Jahresausblick 2023

2023 ist ein Jahr mit vielen Fragen und Unbekannten. Wie geht es im Ukraine-Krieg weiter? Wird China seine Null-Covid-Strategie mit immer wiederkehrenden Lockdowns beenden? Kühlt der Taiwan-Konflikt wieder ab? Aber auch banale Dinge wie das Wetter in diesem und im nächsten Winter können erheblichen Einfluss auf das wirtschaftliche Geschehen in Europa haben.

Doch Krisen bieten immer auch Chancen für Neues und für Marktbereinigungen.

Die Annahmen der FIDUKA

1. Die konjunkturellen Warnlampen wie z. B. die Stimmungsindikatoren der Wirtschaft leuchten rot. Zwar sind die Auftragsbücher der Industrie noch gut gefüllt, neue Aufträge sind jedoch in vielen Schlüsselbranchen Magelware und die Konsumenten leiden unter der hohen Inflation. Für Europa erwarten wir im ersten Halbjahr eine leichte Rezession mit einer anschließend langsamen Erholung. Europa leidet insbesondere unter einer teuren Energieversorgung und immer stärker unter Arbeitskräftemangel. Die USA dürften erneut etwas besser abschneiden. Mehr als 0,5% Wirtschaftswachstum in 2023 sind voraussichtlich aber nicht drin. Die Wirtschaft der Eurozone dürfte maximal stagnieren. Im Gegensatz zu früheren Rezessionen sollte es keinen deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit geben.
2. In den USA hat die Inflation ihr Hoch bereits im Sommer 2022 gesehen, in Deutschland ist erst Anfang 2023 damit zu rechnen. Auch wenn dann im Jahresverlauf die Teuerungsraten sukzessive fallen, bleibt die Inflation hartnäckig. In zwölf Monaten dürfte die Inflation noch bei 4% bis 5% liegen – das 2%-Ziel der Notenbanken bleibt in weiter Ferne. Zweitrundeneffekte sind klar erkennbar und die Preise steigen auf breiter Front. Und aufgrund des engen Arbeitsmarktes beginnt sich die Lohn-/Preisspirale bereits zu drehen.
3. Der Kampf der Notenbanken gegen die Inflation ist noch nicht abgeschlossen. In den USA dürfte der Leitzins in zwei weiteren Schritten auf mindestens 5% ansteigen. Die EZB hat aufgrund ihrer sehr späten Zinswende noch geldpolitischen Nachholbedarf, befindet sich aber in einer schwierigen Situation, denn zu starke Zinserhöhungen könnten das Eurogefüge destabilisieren. Dennoch sollte der Leitzins im Euroraum auf über 3% steigen.
4. Die Zinswende nach 40 Jahren rückläufiger Renditen kam mit Doppel-Wumms. Quasi über Nacht bieten Anleihen wieder Renditen wie seit 10 Jahren nicht mehr. Nullzinsen gehören endlich der Vergangenheit an. Im Gegensatz zu den USA sehen wir im Euroraum noch leichtes Steigerungspotential bei den Renditen. 10-jährige Bundesanleihen könnten auf 2,5% Rendite klettern, US-Pendants sollten auf dem jetzigen Niveau verharren.
5. Der US-Dollar verlässt die Einbahnstraße und dürfte sich leicht gegenüber dem Euro abschwächen, da der Zinsvorsprung der USA schrumpft. Für eine nachhaltige Trendwende fehlt es dem Euro jedoch an politischer Stabilität und Energiesicherheit. Wir rechnen mit einer breiten Seitwärtsbewegung des US-Dollar zwischen 0,95–1,15 und am Jahresende mit 1,10 zum Euro.
6. Den Unternehmen bläst von der schwächeren Konjunktur und den sprunghaft gestiegenen Kosten ordentlich Wind entgegen. Für 2023 rechnen wir mit einem Rückgang der Unternehmensgewinne zwischen 5% und 10% (USA & Europa). Der Marktkonsens geht zurzeit noch von leichten Steigerungen aus. Das dürfte zu Enttäuschungen führen. Über die nächsten Jahre sollte jedoch die hohe Inflation die Gewinne über höhere Umsätze (nominal) anschieben, wenn es den Unternehmen gelingt, ihre Margen zu stabilisieren. Nehmen die Unsicherheiten im Jahresverlauf ab, sehen wir den fairen Wert des STOXX 600 auf 12-Monatssicht bei rund 500 Punkten (KGV von 14 bezogen auf Gewinnerwartung für 2024). Die vergleichsweise hohen US-Zinsen dürften den S&P 500 stagnieren lassen.

