

# Haspa BörsenAnalyse

AKTUELLE BERICHTE UND ANALYSEN

Veröffentlichungsdatum 06.07.2023

## Halbjahresausblick 2023

Anlegen wie früher: Aktien und Anleihen

### Inflationsraten

Die gute Botschaft lautet: Der Inflationsgipfel ist überschritten, der Preisdruck lässt nach.

Die weniger gute Botschaft lautet: Der Abstieg vom Inflationsgebirge dauert länger als erwartet. Die Zielwerte der Notenbanken können frühestens 2024 anvisiert werden.

In den **USA** nahmen die Inflations Sorgen zuletzt allerdings deutlich ab. Die den gesamten Warenkorb erfassende Headline-Inflationsrate ging im Mai auf 4,0 Prozent zurück und dürfte im Juni sogar auf etwa 3 Prozent sinken. Für das Gesamtjahr 2023 zeichnet sich in den USA ein Durchschnittswert von 4,5 Prozent ab.

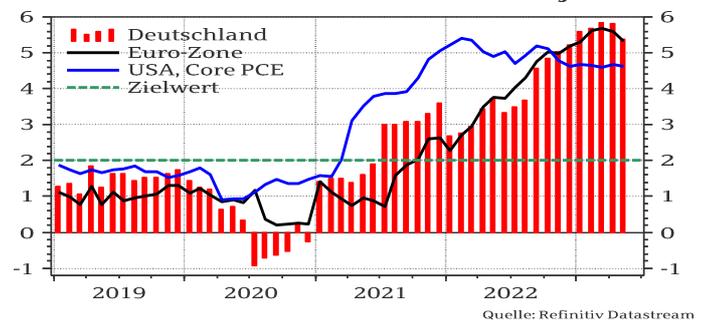
In **Deutschland** und der **Euro-Zone** lagen die Headline-Raten im Juni bei 6,4 Prozent bzw. 5,5 Prozent. In den kommenden Monaten bahnt sich eine Seitwärtsbewegung an, im Schlussquartal dürfte sich dann die Drei vor dem Komma etablieren. Für das Gesamtjahr 2023 rechnen wir mit Inflationsraten von 6 Prozent in Deutschland und 5,5 Prozent in der Euro-Zone.



Sorgen bereiten derzeit vor allem die ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise berechneten **Kernraten** der Inflation. Sie haben zwar auch den Gipfel überschritten, bildeten jedoch noch keinen Abwärtstrend aus.

Im Gesamtjahr 2023 dürften die Kernraten in Deutschland, der Euro-Zone und den USA bei etwa 5 Prozent liegen. Die von der US-Notenbank favorisierte Kernrate der privaten Konsumausgaben (Core PCE) sollte sich auf gut 4 Prozent belaufen.

### Kernraten der Inflation (% zum Vorjahr)



Wie geht es weiter? Die Rolle des Preistreibers ist mittlerweile von der Energie auf die Nahrungsmittel übergegangen. Damit verliert die importierte Inflation an Bedeutung, während der Preisdruck immer mehr von der Binnennachfrage ausgeht. Ins Blickfeld der Währungshüter rückt zunehmend der Dienstleistungssektor. Er ist personalintensiv, befindet sich auf dem Wachstumspfad und weist kräftige Lohnsteigerungen auf.

Dienstleistungen machen die Hälfte des gesamten Warenkorbes aus und waren im Juni 5,3 Prozent teurer als vor einem Jahr. Sie können die Rolle des Preistreibers übernehmen, und zwar nicht temporär, sondern permanent.

Eine wichtige Rolle spielen die Personalkosten. Nicht nur in Deutschland ist aus dem Fachkräftemangel mittlerweile ein Arbeitskräftemangel geworden. Die anhaltende Knappheit von Personal dürfte daher in den kommenden Jahren zu erhöhten Tarifabschlüssen führen, die von den Arbeitgebern in Form steigender Preise an den Markt weitergereicht werden. Die Europäische Zentralbank (EZB) erwartet, dass Löhne und Lohnstückkosten in den kommenden Jahren stärker steigen werden als die Inflationsraten. Vom angespannten Arbeitsmarkt dürften daher dauerhaft preistreibende Impulse ausgehen, die verhindern, dass die Inflationsraten in absehbarer Zeit wieder unter den Zielwert der EZB von 2 Prozent fallen. Selbst die Erreichung des Zielwertes ist fraglich.

In 2024 dürften die Inflationsraten in Deutschland, der Euro-Zone und in den USA im Jahresdurchschnitt bei etwa

Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Marktanalytik

Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Refinitiv

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung. Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

3 Prozent liegen. Längerfristig sollten sie sich im Bereich um 2,5 Prozent einpendeln.

**Konjunktur**

Der konjunkturelle Datenkranz hat sich zuletzt wieder verschlechtert. Die wachstumshemmenden Folgen der restriktiven Geldpolitik, viel zu hohe Inflationsraten und die anhaltende geopolitische Verunsicherung drücken auf die Stimmung von Verbrauchern und Investoren.

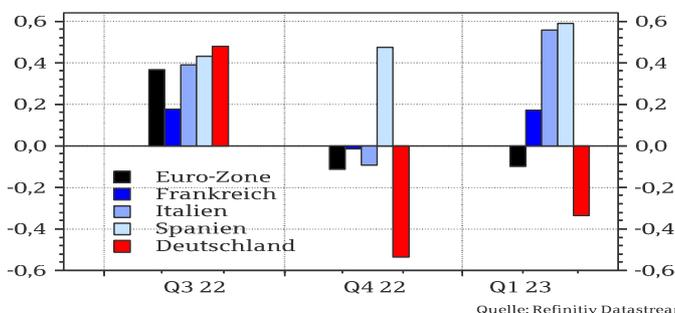
Die bisherigen Zinsanhebungen schlagen sich immer stärker in der gesamten Wirtschaft nieder. Höhere Kreditkosten führen zu einer geringeren Kreditvergabe und dämpfen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Besonders betroffen ist derzeit der inländische Wohnungsbau. Zudem haben sich die Exportaussichten eingetrübt.

Bei den konjunkturellen Frühindikatoren verfestigt sich eine Zweiteilung: Während sich die Industrie seit Monaten auf Rezessionskurs befindet, setzt der Dienstleistungssektor seine Nach-Corona-Erholung (noch) fort.

Nahezu unbeeindruckt zeigen sich bisher die Arbeitsmärkte. So befindet sich die Arbeitslosenquote in der Euro-Zone auf dem niedrigsten Stand seit Einführung der Gemeinschaftswährung. Und auch in Deutschland ist bisher keine Abschwächung erkennbar. Selbst die technische Rezession, die Deutschland und die Euro-Zone im Winterhalbjahr durchlaufen haben, brachte keine Entlassungswelle.

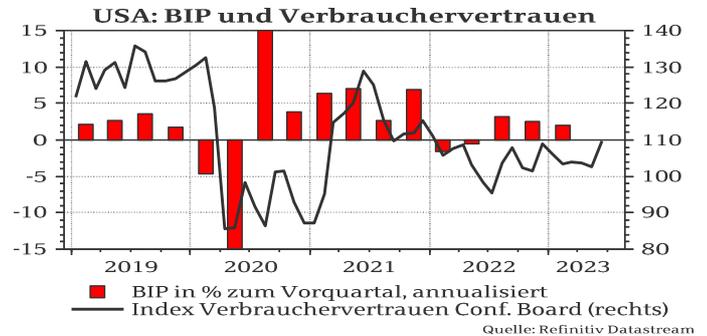
**Deutschland** befindet sich nach Putins Krieg auf der Suche nach einem neuen Geschäftsmodell. Die Produktion hochwertiger Güter mit billiger russischer Energie für einen florierenden Weltmarkt funktioniert nicht mehr. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) schrumpfte im 1. Quartal um 0,3 Prozent zum Vorquartal. Es gilt, diesen Rückstand im weiteren Jahresverlauf zu kompensieren. Ob es gelingt, ist fraglich, zumal die Kaufkraft der privaten Haushalte durch den anhaltenden starken Preisauftrieb gedämpft bleibt. In der Annahme leicht positiver Quartalszuwächse dürfte das BIP in Deutschland im Gesamtjahr 2023 bestenfalls stagnieren und 2024 um etwa 1 Prozent wachsen.

Wachstumsraten BIP (in % zum Vorquartal)



Die **Euro-Zone** durchlief wegen des schwachen deutschen Abschneidens im Winterhalbjahr eine technische Rezession und dürfte auch im Gesamtjahr von Deutschland gebremst werden. Während Frankreich, Italien und Spanien

- letztere auch aufgrund des Tourismus-Booms - klar positive Wachstumsraten aufweisen sollten, tritt Deutschland auf der Stelle. Im Gesamtjahr 2023 rechnen wir für die Euro-Zone mit einem BIP-Plus von 0,5 Prozent. Im Jahr 2024 dürfte das Euro-BIP um etwa 1 Prozent wachsen.



In den **USA** haben sich die konjunkturellen Frühindikatoren in den vergangenen Monaten eingetrübt und signalisieren eine heraufziehende wirtschaftliche Schwächephase. Immer stärker machen sich die negativen Folgen der massiven Leitzinserhöhungen in der Finanz- und Realwirtschaft bemerkbar. Der Kollaps mehrerer Regionalbanken wurde begleitet von rezessiven Signalen der industriellen Einkaufsmanager.

Dem kräftigen Wachstum des US-BIP zum Jahresauftakt und einem voraussichtlich positiven 2. Quartal dürfte in der zweiten Jahreshälfte eine wirtschaftliche Abschwächung folgen. Da der US-Arbeitsmarkt davon jedoch kaum tangiert wird, dürfte selbst eine milde Rezession nicht als bedrohlich empfunden werden. Angesichts der Erfolge in den ersten beiden Quartalen und eines statistischen Überhangs aus 2022 dürfte das US-BIP im Gesamtjahr 2023 um gut 1,5 Prozent wachsen. Für 2024 ist aus heutiger Sicht ein BIP-Plus von etwa 1 Prozent realistisch.

