmerzhaften Erfahrungen von Abhängigkeiten durch den Ukraine-Krieg und die Pandemie mit Störungen der Lieferketten wird **Sicherheit** im Allgemeinen, aber auch in Produktionsprozessen und in digitalen Anwendungen ein neues Narrativ darstellen. Wurden bislang Standortentscheidungen nahezu ausschließlich aufgrund ökonomischer Interessen - wo ist es am billigsten - getroffen, werden auch politische und gesellschaftliche Entscheidungen

in das Kalkül einbezogen. Der mittlerweile offen ausgetragene Kampf zwischen China und den USA um die wirtschaftliche und systemische Vormachtstellung wird zunehmend Handelsströme neu ordnen. Zu erwarten ist somit keine De-Globalisierung, sondern eher eine verstärkte **Re-Globalisierung** unter Freunden. Welche direkten Effekte sind aus diesen strukturellen Umbrüchen nun zu erwarten? Mehr oder weniger liegt es auf der Hand, dass Unternehmen, die diesen Wandel direkt forcieren und mit ihren Produkten und Dienstleistungen ermöglichen, von einer hohen Nachfrage ausgehen können. Dies muss dann zwar nicht zwangsläufig mit hohen Margen und Bewertungen einhergehen, die grundsätzliche Voraussetzung von Rentabilität ist aufgrund des wachsenden Marktes aber gegeben. Aus der volkswirtschaftlichen Brille betrachtet ist vergleichsweise einfach abzuleiten, dass all diese Effekte zu einer zusätzlichen und wohl auch dauerhaften Preissteigerung führen werden, da das bisherige Primat - der niedrigste Preis - eine Ablösung erfährt. Im Ergebnis sorgte die Globalisierung über Jahre für Preisniveaustabilität und damit niedrige Zinsen und vor allem Wohlstand. Im Ergebnis dürften somit die (realen) Wachstumsraten eher gedrückt werden und das Preisniveau in etwa einen Prozentpunkt oberhalb des Durchschnitts der letzten Jahre liegen. Die Zentralbanken werden es sich schlichtweg nicht leisten können, bei diesen Rahmenbedingungen so politisch zu handeln, wie es insbesondere die EZB getan hat, da ihr primäres Ziel, für Geldwertstabilität zu sorgen, sich nicht mehr automatisch einstellt. Darüber hinaus dürfte der Staat sich berufen fühlen, diese Prozesse aktiv zu lenken und im Sinne der Verteilungsgerechtigkeit zu agieren. Somit heißt die Ableitung **mehr Staat und weniger Markt**.

Der Vollständigkeit halber zu erwähnen ist, dass die skizzierten Umbrüche sich nicht ad hoc und sofort einstellen, sondern ein sich über Jahre hinziehender Prozess mit unterschiedlicher Dynamik die wahrscheinlichere Variante ist.

Szenarien: Gold, Silber oder Eisen?

Dass die oben skizzierten Entwicklungspfade nicht in Stein gemeißelt sind, versteht sich bei der Art von Veränderung von selbst, sei hier aber noch einmal erwähnt. Gerade bei strukturellen Veränderungen hat sich das Denken in Szenarien bewährt. In unserem Langfristausblick haben wir neben dem aufgezeigten Weg - dem silbernen - zusätzlich ein besseres und schlechteres verarbeitet. Während das goldene Szenario von einer friedlichen und produktiven Koexistenz

der Staaten und einer gelungenen Transformation in der Energiepolitik ausgeht, verhaken sich die Staaten im eisernen Szenario mehr und mehr in dem systemischen Wettlauf, die CO₂-Ziele werden nicht erreicht und Inflationsraten drohen sich dauerhaft zu entankern. Die hier getätigten Empfehlungen beziehen sich auf das als am wahrscheinlichsten angesehene silberne Szenario. Die beiden anderen Szenarien zeigen uns die Risiken auf, die demnach auf-, aber auch abwärtsgerichtet sein können.