INHALT

▶ **Die Annahmen der FIDUKA** S. 1
▶ **Rückblick auf das Jahr 2022** S. 2
- Wichtige Finanzmarktindizes 2022 in Euro

▶ **Anlageperspektiven**
- Konjunkturelles Umfeld S. 3
- Anleihen S. 4
- Aktien S. 6

▶ **Anlagestrategie** S. 8

Rückblick auf das Jahr 2022

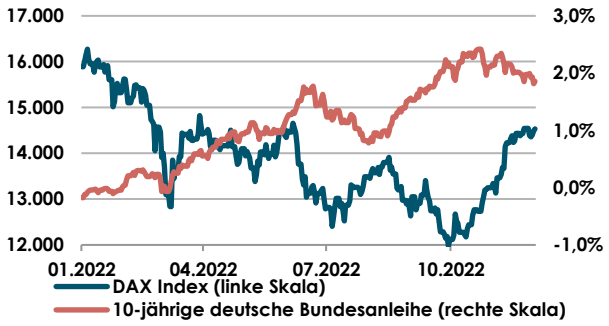
Thomas Graf

Eigentlich sollte es das zweite Aufschwungjahr nach der Corona-Pandemie werden, aber schon früh, Ende Februar, waren alle Prognosen wieder Makulatur. Die Wirtschaft sollte angetrieben werden von der Nachfrageerholung im Dienstleistungssektor einschließlich Touristik und Gastgewerbe. Mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar gab es dann aber eine scharfe Trennungslinie in die Zeit vor und nach dem Überfall. Die Aktien gingen sofort auf Talfahrt, die Zinsen setzten zum Sprung nach oben an und der US-Dollar war, wie meist in geopolitischen Krisen, als sicherer Hafen gefragt und legte gegen fast alle Währungen kräftig zu. Gegenüber dem Euro befestigte er sich zwischenzeitlich sogar etwas über die Parität hinaus. Ölpreise und Rohstoffe schossen bei Kriegsbeginn unmittelbar nach oben, und später, als Russland seine Gaslieferungen immer weiter einschränkte, verteuerten sich auch das Erdgas und die Strompreise in Europa um ein Vielfaches.

Die zweite einschneidende Veränderung war der Schwenk der Notenbanken von einer konjunkturstützenden Niedrigzins- zu einer restriktiven Antiinflationspolitik. Die ohnehin nicht mehr als nur vorübergehend einzustufende Teuerung war durch die Rohstoff- und Energiepreisexplosion spätestens nach dem Ausfall Russlands als Lieferant endgültig aus dem Ruder gelaufen.

Die US-Notenbank eröffnete den Zinsreigen im März mit einer vorsichtigen Leitzinsanhebung um 0,25 %, der ersten seit Ende 2018. Viele Länder folgten zeitnah und die Europäische Zentralbank konnte sich schließlich im Juli zu einem Zinsschritt durchringen. Bis heute gab es in den USA fünf weitere, darunter vier Schritte um jeweils 0,75 %, und in der Eurozone ebenfalls zwei 0,75 %-Schritte. Der Zentralbankschwenk hin zu ernsthafter Inflationsbekämpfung übte weiteren Abwärtsdruck auf Aktien und Anleihen aus. Für Anleger bedeutete das äußerst seltene gleichzeitige Abrutschen von Aktien und Anleihen, dass ihre Portfoliorendite von zwei Seiten in die Zange genommen wurde.

DAX Index und Rendite 10-jährige Bundesanleihe



Quelle: Bloomberg

Lieferkettenprobleme und Engpässe bei Halbleitern und anderen Vorprodukten sowie massiv steigende Frachtraten waren neben der Energiekosteninflation in der Industrie die Gründe dafür, dass die ursprünglichen Prognosen für das Wirtschaftswachstum weit verfehlt wurden. In China sorgte darüber hinaus die gescheiterte Null-Covid-Politik wegen großflächiger Lockdowns für erhebliche Wachstumsverluste.