**China** verzeichnete nach dem Re-Opening einen fulminanten konjunkturellen Jahresauftakt. Seither häufen sich jedoch die eher enttäuschenden Meldungen. Weder der Außenhandel noch die Binnennachfrage sind derzeit klar auf Expansionskurs. Mit geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen und fiskalischen Hilfsprogrammen sollte es gelingen, auf dem relativ steilen Wachstumspfad zu bleiben. Dank des starken 1. Quartals dürfte das offizielle BIP-Wachstumsziel 2023 von „etwa 5 Prozent“ erreicht werden.

Fazit: Der **Weltwirtschaft** fehlt es weiterhin an Schwung. Das globale BIP dürfte auch in diesem Jahr lediglich um knapp 3 Prozent expandieren.

Ist eine positive konjunkturelle Überraschung möglich? Grundlage der lediglich moderaten Wachstumsschätzungen für Deutschland ist der sich abflachende Wachstumspfad. Das Kieler Institut für Weltwirtschaft IfW kommt in einer aktuellen Studie zu dem Ergebnis, dass sich das Wachstum des deutschen Produktionspotenzials weiter abflacht und Ende 2027 nur noch 0,4 Prozent betragen

könnte. Maßgeblich für diese Tendenz ist die demografische Entwicklung. Die Produktionsmöglichkeiten werden begrenzt durch den Mangel an Arbeitskräften bei einem kaum noch messbaren technischen Fortschritt.

Eine positive Überraschung könnte durch den verstärkten Einsatz Künstlicher Intelligenz (KI) gelingen. KI ist in der Lage, die Produktivität von Menschen und Maschinen zu steigern und damit die gesamten Produktionsmöglichkeiten auszuweiten. Ein verstärkter Einsatz Künstlicher Intelligenz könnte daher einen Produktivitätsschub auslösen und die konjunkturellen Perspektiven nicht nur in Deutschland deutlich verbessern.

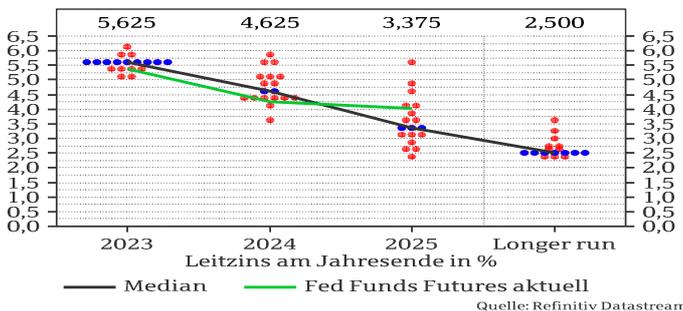
**Notenbanken**

Die Notenbanken nähern sich nach ungewöhnlich schnellen und ausgeprägten Leitzinserhöhungen den Hochpunkten oder haben diese vielleicht sogar schon erreicht. Ein Ende der restriktiven Geldpolitik ist damit jedoch noch nicht verbunden, zumal die monetären Straffungsmaßnahmen auch einen Bilanzabbau beinhalten, der zu einem deutlichen Rückgang der Liquidität am Markt führt.

Die **US-Notenbank** (Fed) erhöhte die Federal Funds Rate von März 2022 bis Mai 2023 um 500 Basispunkte auf 5,00 bis 5,25 Prozent. Im Juni ließ sie die Spanne unverändert und legte eine „Zinspause“ ein.

Ob es sich tatsächlich nur um eine Unterbrechung in einem weiter aufwärts gerichteten Zinstrend handelt oder bereits das Ende des aktuellen Zinserhöhungszyklus erreicht wurde, ist unklar. Immerhin hob die US-Notenbank den Hochpunkt der Federal Funds Rate in der Gemeinschaftsprojektion der Zentralratsmitglieder („Dot Plots“) im Juni auf 5,50 bis 5,75 Prozent an. Demzufolge könnten im Juli und September noch zwei weitere Zinsschritte gegangen werden. Unsere Zielspanne zum Jahresende liegt bei 5,25 bis 5,50 Prozent.

US-Notenbank: Dot Plots

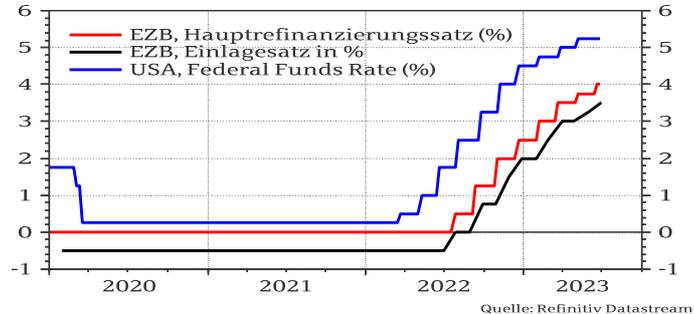


Die zuletzt stark rückläufige US-Headline-Inflationsrate signalisiert einen deutlich verringerten Preisdruck, der mit Verzögerung auch die Kernrate erreichen sollte. Vor diesem Hintergrund könnte die Fed tatsächlich bereits auf dem Leitzinsgipfel angekommen sein.

Die **Europäische Zentralbank** (EZB) erhöhte alle drei Leitzinsen innerhalb eines Jahres um 400 Basispunkte. Der

Hauptrefinanzierungssatz liegt bei 4,00 Prozent, der zeitweise als „Strafzins“ bezeichnete Einlagesatz für Banken bei 3,50 Prozent und der Ausleihsatz bei 4,25 Prozent.

Leitzinsen



Gemäß der EZB-Präsidentin ist die „Zinsreise“ noch nicht zu Ende, der Hochpunkt also noch nicht erreicht. Aussagen von EZB-Vertretern zufolge wird Ende Juli eine weitere Zinsanhebung von 25 Basispunkten beschlossen, sofern sich die Rahmenbedingungen nicht wesentlich ändern. Davon ist kaum auszugehen. Darüber hinaus nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass Mitte September noch ein weiterer Zinsschritt gegangen wird.

Unsere Zielwerte zum Jahresende 2023 liegen bei 4,25 bis 4,50 Prozent beim Hauptrefinanzierungssatz und 3,75 bis 4,00 Prozent beim Einlagesatz.

Worauf schaut die EZB? Die Zinsentscheidungen hängen von drei Parametern ab: Inflationserwartungen, grundlegende Inflationsentwicklung („underlying inflation“) und Stärke der Transmission. Letztere beschreibt die Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik auf die Wirtschaft.

Die Inflationserwartungen festigen sich im Bereich um 2,5 Prozent. Die „underlying inflation“ wird derzeit noch getrieben von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen, nimmt aber tendenziell ab. Die Transmission dagegen wird stärker und kommt beispielsweise in einer restriktiveren Kreditvergabe zum Ausdruck. Diese wiederum dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und den Preisdruck. Alles in allem scheint der Punkt näher zu rücken, wo ausreichend Zinserhöhungen getätigt worden sind. Er ist jedoch noch nicht überall erreicht.

**Wo liegt das Risiko?** Die EZB hat relativ lange gezögert, die expansive Geldpolitik zu beenden. Sie könnte daher geneigt sein, diesen Fehler vergessen zu machen, indem sie bei der restriktiven Geldpolitik übersteuert und die Leitzinsen zu lange zu hoch belässt. Dies würde die langfristigen Renditen weiter steigen lassen und einen erneuten Wertberichtigungsbedarf auslösen. Gleichzeitig dürfte die Konjunktur über geringere Investitionen und schwächere Konsumausgaben in die Rezession abtauchen. Die Arbeitslosenquote sollte aus strukturellen Gründen (Arbeitskräfteknappheit) zwar längerfristig relativ niedrig bleiben, könnte jedoch kurzfristig spürbar zunehmen.

**Wann sinken die Leitzinsen wieder?** Die Rücknahme der Leitzinsen wird vor allem davon abhängen, wie sich die Inflationsraten entwickeln. In der Annahme, dass sie sich im nächsten Jahr im Bereich um 3 Prozent einpendeln und 2025 den Zielwert von 2 Prozent anvisieren, dürften die Währungshüter kaum dauerhaft an den Leitzins-Höchstwerten festhalten, zumal die konjunkturellen Wachstumskräfte immer stärker erlahmen.

Erste vorsichtige Leitzinssenkungen könnten aus aktueller Sicht in den USA zur Jahresmitte 2024 anstehen. In der Euro-Zone dürfte die EZB die Zinszügel bis weit in das nächste Jahr hinein gestrafft halten. Sie wird ihrem gesetzlichen Auftrag zufolge die Rückkehr der Preisniveaustabilität über die konjunkturelle Entwicklung stellen, um das Vertrauen der Märkte zurückzuerlangen.

Da wir nicht davon ausgehen, dass die Inflationsraten mittelfristig wieder unter den Zielwert fallen, dürften die Leitzinsen lediglich bis an den oberen Rand der „neutralen Zone“ (2,00 bis 3,00%) zurückgenommen werden und damit auf Dauer eine moderat restriktive Wirkung entfalten.

**Währungen**

Die europäische Gemeinschaftswährung hat sich seit Beginn der europäischen Leitzinsanhebungen stark erholt, kletterte vorübergehend sogar über die Marke von 1,10 US-Dollar und fiel danach wieder etwas zurück. Seit der „US-Zinspause“ unternimmt sie einen erneuten Anlauf auf diese Marke.



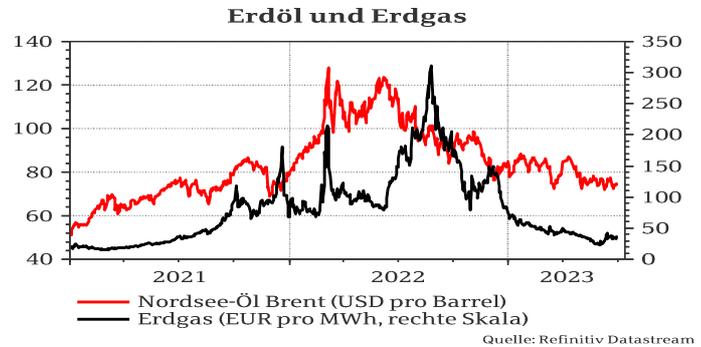
Solange die EZB an der Leitzinsschraube dreht, dürfte der Euro im Aufwind bleiben. Mittel- und längerfristig dagegen überwiegen die Vorteile des US-Dollar. Im Gegensatz zu Europa ist in den USA die Versorgungssicherheit mit Energie gegeben, die USA sind Selbstversorger. Zudem sind amerikanische Energiepreise deutlich niedriger. Darüber hinaus dürften die USA auf Dauer höhere Wachstumsraten des BIP erzielen, zumal die US-Regierung mit Hilfe umfangreicher Subventionen internationale „grüne“ Investitionen anlockt und nebenbei die Re-Industrialisierung der USA vorantreibt (Inflation Reduction Act).