Zinserwachen

Zinsanlagen, die noch vor kurzem eher als zinsloses Risiko beschrieben wurden, was in dieser einseitigen Form sicherlich nicht zutrifft, sind zurück auf dem Spielfeld und dürften dementsprechend wieder ihrer alten Rolle in der Vermögensstruktur gerecht werden. Unbestritten ist dabei, dass es angesichts der aktuell horrenden Inflationsraten nicht möglich sein wird, einen realen Kapitalerhalt zu erreichen. In der Erwartung, dass die mittelfristigen Preissteigerungsraten zwar höher ausfallen werden als in den letzten Jahren, aber nach einer Übergangszeit in einem Intervall zwischen 2,5 und 3,0 Prozent liegen, sollte dann auch ein realer Kapitalerhalt erreichbar sein. Wir unterstellen dabei, dass die führenden Notenbanken vorerst ihren Zinserhöhungskurs mit geringerer Dynamik fortsetzen und die mittelfristigen Inflationsraten verankert bleiben. Vor diesem Hintergrund sehen wir das weitere Potenzial von Zinssteigerungen im langfristigen Laufzeitenbereich als begrenzt an. Hier eine abwartende Haltung einzunehmen und auf Liquidität zu setzen, auch wenn diese nominell nichts mehr kostet, erscheint aufgrund der dann nicht realisierten Zinserträge wenig ratsam. Als gute Ergänzung für das nicht auszuschließende Risiko von stärkeren Zinssteigerungen empfehlen wir Anleihen mit variabler Verzinsung (Floater). Sowohl für das kurze als auch das lange Ende der Zinsstrukturkurve ergeben sich gute Möglichkeiten, mit diesen Anleihen von dem Zinsanstieg zu partizipieren. Grundsätzlich erscheint es uns aufgrund der allgemeinen unsicheren Rahmenbedingungen angebracht, hohe Maßstäbe an die Emittentenbonität anzusetzen. Neben dem sukzessiven Aufbau einer kompletten Laufzeitenstruktur qualitativ bester Schuldner, mit einer dann durchschnittlichen Laufzeit im mittelfristigen Bereich um die fünf Jahre, ergeben sich weitere Möglichkeiten der Portfolioergänzung. Zuallererst sind hier angesichts attraktiver Renditeaufschläge Unternehmensanleihen zu nennen. In den weiteren Fokus rücken auch Emittenten aus den Emerging Markets. Hier bevorzugen wir sogenannte Hartwährungs-Anleihen, in aller

Regel ist hier der US-Dollar die Basis. Die Bonität sollte im Bereich Investmentgrade liegen. Da die Renditen in der Nähe denen der Aktien liegen, sind auch die Risiken dieser Gattung mit denen von Aktien vergleichbar. Beachtet werden muss zudem das Wechselkursrisiko. Letzteres gilt grundsätzlich auch für Fremdwährungsanleihen guter und sehr guter Qualität, die wir weiterhin empfehlen, allerdings in einer reduzierten Gewichtung. Wir raten zu einer breiten Streuung unterschiedlicher Währungen, um das US-Dollar-Risiko zu begrenzen. Als Fazit lässt sich festhalten: Das Zinserwachen als solches und isoliert für sich genommen ist trotz aktuell viel zu hoher Inflationsraten ein echter Gewinn. Die vielfältigen Möglichkeiten zum Aufbau eines robusten und rentierlichen Anleihen Portfolios sollten genutzt werden.

Aufstellung 2023

Welche konkreten Schlüsse ziehen wir jetzt bezogen auf die Strategie und Selektion für das Jahr 2023? Neben den strukturellen Entwicklungen dürften auch konjunkturelle Ausprägungen das kurzfristige Börsengeschehen kennzeichnen. Stand heute gehen wir von einer milden Rezession in den USA und einer ausgeprägteren in Deutschland aus, so dass wir in dieser Phase eher vorsichtig und defensiv aufgestellt bleiben. Bei Aktien spricht das eher für Substanzwerte und bei Festverzinslichen für eine gute Kreditqualität. Dabei gilt es, die hohe Inflation durch zufließende Erträge bestmöglich abzufedern. Rückläufige Preissteigerungsraten könnten im weiteren Jahresverlauf für eine abwartende Haltung der Notenbanken im Hinblick auf weitere Zins-schritte sorgen und für mehr Zuversicht bei den Unternehmen und am Kapitalmarkt. Dies würden wir dann für eine stärkere Gewichtung von Wachstumswerten und zyklischen Unternehmen nutzen. Zudem dürften sich die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen leicht reduzieren. Insgesamt wird die Allokation von einem Höchstmaß an Streuung geprägt, über die Anlageklassen hinweg und innerhalb der Anlageklassen. Liquidität hat dabei nur eine Berechtigung für die taktische Allokation, da sie weder höhere Erträge noch Kursgewinne liefern kann und als Inflationsschutz ungeeignet ist. Unserem Gedanken der Internationalisierung bleiben wir treu, eine Absicherung der Währungskomponente empfehlen wir auch aufgrund der Kosten derzeit nicht. Angesichts der massiven Stärke des US-Dollar im Jahr 2022 verringern wir unsere Fremdwährungsquote bei Anleihen. Gold dürfte sich bei Auslaufen der Zinssteigerungen und immer noch hoher Inflation stabilisieren bzw. erholen. Immobilien bleiben,