Die Inflation, die neben der abflauenden Weltwirtschaft immer mehr zum beherrschenden volkswirtschaftlichen Thema wurde, verdoppelte sich im Euroraum rasant von 5,1 % im Juni bis auf 10,6 % im Oktober. In den USA kletterte sie im Juni auf 9,1 %, hat sich seitdem aber vier Monate in Folge bis auf 7,7 % im Oktober zurückgebildet. Das ist noch kein Erfolg der restriktiven Zinspolitik, die sich erfahrungsgemäß erst nach zwei bis drei Quartalen in einer rückläufigen Geldentwertung auswirkt, sondern den wieder nachgebenden Energie-, Tankstellen- und Autopreisen geschuldet. In der Eurozone hat sich die Teuerung erstmalig im November leicht auf 10,0 % ermäßigt, gleichfalls wegen nachgebender Energiepreise, unterstützt von Preisdeckelungsmaßnahmen in einigen EU-Staaten.

Die rückläufigen Inflationsraten und die Erwartung künftig etwas kleinerer Zinsschritte seitens der Geldhüter haben in den letzten Wochen zu einer kräftigen Erholung an den Aktienbörsen und einer Abwärtsbewegung der Zinsen geführt. Dass das Anlagejahr 2022 trotzdem eines zum Vergessen ist, daran kann diese gute Börsenphase auch nichts mehr ändern.

Wichtige Finanzmarktindizes 2022 in Euro*

MSCI Weltaktienindex	-7,1%
S&P 500 (USA)	-6,6%
MSCI EM (Schwellenländer)	-12,2%
STOXX 600 (Westeuropa)	-6,8%
EURO STOXX 50 (Eurozone)	-5,1%
DAX (Deutschland Standardwerte)	-8,5%
MDAX (Deutschland Nebenwerte)	-25,5%
CAC 40 (Frankreich)	-3,6%
FTSE MIB (Italien)	-6,9%
FTSE 100 (Großbritannien)	4,1%
Dow Jones (USA 30 Standardwerte)	4,0%
Nikkei 225 (Japan)	-9,8%
FTSE Internationale Anleihen	-9,4%
REXP (Anleihen Deutschland)	-9,6%
US-Dollar/Euro	7,3%
CRB Rohstoffindex	31,0%
Rohöl (Brent)	27,8%
Gold	6,3%
Rogers Agri Index (Agrarprodukte)	14,3%

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes inkl. Dividenden * per 2. Dezember 2022

Anlageperspektiven

Klaus Jürgen Melzner

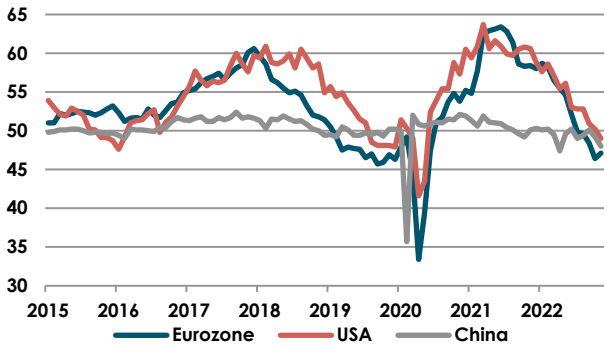
Konjunkturelles Umfeld

Sorge um die Stabilität der Preise, der Wirtschaft und der Politik

Uns erwartet ein Jahr mit weiteren Zinserhöhungen der Notenbanken, zumindest in der ersten Jahreshälfte aber in kleineren Schritten, mit real stagnierenden oder leicht schrumpfenden Volkswirtschaften in den USA, Europa und Deutschland, aber rückläufiger Inflation in den USA und der Eurozone. China sollte wieder etwas stärker wachsen, aber nur dann, wenn China die Covid-Probleme endlich in den Griff bekommt, zum Beispiel durch schnell steigende Impfquoten und wirksamere Impfstoffe.