Alles in allem sollte sich der Wechselkurs des Euro in einer Spanne zwischen 1,00 und 1,10 US-Dollar bewegen. Unser Zielwert zum Jahresende 2023 liegt unverändert bei 1,05 US-Dollar pro Euro.

Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Marktanalytik  
 Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Refinitiv  
 Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung.  
 Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

**Öl und Gas**

Die Preise für Erdöl und Erdgas haben sich weit von ihren vorjährigen Spitzen entfernt und bewegen sich auf einem erhöhten Niveau seitwärts.

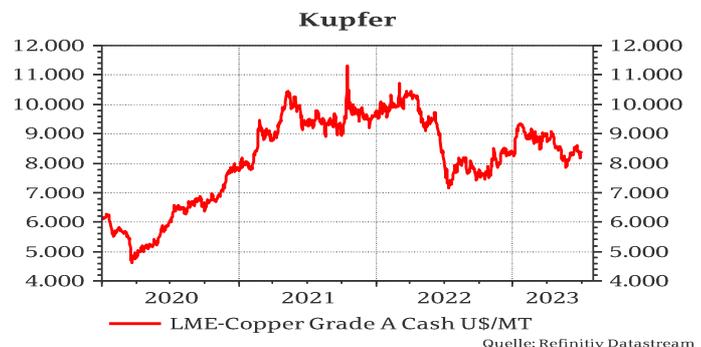


**Erdöl:** Die schwache Entwicklung der Weltwirtschaft dämpft den Preis für das schwarze Gold. Selbst eine weitere deutliche Reduzierung der Ölförderung durch das Kartell der OPEC plus verpuffte weitgehend, weil die Sorgen vor einer globalen wirtschaftlichen Abschwächung überwogen. Eine Erholung der Ölpreise sollte einsetzen, wenn sich die Konjunkturdaten Chinas deutlich verbessern. Der Preis für ein Barrel Nordseeöl Brent dürfte dann in den Bereich um 85 US-Dollar steigen.

**Erdgas:** Die weitgehende Befüllung inländischer Erdgaspeicher und der geringe Verbrauch in den Sommermonaten ließen den Gaspreis kräftig korrigieren. Mittelfristig dürfte Erdgas in Europa etwa doppelt so teuer sein wie in den USA. Ursächlich sind zusätzliche Kosten für die Verflüssigung, den Transport und die Regasifizierung des zunehmend zum Einsatz kommenden Flüssiggases LNG (Liquified Natural Gas). Die aktuelle Notierung von knapp 40,00 EUR pro Megawattstunde könnte dem mittelfristig zu erwartenden Gaspreis schon recht nahekommen.

**Kupfer**

Die Notierung für das rote Metall gilt als relativ zuverlässiger Seismograph für die Entwicklung der Weltwirtschaft. Der Kupferpreis hat seit Anfang 2022 deutlich nachgegeben und signalisierte damit frühzeitig die aktuelle Wachstumsschwäche vieler Volkswirtschaften.



Darüber hinaus ist Kupfer eines der wichtigsten Metalle bei der Transformation der Wirtschaft und der Umsetzung

der Energiewende. Es wird in enormen Mengen als Wärme- und Stromleiter für Windturbinen, Energiespeicher, Sonnenkollektoren und die Elektromobilität gebraucht. Alleine der Bau einer Windturbine an Land erfordert 2,9 Tonnen Kupfer, auf See sind es sogar 8 Tonnen.

Der Kupferpreis markierte im Herbst 2021 historische Höchststände und fiel im Zuge von Putins Krieg kräftig zurück. Aktuell gibt es vorsichtige Ansätze einer Erholung. In der Annahme, dass die Energiewende und die Transformation der Wirtschaft wieder verstärkt vorangetrieben werden, dürfte sich beim Kupfer mittel- und längerfristig ein permanenter Nachfrageüberhang einstellen, der den Preis auf neue Rekordhöhen treiben sollte.

**Gold**

Der Goldpreis litt im Jahr 2022 unter dem kräftigen Anstieg der amerikanischen Realverzinsung, dargestellt als Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe abzüglich der Inflationserwartungen. Der Preis für die Feinunze Gold fiel unter die Marke von 1.700 US-Dollar zurück.

Als die US-Realverzinsung nicht mehr stieg, begann eine ausgeprägte Erholung des Goldpreises. Im Frühjahr 2023 gab es sogar mehrere Anläufe auf die bisherigen Rekordkurse im Bereich um 2.050 US-Dollar, die jedoch nicht überwunden werden konnten.

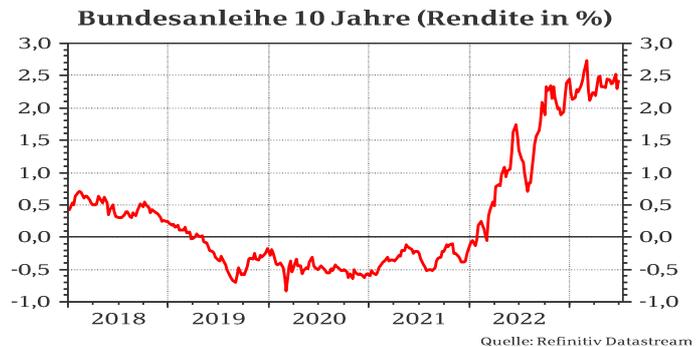


Wie geht es weiter? Da sich die langfristige US-Rendite unserem Zielwert nähert und die Inflationserwartungen relativ stabil sind, sollte sich die Realverzinsung tendenziell seitwärts entwickeln. Damit wird sie keine positiven Impulse mehr für den Goldpreis aussenden. Das Gleiche gilt für die Inflationsraten, die sich tendenziell zurückbilden. Nicht kalkulierbar bleiben geopolitische Verunsicherungen, die sich üblicherweise positiv auf den Goldpreis niederschlagen.

Vor diesem Hintergrund sollte sich der Preis für die Feinunze Gold im weiteren Jahresverlauf im oberen Bereich der Spanne von 1.800 bis 2.050 US-Dollar bewegen. Unser Zielwert zum Jahresende liegt bei 1.950 US-Dollar. Das gelbe Metall hat weiterhin einen festen Platz bei der Aufteilung der Anlagemittel auf die verschiedenen Anlageformen (Asset Allokation).

**Anleihemarkt**

Nach einem außerordentlich starken Anstieg im Jahr 2022 hat sich der Trend bei der Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe im ersten Halbjahr 2023 unter moderaten Schwankungen stabilisiert. Mit Werten um 2,40 Prozent lag die Rendite Ende Juni fast exakt auf dem Wert zu Jahresbeginn.

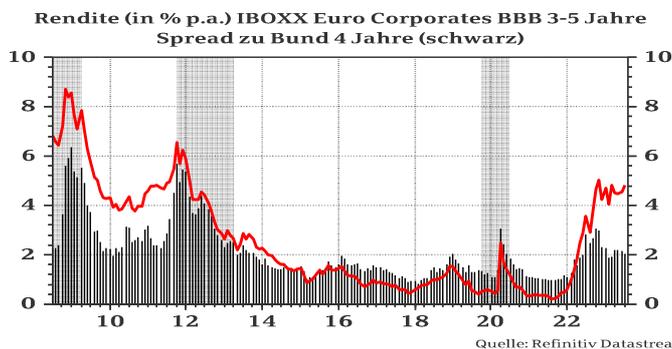


Während rückläufige Inflationsraten und schwächere Konjunkturfrühindikatoren dämpfend wirkten, erwies sich das mittlerweile recht engagierte Vorgehen der Notenbanken bei der Inflationsbekämpfung als zinstreibend. Nachdem aber ein Ende der Leitzinserhöhungen der Notenbanken in Sicht kommt (EZB) bzw. vielleicht schon da ist (US-Notenbank), rechnen wir nur noch mit einem sehr moderaten Zinsanstieg im längeren Laufzeitbereich. Für das Jahresende 2023 halten wir an unserem Ausblick fest, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe im Bereich zwischen 2,75 und 3,00 Prozent liegen sollte. Bei den zehnjährigen US-Staatsanleihen stellen wir uns vor, dass die Renditen mit 3,75 bis 4,00 Prozent in etwa auf dem heutigen Niveau liegen sollten.

Die teilweise auf über 30-jährigen Höchstmarken liegenden Renditeabstände zwischen der 2-jährigen Bundesanleihe und denen mit 10-jähriger Laufzeit weisen darauf hin, dass am Kapitalmarkt auf längere Sicht wieder mit niedrigeren Zinsen zu rechnen ist. Daraus folgt für die Anlagestrategie im festverzinslichen Bereich, dass Anleger sich nicht von den höheren Renditen im kürzerfristigen Bereich irritieren lassen sollten. Auf mittlere Sicht dürfte sich eine gute Laufzeitenmischung bewähren: Sinken die Zinsen wieder, winken Kursgewinne bei längeren Laufzeiten.

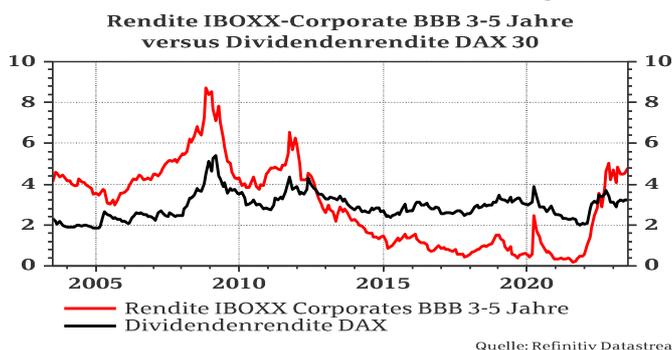
Nachdem die Europäische Zentralbank vom Nettokäufer zum Nettoverkäufer von Unternehmensanleihen geworden ist und sich der Konjunkturausblick mit den Leitzinsanhebungen eingetrübt hat, haben sich die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen auch guter und befriedigender Qualität („Investmentgrade“) auf einem erhöhten Niveau eingependelt. Zusammen mit der höheren Basisverzinsung (dem Renditeanstieg der Bundesanleihen) ergeben sich mittlerweile Renditen, die

oberhalb der Dividendenrendite breiter Aktienindizes liegen.