trotz verringerter Quote, schon aus Gründen des Inflationsschutzes fester Bestandteil. Im Bereich der Spezialinvestments favorisieren wir weiterhin Beteiligungen an Erneuerbaren Energien. Den größten Handlungsbedarf sehen wir bei Anleihen. Hier gilt es, neben dem bonitätsstarken Kernbereich attraktive Beimischungen mit höheren Renditen zu etablieren. Im Hinblick auf die strukturellen Herausforderungen etablieren wir Aktien von Unternehmen mit dem klaren Fokus und einem entsprechenden Reinheitsgehalt auf die Gestaltung der neuen Realität. Bei diesen sehr gezielten Engagements favorisieren wir ein **aktives Vorgehen** auf Basis von Investmentfonds oder Aktienresearch mit spezieller Expertise zur Auswahl von Einzeltiteln.

- **Dekarbonisierung:** Hier sind Unternehmen zu finden, die in ihrer Grundausrichtung eine kohlenstofffreie Zukunft erst möglich machen. Zu nennen sind Aktivitäten im Bereich von **Erneuerbaren Energien** und der notwendigen Infrastruktur. Auf der zweiten Stufe werden Unternehmen ergänzt, die Produkte und Dienstleistungen zur Verfügung stellen oder ihren Fertigungsprozess in besonderem Maße auf die Herausforderungen ausgerichtet haben.
- **Rohstoffe:** In der neuen - nicht mehr fossilen - Welt wird Strom und das Speichern von elektrischer Energie eine überragende Bedeutung haben. Die dafür notwendigen Rohstoffe, insbesondere Metalle, werden somit einen dauerhaften Nachfrageschub haben. Wir setzen hier auf gezielte Engagements in Bergbauunternehmen.
- **ESG:** Auch, wenn die bestehenden Konzepte durch die Zeitenwende und den Angriffskrieg Russlands in Teilen einer Nachschärfung bedürfen, steht es außer Frage, dass Nachhaltigkeit sich bei den Investoren als ein übergreifender Parameter weiter festsetzen wird.
- **Digitalisierung:** Ein in Teilen immer noch unterschätzter Trend, der allerdings mehr und mehr die sogenannte Alte Welt verdrängt, häufig zu monopolistischen Strukturen führt und enorme Skalierungen ermöglicht. Im Kern geht es um die Hoheit über Daten und damit über ein extrem großes Machtpotenzial. Vor diesem Hintergrund glauben wir, dass breit angelegte Technologieengagements in Verbindung mit der Thematik Datensicherheit eine sehr gute Positionierung darstellen.
- **Automatisierung:** Das Zurückholen und Verlagern von Produktion in Hochlohnländern wird unter den

scharfen Bedingungen des Wettbewerbes nur erfolgreich sein, wenn zugleich die Möglichkeiten der Digitalisierung in Verbindung mit künstlicher Intelligenz und Automatisierung voll ausgeschöpft werden.

- **Demographie:** Die Verschiebung der Altersstruktur sowie in vielen Ländern das Schrumpfen der Bevölkerung sind ein extrem weitgehender Trend, der nahezu in allen gesellschaftlichen und ökonomischen Bereichen zu Tage tritt. Wir konzentrieren uns hier auf die Segmente Ernährung, Medizintechnik und Biotechnologie.

Welchen Herausforderungen steht nun der Anleger gegenüber und welche grundsätzlichen Leitlinien sind daraus abzuleiten?