Die inflationsbedingten Kaufkrafteinbußen der Verbraucher, restriktive Notenbanken und besonders in Europa tiefgreifende industrielle Transformationsprozesse am Energiemarkt und bei der Reorganisation der Lieferketten machen eine Anpassungsrezession wahrscheinlich. Die wird aber milder ausfallen als die steilen Abschwünge während der Finanzkrise 2009 und der Corona-Schließungen 2020. Die Frühindikatoren wie Konsumentenvertrauen und Einkaufmanagerindizes sind auf Mehrjahrestiefs abgesackt, haben sich aber wie die für Deutschland wichtige Ifo-Konjunkturumfrage zuletzt stabilisiert. Die grundlegenden Umstellungen, vor allem im europäischen Energiesektor, werden finanzielle Ressourcen kosten, aber die Unternehmen können heute im Vergleich zu früheren Krisen deutlich solidere Bilanzen mit hohen Barreserven vorweisen und sollten den Transformationsprozess bewältigen können. Auch stehen die Finanzinstitute auf einem solideren Fundament.

Einkaufsmanagerindizes China, USA und Eurozone



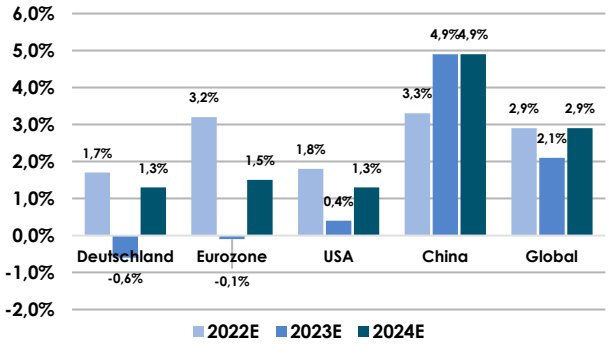
Quelle: Bloomberg, ISM Institute; Markit

Unsere Industrie wird anders produzieren müssen, zum Teil auch abwandern, aber zu einer befürchteten Deindustrialisierung auf breiter Front muss es nicht kommen. Denn eine Stärke der deutschen Industrie liegt in der Umsetzungsfähigkeit und Schnelligkeit dringender Umstrukturierungen, das konnte sie schon 2022 demonstrieren. Zwischen April und November hat sie bei nur um 1,5 % gedrosselter Produktion den Gasverbrauch um ein Viertel reduziert. Der kurzfristige „energy switch", die Umstellung auf andere Energieträger wie Öl oder Kohle, funktioniert in der Industrie im Rekordtempo. Anders bei den privaten Haushalten, hier ist Erdgas zum Heizen oder Kochen nicht kurzfristig ersetzbar, die Abhängigkeit bleibt und die Verbraucher müssen sich, wie auch beim Strom, auf vielfach höhere Preise einstellen. Der Kaufkraftverlust durch die Gas- und Strompreisexplosion führt zu einer Konsumzurückhaltung, die auch durch diverse Energiepreisbremsen oder Preisdeckel nicht vollständig kompensiert werden kann.

Die umfangreichen fiskalischen Stützungsprogramme in vielen Ländern Europas, finanziert durch mehr Verschuldung (Deficit-Spending), stehen konträr zur restriktiven Geldpolitik der Zentralbanken. Denn die beabsichtigen ja bei begrenztem Güterangebot die Nachfrage zu dämpfen, um den außer Kontrolle geratenen Preisauftrieb zu bändigen. In der Summe dürften die Inflationsraten im nächsten Jahr aufgrund von Basiseffekten im Energie- und Rohstoffbereich weltweit sinken. Rascher steigende Löhne und Zweitrundeneffekte in der Wertschöpfungskette werden allerdings dazu führen, dass das Eindämmen der Teuerung langsamer vonstattengeht als es sich die Zentralbanken wünschen. So dürfte die angepeilte Zielzone von zwei Prozent oder einer leicht darüber liegenden Inflation frühestens im Folgejahr erreicht werden.

Insgesamt bleibt die Prognoseunsicherheit überdurchschnittlich groß. Zahlreiche Faktoren sind kaum zu kalkulieren, das fängt beim Öl- und den Rohstoffpreisen an bis hin zur geopolitischen Lage und wie es im Ukraine-Krieg weitergeht. Eine Beendigung dürfte für eine sofortige Stimmungsaufhellung bei Verbrauchern und in der Industrie sorgen. Andererseits könnte eine Eskalation im Iran oder um Taiwan auch schnell das Gegenteil bewirken. Auch treiben der Krieg in der Ukraine und die hohen Preise die Politik vor sich her. Politische Spannungen im Inland wie im Ausland werden zunehmen.

Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg

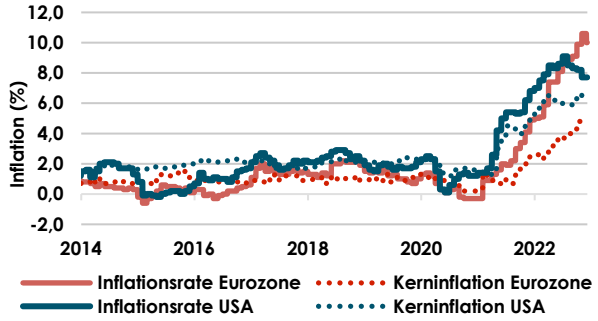
Anleihen

Stefan Hecht

Comeback der Inflation

Die lange totgeglaubte Inflation erlebte im Jahr 2022 ein spektakuläres Comeback. Während in den USA die Inflationsrate mit 9,1 % im Juli 2022 vermutlich ihren Höchststand erreicht hat und mit aktuell 7,7 % wieder etwas tiefer notiert, befindet sich die Teuerungsrate in der Eurozone mit einem aktuellen Wert von 10,0 % weiterhin nahe an ihrem Rekordniveau von 10,6 % im Oktober.

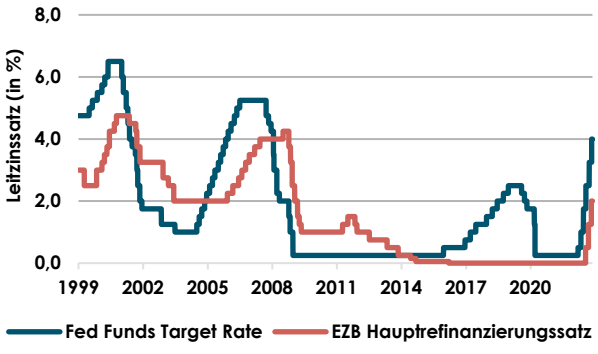
Inflation und Kerninflation (ohne Energie & Lebensmittel) in der Eurozone und in den USA



Quelle: Bloomberg

Auch die Geschwindigkeit dieses Inflationsausbruchs ist historisch einzigartig. Die im Jahresverlauf permanent nach oben überraschenden Inflationsraten haben bei der US-Notenbank Fed bereits Ende 2021 und bei der Europäischen Notenbank EZB schließlich Mitte 2022 zu der Erkenntnis geführt, dass sich ein breit basierter Preisauftrieb festgesetzt hat, der mit ungewohnt großen und schnellen Zinsschritten gestoppt werden muss. Die Fed hat als erste große Notenbank auf die aufkommende Inflation reagiert, indem sie die Zinsen in ihrer März-Sitzung zum ersten Mal in diesem Jahr erhöhte. Nach einigem Zögern und einem Anstieg der Euroland-Inflation bis auf knapp neun Prozent beschloss der EZB-Rat in seiner Juli-Sitzung dann ebenfalls die erste Zinserhöhung für den Euroraum.

Entwicklung der Leitzinsen



Quelle: Bloomberg, Stand 02.12.2022

Angesichts der in die Höhe schießenden Inflation und den beherzten Zinserhöhungen erfuhren die Rentenmärkte in 2022 weltweit eine dramatische Neubewertung mit teilweise historischen Kursverlusten innerhalb nur weniger Monate, was in Anbetracht der großen geopolitischen Risiken sowie sinkender Wachstumsprognosen recht überraschend war.