Mit den insgesamt deutlich höheren Renditen gibt es für Anleger nun eine breite Palette an Anlagemöglichkeiten, die je nach Präferenzen gewichtet werden sollten.

Zum Kern eines Anleiheportfolios sollten Unternehmensanleihen guter bis sehr guter Qualität gehören. Flexible Fonds, die auch Staatsanleihen beimischen können und eine größere Flexibilität in der Steuerung der durchschnittlichen Laufzeit haben, bilden hier neben klassischen Unternehmensanleihefonds eine wichtige Basis.



Kunden, die die Vorteile der Fondsanlage (Streuung der Einzelrisiken, keine hohen Mindestanlagen) nutzen wollen, aber ein klares Profil der Zahlungsströme wünschen und von Ablaufgewinnen profitieren möchten, haben mit Laufzeitfonds eine interessante Alternative, die im qualitativ höheren Anleihebereich erst seit kurzem wieder über eine entsprechende Attraktivität verfügen. Bei diesem Konzept wird innerhalb einer relativ kurzen Frist von einer Fondsgesellschaft ein Anleiheportfolio erworben, das in seiner Struktur auf ein bestimmtes Ablaufdatum zugeschnitten ist, an dem der Fonds dann wieder aufgelöst werden soll. Dadurch nehmen Zinsänderungsrisiken zum Laufzeitende sukzessive ab.

Eine Alternative zu Unternehmensanleihefonds können - mit einem ähnlichen Risikoprofil wie Laufzeitfonds - auch Bonitätsanleihen sein. Dies sind von Banken emittierte Schuldverschreibungen mittlerer Laufzeit, deren Rückzahlungsprofil an einen Korb von Referenzschuldern gekoppelt ist.

Auch wenn wir davon ausgehen, dass die Inflationsraten deutlich zurückgehen werden, kann es sinnvoll sein, sich für den Fall abzusichern, dass diese Entwicklung nicht in dem erwarteten Maße eintritt. Hierfür können Inflationsanleihen (Inhaberschuldverschreibungen, deren Zinszahlungsprofil an die Inflationsrate gekoppelt ist) eine interessante Alternative sein. Auch wegen der immer noch hohen Basisverzinsung (vergleichsweise hohe Inflationsraten, deutlich höherer Basiszins als in der Vergangenheit) bieten entsprechende Produkte wieder attraktive Kupons.

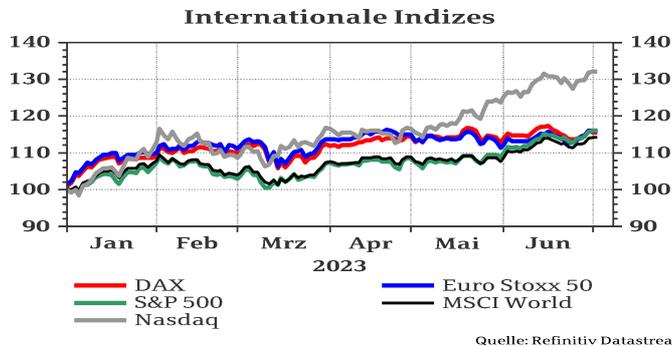
Einen weiteren Baustein in der festverzinslichen Anlage stellen Fremdwährungsanleihen dar. Hier verfolgen wir eine geteilte Strategie: Ein sicherheitsorientierter, primär in Anleihen hoher und sehr hoher Qualität mit kurzer Laufzeit investierender Investmentfonds stellt eine Basisanlage dar, die insbesondere eine Absicherung bieten dürfte, wenn die wirtschaftliche und politische Entwicklung in der Euro-Zone nicht so günstig verlaufen sollte, wie von uns erwartet. Mit nun international fast abgeschlossenem Zinserhöhungszyklus dürften jetzt aber auch Investmentfonds wieder attraktiver werden, die in Anleihen von Schuldern aus aufstrebenden Staaten (Emerging Markets) investieren. Hier favorisieren wir Fonds auf US-Dollar-Basis, die bei guter Qualität einen deutlichen Renditeaufschlag zu US-Staatsanleihen aufweisen.

### Aktienmarkt

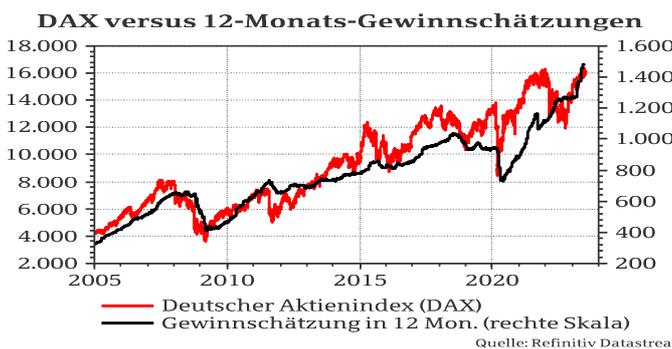
Die internationalen Aktienindizes verbuchten bis zur Halbzeit des Börsenjahres 2023 eine unerwartet starke Wertentwicklung. Gerade in Europa wurde das Gros der Performance bereits in den ersten Handelswochen eingeholt, nachdem das Ausbleiben einer drohenden Energiekrise in Deutschland Formen annahm und sich die Hoffnungen auf eine Erholung der chinesischen Wirtschaft nach dem Ende der strikten Corona-Beschränkungen zu materialisieren schienen. Der abrupte Stress im Finanzsektor Anfang März in Gestalt einiger angeschlagener US-Regionalbanken sowie der notwendigen Rettung der Credit Suisse durch die UBS sorgte in den Handelssälen auch vor dem Hintergrund des entschlossenen Handelns der US-Notenbank Fed nur kurzfristig für Verunsicherung und einen erhöhten Wellengang. Denn abseits dieses kleinen Zeitfensters mutete die Volatilität in den ersten sechs Monaten vergleichsweise niedrig an. Eine positive Sonderbehandlung an den Kurstafeln erfuhren ab dem Frühjahr die Technologiekonzerne, vor allem diejenigen aus Übersee und insbesondere diejenigen, denen eine inhaltliche Verwandtschaft mit dem Mega-Thema „Künstliche Intelligenz“ (KI) nachgesagt werden kann. Entsprechend thront die US-Technologiebörse Nasdaq per Ende Juni auch über den anderen bekannten Barometern.

Noch imposanter als der Kursanstieg inklusive eines zwischenzeitlich erklommenen Allzeithochs beim DAX fielen hierzulande allerdings die Aufwärtsrevisionen der Gewinnschätzungen für die Unternehmen aus der ersten

deutschen Börsenliga aus. Dieses Phänomen kann einerseits mit der Neukomposition des heimischen Leitindex nach dem Ausscheiden des Schwergewichts Linde erklärt werden.



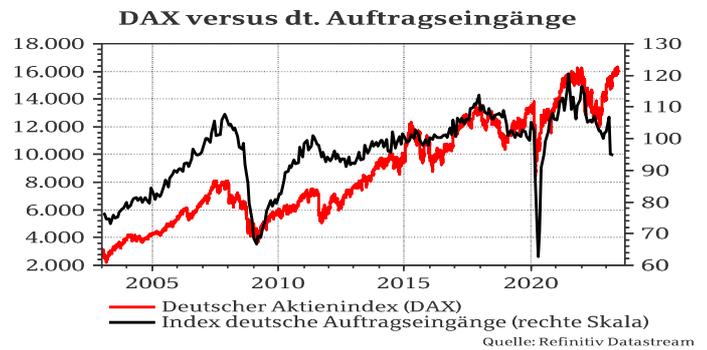
Andererseits gilt es, einer Vielzahl von börsennotierten Gesellschaften Respekt zu zollen, wie sich diese durch das herausfordernde weltwirtschaftliche Umfeld manövrieren. Die Umsatz- und Ertragsausweise aus dem ersten Quartal haben eindrucksvoll gezeigt, dass viele Konzerne es fertigbringen, die höheren Preise an die Kunden weiterzugeben und die eigene Profitabilität zu schützen.



Mit dem Blick nach vorne versprechen die ersten Gewinnwarnungen in den vergangenen Wochen - in erster Linie aus dem zyklischen Chemiekontor - allerdings im Sinne der inzwischen anspruchsvolleren Erwartungshaltung der Analysten mehr Ungemach. Nach wie vor gehen wir angesichts der unter Beweis gestellten Anpassungsfähigkeit zahlreicher Unternehmen nicht von einer breit angelegten Gewinnrezession dieser aus. Gleichzeitig sollten die bis heute schnurstracks nach oben tendierenden aggregierten Ertragsschätzungen aus unserer Sicht in den kommenden Monaten auf ein realistischeres Maß gestutzt werden. Konkret rechnen wir in der zweiten Jahreshälfte mit einem Abschlag von rund 10 Prozent bei den indexweiten Prognosen. Alleine die konjunkturellen Frühindikatoren vermitteln eine schwächere operative Perspektive.

Angesichts der bereits vollzogenen Revisionen bei den US-Konzernen, der resilienteren Geschäftsmodelle in Übersee und der ersten Rückenwinde seitens der KI-Technologie, die u. a. den Bedarf an Computerchips massiv forciert, gehen wir bei den S&P-Gesellschaften von einer

leichten Anhebung der Gewinnschätzungen im zweiten Halbjahr aus.



Unter Einbeziehung aller Determinanten und Anwendung der bekannten Bewertungsmethoden veranschlagen wir das Kursziel für den DAX nach wie vor bei 16.000 Punkten. Dieses Level impliziert eine höhere Indikation aus den zugrunde gelegten gewinnbasierten Ansätzen und eine niedrigere Vorgabe seitens des in Kooperation mit der Universität Hamburg entwickelten Prognosemodells der multiplen Regressionsanalyse. Auf der anderen Seite des Großen Teiches ergibt sich für den S&P 500 eine moderat nach oben angepasste Zielmarke von 4.200 Punkten. Mit Blick auf die Stilrichtungen dürfte die einseitige Bevorzugung von weit vorgepreschten Technologietiteln schon bewertungstechnisch etwas abebben, während die Investoren aufgrund der konjunkturellen Risiken defensiven Sektoren wieder mehr Beachtung schenken sollten.