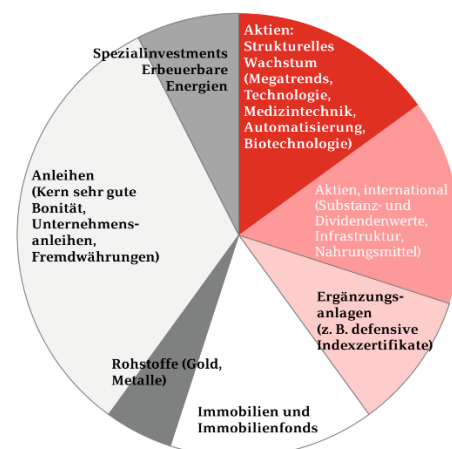
1. **Investieren:** In einer Welt ohne Zins und geringer Preissteigerung sind die Opportunitätskosten bei hohen Liquiditätsquoten vergleichsweise gering. Das hat sich geändert. Die enorm hohen Inflationsraten verursachen einen permanenten Schwund des realen Vermögens. Dem gilt es mittels Investitionen aktiv entgegenzutreten. Wengleich ein realer Kapitalerhalt auf Sicht des nächsten Jahres schwer darstellbar sein dürfte.
2. **Strategie vor Taktik:** In strukturellen Phasen des Umbruchs versagen häufig die auf die Alte Welt eingestellten Prognosemodelle. Der taktische Erfolg bleibt aus oder verkehrt sich ins Gegenteil. Gerade höhere taktische Allokationsquoten verhindern dann eine Partizipation an den langfristigen Trends. Mit der gut und individuell aufgestellten strategischen Allokation sollte eine Abfederung eher gelingen als mit hektischen Kauf- und Verkaufsaktivitäten, insbesondere, wenn sie den Investitionsgrad stark verändern. Das heißt nicht, dass z. B. konjunkturelle Faktoren und Bewertungen von Anlageklassen zu ignorieren sind. Deren Berücksichtigung kann bei hoher Disziplin sehr wohl einen Mehrwert liefern.
3. **Streuen:** Für 2023 gilt eine zentrale Botschaft: Das Vermögen mittels einer breiten Streuung resilienter und robuster zu machen. Mit Staatsanleihen negativer Verzinsung fehlte in den letzten Jahren das klassische Instrument der Diversifikation. Dies hat sich geändert. Anleihen auch sehr guter Emittenten sind wieder zinstragend und sollten auch im Hinblick auf die Diversifikation ihrer Rolle insbesondere gegenüber Aktien gerecht werden. Da heute das Ausmaß und die Dynamik des

disruptiven Wandels nur bedingt abgeschätzt werden können, empfehlen wir eine möglichst breite Streuung durch Berücksichtigung möglichst vieler Anlageklassen - auch innerhalb der einzelnen Bausteine der Vermögensstruktur. Dieses Vorgehen kann zwar zu Abstrichen der erwarteten Rendite führen, sollte aber auf die Robustheit und Stabilität positiv ausstrahlen.

4. **Internationalisierung:** Das Narrativ der Globalisierung hieß möglichst viel Handel zum günstigsten Preis. Insbesondere Deutschland und China nahmen dabei eine Vormachtstellung ein. Die neuen Handelspraktiken werden durch Sicherheit, weniger Abhängigkeit und damit neuen Blockbildungen auch von Seiten der Politik geprägt. Welche Rolle Europa dabei einnehmen wird, ist noch weitgehend unklar. Somit gilt auch hier, eine möglichst breite internationale Ausrichtung anzustreben, um Risiken aus der Neuorientierung bestmöglich abzufedern.
5. **Inflationsschutz:** Die Inflation ist zurück und es besteht die realistische Annahme, dass sie zumindest für die nächsten beiden Jahre noch massiv hoch ausfallen und dauerhaft ein höheres Niveau ausbilden wird. Auch wenn das Ziel realen Kapitalerhalts kurzfristig kaum erreichbar sein wird, sollte das Vermögen auf eine größtmögliche Immunisierung getrimmt werden. Grundsätzlich sollten reale Anlagen in Sachwerten, wie Aktien, Immobilien und Rohstoffe/Gold eine bessere Schutzfunktion ausüben als Finanzanlagen/Anleihen. In der jeweiligen Selektion ist dann zu beachten, ob beispielsweise Mieten inflationsindexiert sind oder Unternehmen auch die entsprechende Preissetzungsmacht haben. Bei den festverzinslichen Wertpapieren hilft wiederum eine breite Aufstellung, um einerseits die Rendite zu steigern, aber andererseits die Risiken nicht über Gebühr anwachsen zu lassen.
6. **Zinserwachen:** Die Rückkehr des Zinses führt in der jetzigen Übergangsphase zu empfindlichen Anpassungen der Vermögenswerte, da der Diskontierungsfaktor gestiegen ist. Bestes Beispiel sind hier die reduzierten Kurswerte bei Anleihen. Nach vorne blickend erleben Zinspapiere eine Renaissance, da sie an Attraktivität deutlich gewonnen haben und die Bildung von konservativen Vermögensstrukturen wieder sinnvoll ist.
7. **Trends:** Langfristige Trends prägen das allgemeine Wirtschaftsgeschehen und auch den Kapitalmarkt. Zudem sind sie häufig disruptiv und begrenzen das

Wachstum von etablierten Unternehmen bis hin zu deren Ausscheiden mangels Nachfrage oder Wettbewerbsfähigkeit. Vor diesem Hintergrund wird die Depotstruktur mit den auch hier genannten Trendthemen auf die Zukunft ausgerichtet. Da nicht alle dieser Trend-Unternehmen sich durchsetzen werden und Wachstumsunternehmen in der Regel hoch bewertet sind, sollten als Anker auch Substanzwerte enthalten sein, die für verlässliche Ausschüttungen sorgen.

Vermögensstruktur: In der Vermögensstruktur wird beispielhaft für einen Kunden mit mittlerer Risikobereitschaft die Aufteilung der Anlagemittel vorgenommen.



Liquidität: Das Halten von Liquidität hat den Vorteil der geringen bzw. nicht vorhandenen Schwankung. Dem stehen entgangene Erträge bei Festverzinslichen und die wohl auch geringeren Diversifikationseffekte entgegen. Daher verzichten wir gerade aufgrund der immens hohen Inflationsraten weitgehend auf Liquidität. Davon ausgenommen sind Dispositionen im Bereich von taktischen Allokationsentscheidungen und selbstverständlich Kontoguthaben des täglichen Bedarfes oder für geplante Ausgaben.

Aktien: Aktien haben in der neuen Realität durchaus ernstzunehmende Wettbewerber bekommen. Waren die Renditeerwartungen von Aktien in Zeiten des Negativzins insbesondere im Vergleich zu Anleihen nahezu konkurrenzlos hoch, rückt das Feld nunmehr wieder dichter zusammen. Ergänzungsanlagen, Spezialinvestments und Anleihen „knabbern“ am Aktienanteil. Jetzt allerdings vom Aktienuntergang zu sprechen, wäre genauso falsch, wie die Attraktivität der genannten Anlageklassen zu ignorieren. Zumindest zwei übergeordnete Sachverhalte sprechen für Aktien. 1. Diese sollten mit einem Umfeld hoher Inflationsraten ten-

denziell besser umgehen können als Anleihen, da Unternehmen ihre Geschäftspolitik gestalten können und am Ende ihre Gewinne von dem nominell hohen Wachstum der Volkswirtschaft profitieren. 2. Aktie ist nicht Aktie: So ist ein Unternehmen, welches den Luxusmarkt bedient, anders einzuschätzen, als ein Unternehmen des Massenkonsums oder der zyklischen Chemieindustrie. Im Ergebnis sollte somit der Aktienausswahl eine noch zentralere Rolle zufallen. Alles in allem erachten wir auf mittlere Sicht durchschnittliche Aktienrenditen von 5 bis 6 Prozent per anno für wahrscheinlich. Für das Jahr 2023 erwarten wir eher eine Achterbahnfahrt als eine schwankungsarme und kontinuierliche Entwicklung. Unklar bleibt bis auf weiteres die Schärfe der erwarteten Rezession in den USA und Deutschland und damit wohl direkt verbunden die Entwicklung der Inflationsraten. Gäbe es hier eine wesentliche Entspannung, dürften die Notenbanken deutlich moderatere Kommentierungen wählen und die Marktteilnehmer auf sinkende oder sogar fallende Renditen hoffen. Alleine die Erwartungen dürften ausreichen, dass Aktien Morgenluft wittern und wieder verstärkt Wachstumswerte gesucht werden. Wann dies an der Börse relevant sein wird, ist schwer einschätzbar, wahrscheinlich eher später als früher. Zudem können auch unsere beiden Schwarzen Schwäne, der Ukraine Krieg und Corona, mit unerwarteten Entwicklungen die Börsen - in die eine oder andere Richtung - maßgeblich beeinflussen. Da die Notenbanken angesichts der aus dem Ruder gelaufenen Inflationsraten kaum als Retter mit neuen Liquiditätssalven eingreifen werden, kann das Jahr ausgesprochen volatil werden. Anhand unterschiedlicher Bewertungsmodelle gehen wir im Jahresverlauf von einer Spanne von 11.800 bis 15.300 Punkten beim DAX aus. Tendenziell erwarten wir den oberen Bereich der Spanne eher zum Jahresende. Das US-Pendant dürfte aufgrund nach wie vor hoher Bewertung in 2023 etwas zurückbleiben, so dass wir 4.100 Punkte am Jahresende für realistisch ansehen. Dies ist auch der Grund, weshalb wir - trotz der Zukunftsausrichtung vieler US-Unternehmen im Bereich der Digitalisierung - amerikanische Unternehmen im Verhältnis zum Welt-Aktienindex (67 %) eher untergewichten. Spannend wird allemal, ob 2023 eher ein Value- oder Growth-Jahr werden wird. Bei Betrachtung der fragilen Ausgangslage spricht alles für Value bzw. Substanz. Angesichts der deutlichen besseren Entwicklung der Substanzfraktion in 2022 und der zurückgekommenen Bewertung bei Wachstumsunternehmen glauben wir eher an ein Unentschieden, mit Vorteilen von Substanz zum Jahresstart. Somit plädieren wir für eine **Gleichgewich-**