### Themenschwerpunkte bei Aktien

Im Aktiensegment favorisieren wir für das zweite Halbjahr 2023 einen Mix aus Investments, die in der ersten Jahreshälfte hinter den Erwartungen zurückgeblieben sind, und Themen, die von einer positiven Anlegerstimmung getragen werden.

Zu ersteren zählen Investmentfonds mit Anlageschwerpunkt in Asien sowie jene, die sich auf die nachhaltige Anlage in Minenbetreiber mit Fokus auf den Abbau von sog. Zukunftsmetallen spezialisiert haben.

In den Bereichen der Automatisierung - auch Industrie 4.0 genannt - sowie der digitalen Sicherheit nehmen wir ein positives Marktsentiment wahr und rechnen hier langfristig mit einem überdurchschnittlich hohen Wachstum. Auch in diesen Segmenten empfehlen wir jeweils eine Anlage in einen Investmentfonds.

Hierbei sei auf die Risiken in Zusammenhang mit einem Investment in einen Aktienfonds hingewiesen: Der Kurs unterliegt Schwankungen, Verwerfungen am Aktienmarkt kann sich ein Fonds ggf. nicht gänzlich oder nicht wie erwartet entziehen und der Kurs kann auch unterhalb des Kaufpreises notieren.

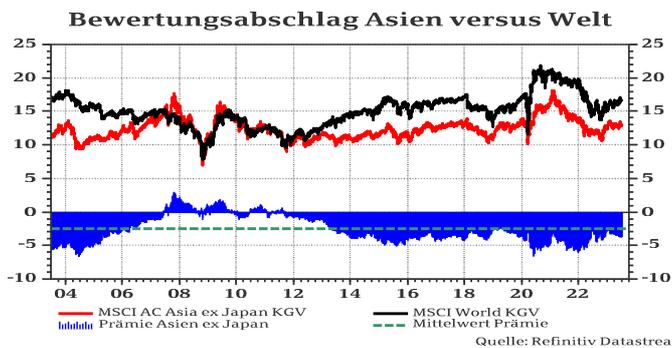
**Asien**

Der asiatische Schwellenländerindex MSCI All Country Asia ex Japan kam in einer Jahresauftakt-Rallye im Januar mit Schwung aus den Startlöchern, gab seine Gewinne im weiteren Jahresverlauf aber wieder ab. Per 30.06. steht eine Kurs-Performance von minus 0,4 Prozent in Euro zu Buche, während der MSCI World 11,5 Prozent in Euro erreichte.

Der anfängliche Rückenwind beruhte auf dem Re-Opening in China. Die damit zusammenhängenden Markterwartungen konnten bislang jedoch (noch) nicht erfüllt werden. Der zuletzt rückläufige Export, die um die Wachstumsschwelle tendierenden Einkaufsmanagerindizes und die latenten geopolitischen Spannungen lasteten zuletzt auf dem Aktienmarkt.

Für das zweite Halbjahr sehen wir indes eine gute Grundlage für steigende Notierungen. Angesichts einer Inflationsrate von 0,2 Prozent im Mai steht die Tür für expansive geldpolitische Maßnahmen durchaus offen. Nachdem die chinesische Zentralbank PBoC geringfügige Zinssenkungen im Juni ergriffen hat, rechnen wir im weiteren Jahresverlauf mit weiteren Reduktionen, um Stimuli für das Erreichen der Konjunkturziele im Gesamtjahr 2023 zu setzen. Weitere Unterstützung könnte zudem von fiskalpolitischer Seite kommen.

Gleichzeitig weist der asiatische Aktienmarkt (MSCI All Country Asia ex Japan) eine niedrigere Bewertung als der globale Aktienmarkt (MSCI World) auf. So ist der Bewertungsabschlag höher als im Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre.



Wir empfehlen daher ein taktisches Engagement in einen breit gestreuten Investmentfonds, der den regionalen Schwerpunkt vor allem in den Ländern China, Hongkong, Taiwan, Südkorea und Indien setzt.

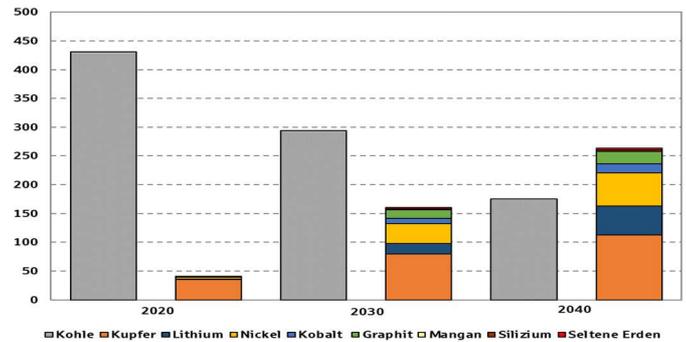
Gleichwohl sei darauf verwiesen, dass China zunehmend geopolitischen Gegenwind erfährt. Für ein längerfristiges, strategisches Investment in der Region Asien empfehlen wir daher eine Anlage in einen Aktienfonds, der sich auf die ASEAN-Region fokussiert. Der Wirtschaftsverbund umfasst Länder wie Singapur, Indonesien und Thailand, jedoch explizit nicht China.

**Zukunftsmetalle**

Vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Wachstumsschwäche vieler Volkswirtschaften standen die Notierungen für Industriemetalle im ersten Halbjahr 2023 unter Druck. Sollte es zu einer konjunkturellen Abschwächung vor allem in den USA kommen, dürfte eine Trendwende vorerst nicht einsetzen. Gleichwohl könnte es in den kommenden sechs Monaten zu positiven Impulsen aus China kommen, ggf. gestützt durch geld- und fiskalpolitische Maßnahmen. Das Reich der Mitte nimmt eine dominante Rolle bei der Förderung, der Weiterverarbeitung und der Nachfrage von Rohstoffen ein.

Langfristig erwarten wir einen signifikanten Nachfrageschub nach Basis- und Spezialmetallen, die für die Energiewende eine herausragende Rolle einnehmen. Zu diesen Zukunftsmetallen zählen u. a. Kupfer, Lithium, Nickel, Kobalt, Graphit, Mangan, Silizium und Seltene Erden.

**Umsatz aus der Rohstoffproduktion (Mrd. USD)**



Die International Energy Agency (IEA) prognostiziert, dass der Umsatz aus der Produktion dieser Zukunftsmetalle allein für den Zweck sauberer Energie-Technologien von 40,7 Mrd. US-Dollar im Jahr 2020 auf 160,7 Mrd. US-Dollar im Jahr 2030 ansteigen wird. Im Jahr 2040 wird mit einem Umsatz von 264 Mrd. US-Dollar bzw. dem ca. 6,5-fachen des Vergleichswertes von 2020 gerechnet. Die Prognose lässt sich dabei gut plausibilisieren: In etwa sechsmal so viel der oben erwähnten Metalle wird in E-Autos im Vergleich mit konventionellen Pkw verbaut. In Offshore-Windkraftanlagen kommt etwa Kupfer ca. siebenmal so viel zum Einsatz wie in Kohlekraftwerken. Spiegelbildlich wird der Umsatz mit Kohle von 431 Mrd. US-Dollar im Jahr 2020 auf 175 Mrd. US-Dollar im Jahr 2040 sinken.

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.

Der rasanten Nachfrageausweitung nach Zukunftsmetallen dürfte ein Angebot gegenüberstehen, dessen Zuwachs Restriktionen unterliegt. Da der Abbau mit Nachhaltigkeitsrisiken wie z. B. Wasserstress in Dürreregionen (u. a. Kupfer, Lithium) und zu vermeidender CO<sub>2</sub>-Intensität (u. a. Nickel) einhergeht, nimmt die Zeit von der Exploration einer Mine bis zum Beginn der Förderung tendenziell zu. Bereits für das einst weltweit größte Kupferprojekt Ojuu Tolgoi in der Mongolei betrug die Vorlaufzeit 27 Jahre.

Das gedrückte Kursniveau bei den Metallen, die vergleichsweise günstige Bewertung bei Minenaktien und die attraktive langfristige Perspektive bilden eine gute Grundlage für ein heutiges Investment. Im Falle einer konjunkturellen Eintrübung sollte mit kurzfristigen Rücksetzern gerechnet werden.

Wir empfehlen die Anlage in einen Aktienfonds aus dem Bereich der Minenwerte, der auf Energiewende-Metalle spezialisiert ist. Aufgrund der angespannten Nachhaltigkeitslage im Rohstoffsegment sollten hierbei ESG-Kriterien Berücksichtigung finden.

#### **Automatisierung und Digitalisierung**

Ende 2022 haben wir das Thema der Automatisierung stärker in den Anlagefokus gestellt. Denn auf den Trend der zunehmenden Robotisierung wirken gleich mehrere strukturelle Einflussfaktoren positiv ein:

- **Demografie:** Überalterung der Gesellschaft, fehlende Arbeitskraft muss durch Maschinen ersetzt werden
- **Dekarbonisierung:** Verkürzung von Lieferketten zur CO<sub>2</sub>-Reduktion, Automatisierung in Hochlohnländern
- **Reglobalisierung:** Verlagerung von Lieferketten, Verringerung von Abhängigkeiten, effiziente Produktion
- **Digitalisierung:** Daten- und softwaregestützte Anwendungen erleichtern Automatisierung von Prozessen
- **Produktivitätsfortschritte:** Wettbewerb zwingt Unternehmen zu höherem Automatisierungsgrad

Aktienfonds aus diesem Segment - Automatisierung, Robotics oder auch Industrie 4.0 - setzen den Schwerpunkt vor allem auf den Technologie- und den Industriesektor. Seit Jahresanfang 2023 haben Technologieaktien auf der Welle der Euphorie rund um das Thema der Künstlichen Intelligenz (KI) deutliche Kurszuwächse verzeichnet.

In einzelnen Fällen erachten wir die Bewertung von besonders KI-geprägten Titeln als ambitioniert. Daher bestätigen wir unsere Empfehlung zu einer Anlage in einen breiter gestreuten Fonds aus dem Bereich der Industrie 4.0 oder Technologie. Diese Engagements verzeichnen nicht

nur gegenwärtig ein positives Momentum, sondern sollten auch langfristig an den oben aufgezeigten Trends partizipieren.