ung von Substanz- zu Wachstumswerten. Als interessant schätzen wir auch die Emerging Markets ein. Da der chinesische Markt dabei eine herausragende Rolle einnimmt, warten wir allerdings vorerst ab, wie sich die Situation in China rund um die Lockdowns sowie die wirtschaftliche und politische Situation weiter entwickeln werden. Bei der Branchengewichtung favorisieren wir aktuell die Unternehmen der Industrie, die im besonderen Maße von dem Umbau zur kohlenstofffreien Welt und der notwendigen Automatisierung/Digitalisierung profitieren sollten. Als attraktiv sehen wir auch Unternehmen aus dem Segment der Luxusgüter an, da diese sich auch in Krisenzeiten auf ihre zahlungskräftige Kundschaft verlassen können. Unter der Maßgabe, dass die erwartete Rezession nicht zu tief ausfällt und nicht zu lange anhält, dürften Banken durch die Zinskomponente profitieren. Die erwarteten hohen Schwankungen sowie ein reges Umschaltspiel zwischen Substanz- und Wachstumswerten könnten für kurzfristige Transaktionen (**Stock Picking**) gute Möglichkeiten eröffnen. Unsere angegebenen Kursspannen können dabei eine hilfreiche Orientierung bieten.

Anleihen: Dass der Übergang von der zinslosen Zeit zum Zinserven steinig werden würde, ist hier beschrieben worden. Die teilweise markanten Kurswertreduzierungen sprechen für sich. Die positive Seite ergibt sich jetzt bei der Neubestückung der Portfolios. Angesichts des nunmehr breiten Spektrums von zur Verfügung stehenden Anleihen nimmt die Anlageklasse wieder ein höheres Gewicht ein. Im Kernbereich berücksichtigen wir bonitätsstarke Emittenten mit einer durchschnittlichen Laufzeit um die 5 Jahre. Als lukrative Beimischung mit höheren Renditen kommen Unternehmensanleihen in heimischer Währung hinzu. Ergänzt wird dies durch Fremdwährungsanleihen guter bis sehr guter Bonität aus den Emerging Markets auf US-Dollar-Basis und Staatsanleihen insbesondere von Rohstoffländern.

Ergänzungsanlagen: In der Regel ist diese Anlageklasse zwischen Anleihe und Aktie zu verorten. Hierzu zählen Wandelanleihen sowie unterschiedliche Zertifikatelösungen mit einer Basis (Underlying) bestehend aus Aktien oder Aktienindizes. Als attraktiv sehen wir defensive Indexzertifikate mit fester Kuponzahlung an. Die jährlichen Kupons liegen um 4 Prozent, die Aktien(märkte) sollten zum jeweiligen Beobachtungstag ein bestimmtes Kursniveau nicht unterschreiten. Positiv sind die im Vergleich zu Dividendenrenditen auf Indizes höhere Kuponzahlung und die Schutzfunktion.

Negativ ist, dass bei sehr scharfen Einbrüchen am Aktienmarkt die volle Rückzahlung nicht gesichert ist. Zudem sind die Zertifikate mit wenigen Ausnahmen (Kapitalgarant-Produkte) der Hauptanlageklasse Aktien zuzuordnen. Die Mehrzahl der von uns empfohlenen Zertifikate eignet sich insbesondere für Seitwärtseentwicklungen des Aktienmarktes.

Rohstoffe: Die Nachteile von Rohstoffen liegen auf der Hand: Sie haben keine laufende Verzinsung, sind häufig nur am Terminmarkt zu kaufen und sind unter Kriterien der Nachhaltigkeit häufig problematisch. Auf der Habenseite verbuchen sie positive Effekte der Streuung (Diversifikation) und eignen sich in der Regel als Inflationsschutz. Vor diesem Hintergrund besetzen wir die Anlageklasse mit Gold und Aktien von Minenbetreibern spezieller Rohstoffe für den Wandel in das kohlenstofffreie Zeitalter (insbesondere Elektromobilität). Bei Letzteren kommen somit noch strukturelle Argumente für den Kauf hinzu.

Währungen: Es ist nach wie vor strittig, ob Währungen eine eigene Anlageklasse darstellen. Wir sprechen uns eher dagegen aus. Ähnlich verhält es sich mit der Sinnhaftigkeit von Währungsprognosen, nicht Wenige vertreten die Meinung, dass der aktuelle Kurs der beste Schätzer für die Zukunft ist. Allerdings geht auch von Währungen ein Streuungseffekt aus, den wir nutzen wollen, indem wir Währungspositionen - Ausnahmen sind möglich - grundsätzlich nicht absichern. Unter dem Aspekt der Kaufkraftparität ist der Euro seit geraumer Zeit chronisch unterbewertet. Liegt der Wert gemessen am US-Dollar doch eher bei 1,40. Eine Annäherung an diese fundamentalen Werte halten wir kurz- bis mittelfristig für nicht erreichbar. Dies liegt einerseits an der strukturellen Schwäche Eurolands und andererseits an dem Zinsvorteil der US-Valuta und anderer Währungen. Eine substantielle Änderung ist hier zwar nicht zu erwarten, allerdings könnte die diesjährige Korrektur des Euro etwas zu weit gegangen sein. Unter strategischen Gesichtspunkten gibt es unverändert gute Gründe, außerhalb des Euro investiert zu sein. Die Rückkehr der Euro-Zinsen lässt uns das taktische Gewicht bei Fremdwährungsanleihen guter Bonität leicht reduzieren.

Spezialinvestments: Hierunter fassen wir derzeit Engagements in Erneuerbaren Energien. Vergleichsweise gut kalkulierbare Erträge, die sich leicht oberhalb von „guten“ Unternehmensanleihen befinden, aber unterhalb der erwarteten Aktienrenditen. Wir streben eine gute Streuung über unterschiedliche Energieträger (Sonne, Wind) an und bevorzugen idealerweise einen

stetigen Ausbau der Beteiligungen, um technischen Fortschritt und veränderte politische Rahmenbedingungen bestens auszugleichen.

Immobilien: Die Bedeutung der Anlageklasse in der Vermögensallokation ist unverändert hoch, daran sollte sich auch zukünftig generell nichts ändern. Die jahrelange Niedrigzinsphase hat zu einem wahren Run auf Immobilien jedweder Couleur geführt, was wiederum die Preise in immer neue Höhen getrieben hat. Nicht selten wurden Immobilien von Investoren auch als bessere Ersatzanlagen gegenüber Anleihen angesehen und bei sehr guten Finanzierungsbedingungen mit geringem Eigenkapitaleinsatz in der Vermögensstruktur etabliert. Da der neue alte Spieler Festverzinsliche Wertpapiere wieder auf dem Platz ist, geht die Nachfrage nach Immobilien zurück. Zudem sind die kalkulierten Mieten nicht mehr konkurrenzfähig und die geforderten Renditen für Immobilieninvestments sind gestiegen. Die Folge sind Preisreduzierungen und eine stärkere Selektion nach Nutzungsarten und energetischen Standards. Hinzu kommen die Erkenntnisse aus der Pandemie, dass die Digitalisierung - vom Home-Office bis zum Internet-Handel - auch für Immobilien nicht folgenlos war. In den Phasen einer Neubewertung sinkt zudem das Transaktionsvolumen, so dass es wohl noch einige Zeit dauert, bis sich der Markt austariert hat. Kurzfristig sollten auch Immobilien nicht den perfekten Inflationsschutz abgeliefert haben. Insgesamt sehen wir in der Vermögensstruktur ein tendenziell leicht reduziertes Gewicht vor. Unbestritten ist auch, dass die zuvor skizzierten Trends auch auf dem Immobilienmarkt in voller Breite einwirken werden. Vor diesem Hintergrund werden die Ansprüche und werttreibenden Faktoren auch bei Immobilien neu kalibriert. Wir empfehlen eine Mischung aus Wohn- und Gewerbeimmobilien.