#### **Digitale Sicherheit**

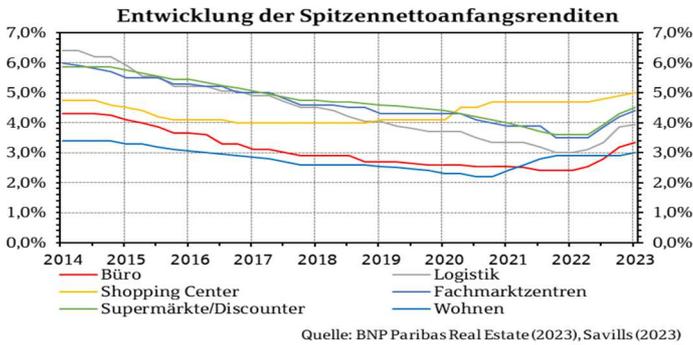
Die Digitalisierung schafft neue Anwendungen, einfachere und effizientere Prozesse und ist für einen immer größeren Teil der Wertschöpfung verantwortlich. Damit wächst die Abhängigkeit von Wirtschaft und Gesellschaft im Hinblick auf die digitale Verfügbarkeit, Vertraulichkeit und Integrität.

Dass das Treffen von Schutzmaßnahmen für die IT-Sicherheit zunehmend wichtiger wird, spiegeln kontinuierliche Berichterstattungen über Cyberangriffe wider. Allein für die deutsche Wirtschaft entstehen laut dem Branchenverband bitkom Schäden durch den Diebstahl von IT-Ausrüstung und Daten, Spionage sowie Sabotage in Höhe von 203 Mrd. Euro jährlich (Stand: August 2022, 2019: 103 Mrd. Euro). Schätzungsweise fast neun von zehn Unternehmen sind durch Angriffe auf die IT betroffen.

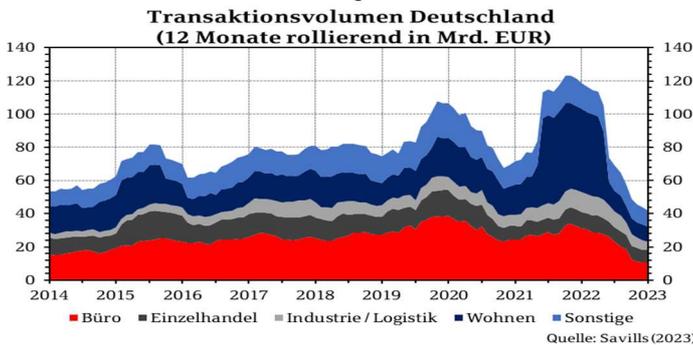
Daher empfehlen wir eine Anlage in einen Aktienfonds, der auf Unternehmen aus dem Segment der digitalen Sicherheit ausgerichtet ist. Die Geschäftsmodelle umfassen vor allem die Übertragung, die Sicherung sowie den Umgang mit sensiblen Daten und den Zugriff auf Datenzentren. Vorzugsweise sollte ein Engagement in einen börsenhandelten ETF gewählt werden, zumal das Angebot an aktiven Fonds mit hohem Reinheitsgrad in Bezug auf das Thema Cyber Security sehr eingeschränkt ist.

#### **Immobilien**

Erst Covid-19 und dann auch noch der Krieg in der Ukraine: Die Landung gleich mehrerer Schwarzer Schwäne läutete spätestens im vergangenen Jahr auch am Immobilienmarkt eine Zeitenwende ein. Das volkswirtschaftliche Umfeld aus hartnäckiger Inflation, rezessiven Tendenzen, anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten und nicht zuletzt der ökologisch nachhaltigen Ausrichtung der Volkswirtschaften stellt sowohl die Vermietungs- als auch die Kapital- und Investmentmärkte vor große Herausforderungen. Seit dem Höchststand im Januar 2022 kam es an nahezu allen europäischen Transaktionsmärkten zu einer Vollbremsung der Investitionstätigkeit und einer vollständigen Neuordnung des Marktumfeldes. Die gestiegenen Finanzierungs- und Kapitalmarktzinssätze in Folge des EZB-Zinserhöhungszyklus führen über alle Nutzungsklassen hinweg zu Anpassungen bei den Immobilienpreisen und anziehenden Nettoanfangsrenditen. Im Bürosegment stiegen die Spitzennettoanfangsrenditen innerhalb von 12 Monaten um 100 Basispunkte auf 3,4 Prozent - das entspricht dem höchsten Stand seit 2016.



Ab 2010 befanden sich die Immobilienmärkte über viele Jahre hinweg - mit Ausnahme von einzelnen Einzelhandelssegmenten - in der besten aller Welten: Aus sinkenden Leerständen und steigenden Mieten resultierten immer höhere Kapitalwerte, da die zugleich niedrigen Zinsen die Bewertungsniveaus vertretbar erschienen ließen und viele Investorengelder in den Markt kanalisiert. Nun sind die Zinsen im Eiltempo gestiegen und bei aktuellen Transaktionen zeigt sich, dass nach mehr als zehn Jahren der Verkäufermarkt zunehmend in einen Käufermarkt umkehrt. Eine nachhaltige Belebung des Investmentmarktes dürfte sich jedoch bis ins nächste Jahr verschieben, da sich noch große Teile des Marktes weiterhin in einer Findungsphase befinden. Die Preisvorstellungen der Verkäufer und Käufer weichen häufig noch weit voneinander ab.



Der Verkaufsdruck dürfte aber weiter zunehmen und Verkäufer sich an die neue Realität gewöhnen. Während viele Projektentwickler bereits zu Zugeständnissen bereit sind, sollte die Verkaufsbereitschaft auch unter kreditabhängigen Bestandshaltern mit nahenden Kreditfälligkeiten und höheren Eigenkapitalquoten und Kosten bei der Anschlussfinanzierung steigen. Zwangsverkäufe und Restrukturierungen dürften daher zunehmen.

Die Zeiten sind somit für alle Marktteilnehmer herausfordernd. Eigenkapitalstarke Investoren finden sich aktuell in einer günstigen Position wieder. Bei angepassten Kaufpreisen bieten sich ihnen attraktive Opportunitäten. Der Markt preist im Vergleich zum letzten Hoch derzeit einen Abschlag von mindestens 20 Prozent ein, Klarheit wird es aber erst mit der Stabilisierung des Zinsniveaus geben. Mit dem Abklingen der hohen Zinsen dürften sich auch die

Immobilienanfangsrenditen wieder festigen und perspektivisch sogar wieder sinken.

Risiken für die Immobilienmärkte gehen aber auch von der realwirtschaftlichen Seite aus. Wenn auf den Zins- ein Konjunkturschock folgen sollte, würde der Bärenmarkt sicherlich ausgedehnter und die Preiskorrekturen kräftiger ausfallen, da die Miet- und Kaufpreisentwicklungen im höchsten Maße mit der wirtschaftlichen Dynamik verknüpft sind. Das betrifft insbesondere den Büromarkt, der mit einer zeitlichen Verzögerung den Entwicklungen der Konjunktur und Arbeitsmärkte folgt. Die Bremswirkung der bisherigen Zinsanhebungen lässt sich an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und dem Rutschen der Euro-Zone in eine technische Rezession bereits deutlich erkennen. Diese konjunkturelle Abkühlung spüren auch die Vermietungsmärkte, was zu einer zunehmenden Heterogenität bei Mietpreisen und Leerständen zwischen Objekt- und Lagequalitäten führt. Daneben stellen die nicht abgeschlossene Diskussion über die Auswirkungen von Mobilem Arbeiten sowie die aufwändige Implementierung von ESG-Maßnahmen weitere Belastungsfaktoren dar.

Im Einzelhandel stellt sich die Situation sehr differenziert dar, da der Lebensmitteleinzelhandel und andere Güter des kurzperiodischen Bedarfs kaum substituierbar oder intertemporal verschiebbar sind und die Konsumenten die Preissteigerungen akzeptieren. Somit erweisen sich Nahversorgungskonzepte und Fachmarktzentren resilient, während Einkaufszentren und Haupteinkaufsstraßen unter der schlechten Konsumlaune der Verbraucher leiden.

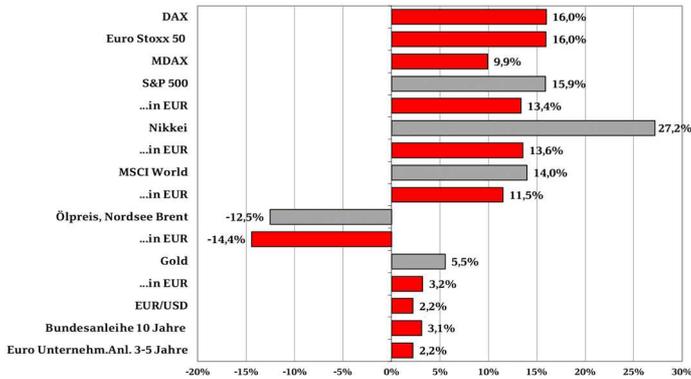
Die Logistik- und Wohnimmobilienmärkte profitieren hingegen nach wie vor von einem sehr geringen Angebot, was zu weiterhin steigenden Spitzen- und Durchschnittsmieten führt. Insbesondere bei Wohnen besteht in den prosperierenden Regionen und Großstädten nahezu kein Leerstand, während auf der Nachfrageseite auch im Hinblick auf die abnehmende Erschwinglichkeit von Wohneigentum ein konstanter Überhang besteht.

Zusammenfassend kann resümiert werden, dass sich die relative Attraktivität von gewerblichen Immobilienanlagen in Folge des bewegten Makro- und Kapitalmarktumfeldes verschlechtert hat. Immobilien bieten aber auch weiterhin einen vergleichsweise guten Inflationsschutz durch perspektivisch steigende Mieteinnahmen. Dies trifft insbesondere bei Indexmietverträgen zu, die bei professionell gemanagten Objekten mittlerweile die Normalität sind. So hat sich die Mietrendite bei ausgewählten offenen Immobilienfonds durch die hohe Inflation sowie häufig indexierte Verträge deutlich verbessert, wodurch hier auch 2023 mit Renditen zwischen 2 und 3 Prozent gerechnet werden kann. Bei neu aufgelegten geschlossenen Beteiligungen bieten sich bei sorgfältiger Auswahl sogar gute Einstiegsmöglichkeiten für ein langfristig erfolgreiches Immobilien-Investment.

**Anlagestrategie**

Besser als erwartet: Mit diesem Halbsatz lässt sich das Geschehen auf den Kapital- und Anlagemärkten sowie der Volkswirtschaft für das erste Halbjahr 2023 wohl recht treffend beschreiben.

**Überblick Performance 01.01. - 30.06.2023**



Quelle: Refinitiv

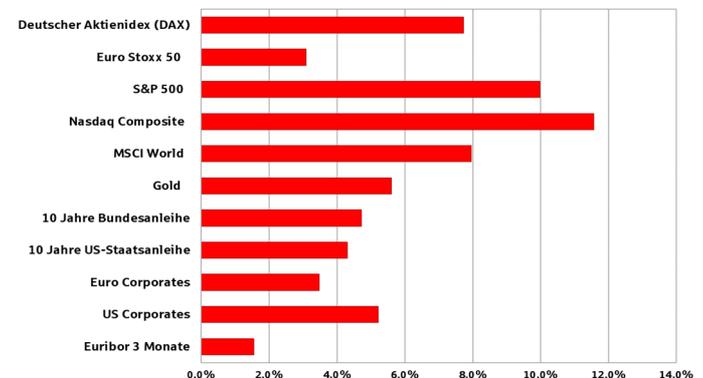
Gerade die europäischen Aktienmärkte konnten Wertzuwächse im zweistelligen Bereich verbuchen, womit zu Beginn des Betrachtungszeitraumes nicht unbedingt zu rechnen war. Getragen von sehr positiven Unternehmensgewinnen und einem sich insgesamt stabilisierenden volkswirtschaftlichen Umfeld können Aktionäre auch bei international gestreuten Engagements auf ein überdurchschnittliches Ergebnis blicken. Auf der einen Seite haben das Ausbleiben einer krisenhaften Zuspitzung im Bereich der Energieverfügbarkeit insbesondere in Deutschland, das sukzessive Schließen der unterbrochenen Lieferketten sowie das Anlaufen der chinesischen Volkswirtschaft dazu beigetragen. Auf der anderen Seite sind wir weit davon entfernt, auch nur ansatzweise ein Aufschwung-Szenario skizzieren zu können. Im Prinzip bewegen sich die großen Volkswirtschaften, mit Ausnahme von China, auf der Nulllinie mit immer noch zu hohen Inflationsraten. Mit anderen Worten: Stagflation. Und auch für 2024 ist eine spürbare Dynamik anhand der Frühindikatoren nicht ablesbar. Die großen Notenbanken - hier insbesondere die europäische und die US-amerikanische - tun das, was sie in einem hochinflationären Umfeld tun müssen: Sie erhöhen die Zinsen und verknappen die Liquidität. Angesichts mittlerweile rückläufiger Inflationsraten, schwacher Konjunkturaussichten und bereits erfolgter massiver Zinserhöhungen dürfte der Leitzinsgipfel nicht mehr weit entfernt sein. Dies gilt umso mehr, da die Zinserhöhungen erst mit Verzögerung ihre Wirkung auf die Wirtschaft zeigen. Während die Kurzfristzinsen kräftig gestiegen sind, hielt sich der Aufwärtstrend bei langen Laufzeiten wie erwartet in engen Grenzen, so dass auch Festverzinsliche im positiven Terrain liegen. Letzteres dürfte auch dem Gold geholfen haben, da noch negative Realrenditen eine gute Unterstützung boten. Im deutlich gesunkenen Ölpreis

spiegeln sich die nur mäßigen Erwartungen für die weltweite Konjunktur.

Das volkswirtschaftliche Umfeld sollte somit auch für die zweite Jahreshälfte und wohl auch für weite Teile des kommenden Jahres eingetrübt bleiben. Die Hoffnungen des Kapitalmarktes begründen sich in einem Umschwenken der Geldpolitik. Letzteres würde sicherlich ein entscheidender Stimulator sein, nur teilen wir die am Kapitalmarkt kolportierten Zeitpunkte (USA zum Jahreswechsel, EZB erstes Halbjahr 2024) nicht. Nach unserer Einschätzung wollen die Notenbanken mehr oder weniger absolute Gewissheit haben, dass sie den Kampf gegen die Inflation auch nachhaltig gewonnen haben. Bei einer ersten - sicherlich etwas rudimentären - Bewertung spricht somit vieles für Anleihen und gegen Aktien. Insbesondere die derzeit noch sehr rigiden Äußerungen der Notenbanken sollten dafür sorgen, dass die Inflationserwartungen verankert bleiben und das jetzige Renditeniveau bei längeren Laufzeiten dürfte sich weitgehend behaupten.

Neben der Erhöhung der Zinsen ist und muss es ein Anliegen der Notenbanken sein, die viel zu üppige Liquiditätsausstattung wieder auf ein adäquates Niveau zu reduzieren. Die zuvor zur Bekämpfung der diversen Krisen eingesetzten Liquiditätssalven führten zwar wie erhofft zu einer (künstlichen) Nachfragebelebung, aber eben auch zu Exzessen bei der Preisbildung nahezu aller Anlagen und Güter. Dieser Effekt sollte nunmehr entfallen und wahrscheinlich dafür sorgen, dass sich Preise wieder auf einem realistischeren Niveau einpendeln. Folglich kann nicht mehr alles zugleich steigen, da die Ressource Kapital wieder knapp ist und somit die bestmögliche Investition sucht. In dieser Situation auf eine höchstmögliche Streuung (Diversifikation) zu setzen und dabei auch und gerade die festverzinslichen Wertpapiere zu berücksichtigen, hilft das Portfolio zu stabilisieren und gleichzeitig für eine adäquate Rendite zu sorgen.

**Durchschnittliche Jahresrenditen der letzten drei Dekaden**



Quelle: Refinitiv

Das Halten von größeren Anteilen in Liquidität erbringt einerseits nicht die gewünschten Diversifikationseffekte und andererseits nicht die erforderliche Rendite für einen

realen Kapitalerhalt. Neben dem beschriebenen Liquiditätsentzug setzt der bereits erfolgte Zinsanstieg allen Anlageklassen zu.

Der Bewertungsmaßstab liegt mit dem sogenannten risikofreien Zins halt nicht mehr um Null, sondern eher bei 3 Prozent. Dementsprechend dürften je nach geforderter zusätzlicher Risikoprämie die Ertragserwartungen entsprechend steigen. Während im Immobilienbereich diese Neubewertung sicherlich noch nicht als abgeschlossen anzusehen ist, machen im Vergleich zwischen Aktien und Festverzinslichen auch unter dem Aspekt der **Bewertung** die Zinspapiere das Rennen. Die Unternehmen können sicherlich mit Stolz für sich in Anspruch nehmen, sowohl die Pandemie als auch die Krise bei Rohstoffen im Zuge des Ukraine-Krieges sehr gut bewirtschaftet zu haben. Allerdings ergeben sich aus den gängigen Bewertungsverfahren keine nennenswerten Spielräume, eine schwächere wirtschaftliche Entwicklung zu kompensieren, indem entsprechende Puffer aufgebaut wurden. Sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks sind Aktien bereits recht ambitioniert bewertet, was noch verstärkt für die US-Titel gilt. Somit gilt auch unter diesem Punkt: Festverzinsliche vor Aktien.

Neben den kurzfristigen Perspektiven sind die nachhaltig zu erwartenden Wachstumserwartungen von zentraler Bedeutung. Im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung sprechen wir auch von dem Potenzialwachstum. Hier gehen die Wachstumsraten bei den alten Industrieländern unisono eher herunter, so werden für Deutschland Werte zwischen 0,5 und 1,0 Prozent geschätzt. Mehr und mehr werden nunmehr Überlegungen angestrebt, ob der vermehrte Einsatz von KI zu einer Verschiebung der Wachstumskurve nach oben führen könnte, weil es zu nachhaltigen Produktivitätsschüben kommt. Inwieweit dies wirklich realistisch ist, wie hoch die Effekte sind und wann diese greifen, ist Stand heute noch nicht zu beziffern. Dass KI mit einer hohen Wahrscheinlichkeit in unserem persönlichen und dem Arbeitsleben Einzug halten wird, scheint im wahrsten Sinne vorprogrammiert. Durch die höhere Produktivität wird nicht nur der zu verteilende „Kuchen“ größer, auch Unternehmen dürften höhere Gewinne erzielen und die Inflation würde sich schneller in Richtung des Zielwertes bewegen: Ein Goldilocks-Szenario. Anleger würden sowohl von sinkenden Zinsen bei Festverzinslichen als auch steigenden Aktiennotierungen profitieren. Dass Technologiewerte mit dem besonderen Fokus auf KI hier zu den Favoriten zählen, bedarf schon fast keines Kommentares mehr. Schwierig bzw. fast unmöglich ist es nach unserer Einschätzung allerdings, einzelne Unternehmen zu benennen, die mit einem Großteil ihres Geschäftsmodells nachhaltig an dieser Entwicklung partizipieren werden. Wir favorisieren hier weiterhin breiter gestreute Engagements in Technologie und Automatisierung mit einem aktiven Management. Denn eines

dürfte wohl auch klar sein: KI wird mehr als ein zartes Innovations-Pflänzchen sein, ob die zum Teil sehr hohen Bewertungen der Aktien in allen Fällen nachhaltig sind, bleibt fraglich.

Nicht fehlen darf an dieser Stelle der Hinweis auf die strukturellen Trendthemen - den bekannten 3 oder auch 4 Ds: Digitalisierung, De-(Re) Globalisierung, Demographie und Dekarbonisierung. An der grundsätzlichen Aussage, dass die genannten Trends Gesellschaft und Ökonomie prägen werden, bedarf es nach unserer Meinung überhaupt keinerlei Zweifel, auch wenn die Intensität und Wahrnehmung und damit auch die Dynamik an den Börsen im Zeitablauf schwankend sein wird.