Branchenüberblick

Branchenüberblick	Sektortrends / Rahmenbedingungen 2023	Hinweis auf aktuelle Empfehlungen*
Branchenüberblick Aktuelle Haspa-Gewichtung Benchmark (Vergleichsmaßstab Euro Stoxx 50)		
Automobil / -zulieferer 5,0% 5,2%	<ul style="list-style-type: none"> Lieferkettenprobleme dürften sich deutlich reduzieren Schwache Konsumnachfrage dürfte die Margen belasten Übergang zur Elektrifizierung ist sehr teuer 	Mercedes-Benz, Volkswagen
Banken / Finanzdienstleister 10,0% 10,8%	<ul style="list-style-type: none"> Zinsanstieg wirkt sich zunehmend positiv auf die Ergebnisse aus Aufwand für Kreditrisikovorsorge dürfte steigen Starke Beschäftigung dämpft Risiken in den Kreditbüchern 	ING Group, UBS, BNP Paribas
Bau / -zulieferer 5,0% 3,2%	<ul style="list-style-type: none"> Nachfragerückgang und Kostenanstieg belasten das Baugeschäft Managed Lanes bleiben ein attraktives Wachstumsfeld in den USA Energetische Sanierung gewinnt weiter an Bedeutung 	Ferrovial, St. Gobain
Chemie 5,0% 10,8%	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Energiekosten belasten die Erfolgsrechnungen Preissetzungsmacht wichtiger denn je Nachfrageabschwächung bei zyklischen Vertretern 	Linde, Lanxess
Gesundheit & Pharma 10,0% 8,1%	<ul style="list-style-type: none"> Demographischer Wandel unterstützt längeren Wachstumsausblick Hohe Innovationskraft im Bereich Biotechnologie Kaum Preisüberwälzungsmöglichkeiten 	BB Biotech, Fresenius
Grund- und Rohstoffe 0,0% 0,0%	<ul style="list-style-type: none"> Viele Metalle sind ein wichtiger Baustein für die Energiewende Energierohstoffe wie Kohle feiern ein vorübergehendes Comeback Branche bleibt aus ESG-Sicht schwierig 	
Immobilien 0,0% 0,7%	<ul style="list-style-type: none"> Höheres Zinsniveau treibt die Bewertungen nach unten Höheres Zinsniveau treibt die Finanzierungskosten nach oben Nachfrage nach preisgünstigem Wohnraum bleibt hoch 	
Industrie 15,0% 11,8%	<ul style="list-style-type: none"> Profiteur massiver fiskalischer Impulse Energiewende als Wachstumstreiber Ungebrochener Trend zur Digitalisierung/Automatisierung 	KION, Siemens, Vestas Wind Systems
Konsum 15,0% 15,3%	<ul style="list-style-type: none"> Konsumschwäche dämpft insbesondere die Nachfrage in diskretionären Bereichen wie z. B. Mode Luxusgüterhersteller mit überdurchschnittlichem Potenzial 	LVMH, Reckitt Benckiser, Richemont
Medien 0,0% 0,3%	<ul style="list-style-type: none"> Werbefernseherlöse stehen wegen Konsumschwäche unter Druck Branche weist fast durchweg sehr niedriges Bewertungsniveau auf 	
Nahrungsmittel & Getränke 5,0% 4,8%	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Branchenbewertung begrenzt das Kurspotenzial Rückläufige Rohstoffpreise könnten 2023 margenstützend wirken 	Nestlé, Unilever
Öl & Gas 0,0% 6,7%	<ul style="list-style-type: none"> Branche generiert auch auf reduziertem Ölpreisniveau hohe Gewinne Produzenten mit einem hohen Anteil freier LNG-Kapazitäten bleiben erste Wahl 	BP, TotalEnergies
Technologie 10,0% 8,3%	<ul style="list-style-type: none"> Innovationsdrang (5G, Internet der Dinge, Künstliche Intelligenz, Digitalisierung, Cyber Security) schiebt Expansion an Hohe Bewertungen teilweise zurückgekommen 	Infineon, STMicroelectronics
Telekommunikation 5,0% 2,6%	<ul style="list-style-type: none"> Margendruck hält insbesondere in Europa noch an Titel mit einem starken US-Geschäft bleiben erste Wahl Hohe Verschuldung bleibt eine Herausforderung und Kursbremse 	Deutsche Telekom
Versicherungen 10,0% 7,4%	<ul style="list-style-type: none"> Gute Aktienkursentwicklung in 2022 begrenzt das Potenzial für 2023 Branche gelingt es bisher gut, die Preise zu erhöhen Starke Kapitalausstattung 	Allianz, Zurich Insurance, Generali
Versorger 5,0% 4,0%	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Strompreise sorgen für unerwartet hohe Gewinne Kundengeschäft mit zunehmenden Kreditrisiken Braunkohle geht in die unerwartete Verlängerung 	RWE, Orsted, EDP

* Es handelt sich um einen Auszug aus der Liste der Kaufempfehlungen unseres Research Partners: Kepler Cheuvreux, 112 Avenue Kléber, 75116 Paris, France. Die Einzelempfehlungen erhalten Sie bei Ihrer Betreuerin oder Ihrem Betreuer.

Herausgeber

Hamburger Sparkasse AG
Adolphsplatz 3, 20457 Hamburg
Telefon 040 3578-0
Fax 040 3578-93418
www.haspa.de

Ersteller

Hamburger Sparkasse AG
Treasury/Marktanalytik
Adolphsplatz 3
20457 Hamburg

Datum der Erstellung

12. Dezember 2022

Grafiken: Hamburger Sparkasse AG/Refinitiv

Dieses Dokument wurde vom Treasury/Marktanalytik der Hamburger Sparkasse erstellt. Es ist nur für Informationszwecke gedacht und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Einschätzungen und Meinungen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig erachten. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbständigen Anlageentscheidung. Alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen können ohne Benachrichtigung geändert werden. Dieses Dokument darf nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der hierin genannten Wertpapiere verstanden werden. Vervielfältigung nur mit Quellenangabe gestattet.