Wie stellen wir uns jetzt konkret die Auswahl der einzelnen **Aktienengagements** vor? Bei einem Blick auf die diesjährige Wertentwicklung könnte man durchaus geneigt sein, einfach die am stärksten kapitalisierten Werte des Billionen US-Dollar-Clubs zu kaufen und es dabei zu belassen. Auch wenn es keine finale Bewertung einer solchen Strategie geben kann, erscheint uns dies nicht ratsam zu sein. Nach der außergewöhnlichen schlechten Entwicklung der US-Technologiebörse im letzten Jahr folgte in den ersten Monaten 2023 eine imposante Aufholjagd, die zusätzlich durch die Chancen der KI beflügelt wurde. Inwieweit die mittlerweile sehr ambitionierten Bewertungen von einzelnen Unternehmen sich hier als belastbar und nachhaltig erweisen, bleibt dennoch abzuwarten. Darüber hinaus sei mit dem Blick auf die etwas weiter zurückliegende Vergangenheit der sogenannten Nifty Fifty-Aktien der 70er Jahre verwiesen, dass Größe allein kein Argument für erfolgreiche Geschäftsmodelle sein muss. Die Aktien dieser Unternehmen galten lange Zeit als unverwundbare Investments, die unbesehen gekauft werden konnten.

Gezeigt hat sich in den letzten gut 1,5 Jahren auch, dass das einseitige Setzen auf Wachstums- oder Substanzwerte zu einer hohen Schwankung mit entsprechenden Abweichungen zu den breiten Aktienmärkten führen kann. Hier in jeder Kapitalmarktphase die richtigen taktischen Entscheidungen zu treffen, erscheint sehr ambitioniert. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir als Kern ein robustes und international ausgerichtetes Aktien-Engagement, ohne Fokus auf eine bestimmte Stilrichtung. Darüber hinaus setzen wir weiterhin auf die Themen Technologie, Automatisierung und Datensicherheit. Unter Branchenaspekten könnten Investments in zyklische Branchen noch verfrüht sein, wobei dies in bestimmten Sektoren und Unternehmen mit zum Teil extrem gedrückten Notierungen und entsprechend niedrigen Bewertungen nur eingeschränkt gilt. Auch wenn unser Engagement in den asiatischen Emerging Markets bislang wenig überzeugen konnte, halten wir daran fest.

Bei den **Ergänzungsanlagen** stechen derzeit zwei Varianten heraus: Erstens defensive Indexanleihen mit einem großen „Puffer“ zur Erzielung eines attraktiven Ertrages bei begrenztem Risiko. Zweitens Indexanleihen mit kürzeren Laufzeiten und einem Abschlag zum aktuellen Kurs. Mit letzteren lässt sich ein systematischer Bestandsaufbau erreichen.

Unser ganz besonderes Augenmerk gilt derzeit den Festverzinslichen. Nach Jahren der Enthaltensamkeit weist der Rentenmarkt mittlerweile ein breites und tiefes Spektrum an attraktiven Investitionsmöglichkeiten auf. Dies gilt es nach unserer Einschätzung zu nutzen, um einerseits verlässliche laufende Erträge zu generieren und auf mittlere Sicht einen realen Kapitalerhalt zu erreichen. Zudem gilt es gerade in diesem Segment, die durch Streuung vermeidbaren Risiken zu minimieren. Worum geht es nun konkret:

- Aufbau einer Fälligkeitenstruktur, um Planbarkeit und Diversifikation zu sichern
- Mehrrendite bei Unternehmensanleihen mit breit gestreuten Engagements zu erwirtschaften
- Inflationsschutz aufbauen
- Beimischung von Währungen als Ausgleich zum Euro

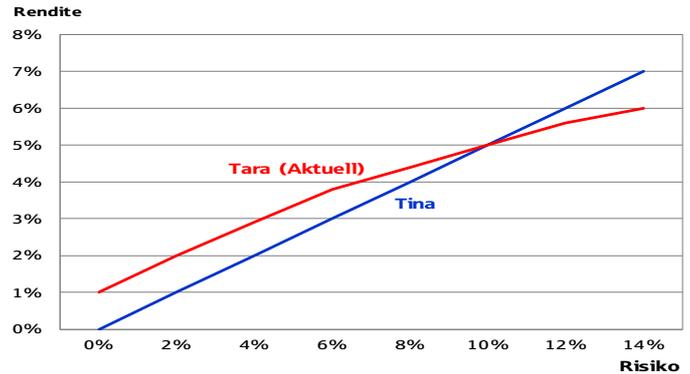
Bei den **Rohstoffen** setzen wir weiterhin auf Gold und Metalle, die für die Transformation in eine kohlenstofffreie Zukunft unentbehrlich sind. Bei den Metallen erfolgt die Abbildung durch Aktien entsprechender Minengesellschaften.

**Immobilien** sind und bleiben ein strategischer Baustein, der wohl die direkteste Abhängigkeit zum erfolgten Zinsanstieg aufweist. Eine Anpassung der Verkehrswerte an die Markttrenditen wird sich erst sukzessive einstellen. Im Ergebnis dürfte die erforderliche Revision der Bewertungen noch Zeit in Anspruch nehmen, entsprechende Mietsteigerungen beinhalten und eine starke Spreizung in Abhängigkeit des jeweiligen energetischen Standards aufweisen.

**Vermögensstruktur**

Die wohl positivsten Einflüsse hat die Vermögensstruktur durch die Rückkehr des Zinses erfahren. Zwei Gründe sind dabei maßgeblich: Auch mit einer konservativen Aufstellung sollte es Stand heute gelingen, auf mittlere Frist wieder einen realen Kapitalerhalt zu erreichen, da sich die sogenannte Effizienz- oder auch Ergebnislinie (Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite und Schwankung) nach oben verschoben hat. In der Niedrigzinsphase galt noch das Tina-Prinzip (There is no alternative), durch das die Aktien sehr stark gewichtet wurden. Heute gilt das Akronym Tara (There are reasonable alternatives).

**Effizienz- oder auch Ergebnislinie**



Quelle: Eigene Berechnungen

Der zweite Grund liegt in der zu erwartenden geringeren Schwankung. Der „Erfinder“ der Diversifikation - Harry Markowitz - hat einfach ausgedrückt bewiesen, dass mittels Streuung die Schwankungen reduziert werden können, da die unterschiedlichen Anlageklassen sich nicht gleichförmig entwickeln. Einen Wermutstropfen gibt es auch hier: Es ist zu erwarten, dass insbesondere Aktien zukünftig eine leicht reduzierte Rendite aufweisen werden.

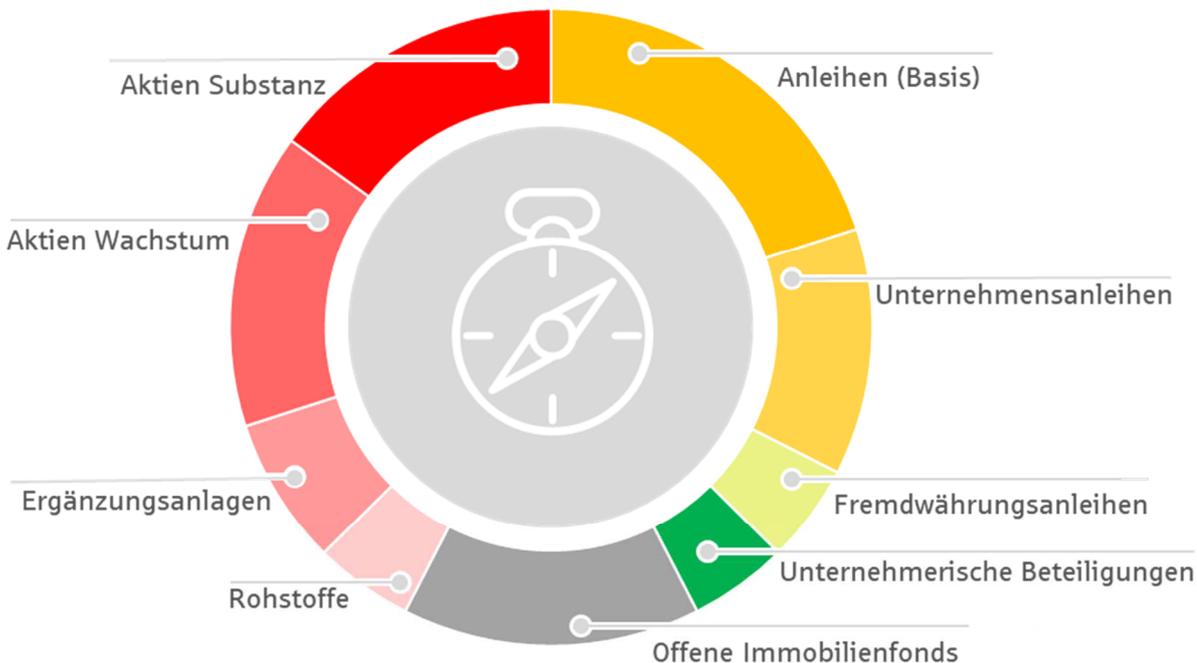
Insgesamt ist die vorgeschlagene Vermögensstruktur in einem hohen Maße ausgeglichen. Während die Euro-Anleihen an Gewicht gewonnen haben, erfahren Immobilien, Ergänzungsanlagen und Fremdwährungsanleihen Reduzierungen. Der Aktienanteil ist zwar auch leicht abgeschmolzen, kann sich aber angesichts der erwarteten höheren Rendite im Vergleich mit Anleihen recht gut behaupten.

**Prognosen 2023 auf einen Blick**

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	16.039	13.800 - 16.700	<b>16.000</b>
Euro Stoxx 50 Index	4.391	3.500 - 4.500	<b>4.250</b>
S&P 500 Index	4.456	3.600 - 4.500	<b>4.200</b>
MSCI World Index	2.972	2.400 - 3.100	<b>2.950</b>
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,46	2,75 - 3,00	<b>2,75</b>
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	3,86	3,75 - 4,00	<b>3,75</b>
Euro in US-Dollar	1,09	1,00 - 1,10	<b>1,05</b>
Gold (USD pro Feinunze)	1.925	1.800 - 2.050	<b>1.950</b>

Stand 04.07.2023

**Beispielhafte Asset Allokation für einen Anleger mit mittlerer Risikobereitschaft**



*Hierbei handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allocation. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.*