Restriktive Geldpolitik zeigt Wirkung

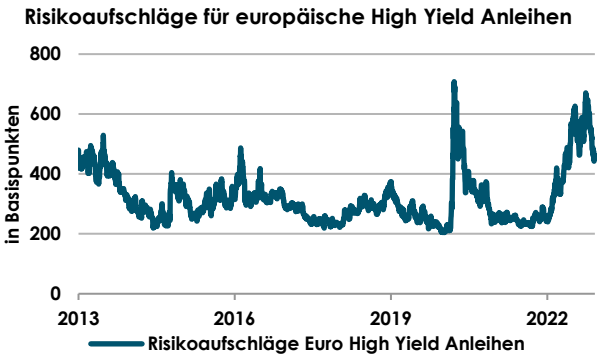
In den USA zeigen die kräftigen Zinserhöhungen – 3,75 % im bisherigen Jahresverlauf – ihre Wirkung. Die US-Inflation ist mittlerweile bereits den dritten Monat in Folge rückläufig, so dass sich bei den Fed-Direktoren in den letzten Wochen ein Konsens gebildet hat, wonach der Höhepunkt der US-Leitzinsen zwischen 5,0 % und 5,25 % liegen wird. Ausgehend vom aktuellen US-Leitzinsniveau von 4,0 % würde dies nur noch eine weitere Anhebung um 1,0 % bis 1,25 % (in mehreren Schritten) bedeuten. Am Markt wird sogar bereits über Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte diskutiert. Diesen Optimismus teilen wir jedoch nicht, sofern eine scharfe Rezession wie erwartet ausbleibt.

Mit Blick auf die Eurozone dürfte die Inflationsrate voraussichtlich im ersten Quartal 2023 ihren Hochpunkt erreichen – die Kerninflation im Euroraum präsentiert sich als extrem hartnäckig. Anschließend dürften jedoch Basiseffekte die Inflation in eine Spanne zwischen 4,0 % bis 5,0 % zum Jahresende 2023 drücken. Auch wenn damit die absolute Inflation in der Eurozone 2023 weiter zu hoch und über dem Zielwert der EZB von 2 % bleibt, wird die weitere Entwicklung der Euro-Leitzinsen vom Ausmaß des Inflationsrückgangs im Verlauf der ersten Jahreshälfte abhängen.

Die sich für das nächste Jahr derzeit eintrübenden Konjunkturaussichten dürften gepaart mit weiteren wenngleich moderateren Leitzinserhöhungen einen Rückgang der Inflationserwartungen bewirken. Nach dem rapiden Zinsanstieg in 2022 über alle Laufzeiten hinweg rechnen wir daher im kommenden Jahr nur noch mit einem leichten Anstieg der Renditen. 10-jährige Bundesanleihen könnten dabei auf ein Niveau von 2,5 % klettern.

Ausweitung der Risikoaufschläge

Für Unternehmensanleihen war 2022 aus zweifacher Sicht ein sehr schlechtes Anlagejahr. Neben dem markanten Zinsanstieg haben die Anleihenkurse unter der Risikoaversion der Anleger gelitten, was zu einer sprunghaften Ausweitung der Risikoaufschläge geführt hat – ein Anstieg von 200 auf 600 Basispunkten im Index für bonitätsschwächere Anleihen. Sowohl das Segment der Investment Grade Anleihen als auch der Hochzins-Anleihen (High Yield) mussten mit -13,0 % und -9,3 % deutliche Kursverluste hinnehmen.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

In der längerfristigen Betrachtung liegt der durchschnittliche Risikoaufschlag für Unternehmensanleihen unterhalb der bonitätsstarken Investment Grade-Anleihen (genannt High Yield) in einer Bandbreite zwischen 2,5 % und 3,0 %, sprich 250 bis 300 Basispunkte. Sollte im nächsten Jahr eine tiefe Rezession mit ihren negativen Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne ausbleiben, so dürften sich die Risikoaufschläge wieder auf ein normales Maß zurückbilden, was zu steigenden Anleihenkursen führen würde.

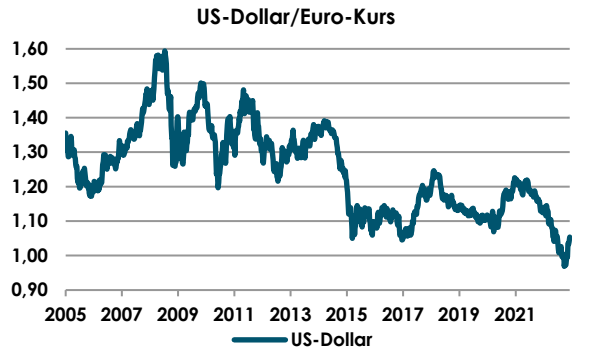
Berechtigte Hoffnung auf ein besseres Jahr für Anleiheninvestoren

Beim derzeitigen Renditeniveau erscheint uns das mittlere Laufzeitensegment sowohl bei Unternehmensanleihen mit einem Investment Grade Rating und zum Teil auch bei hochverzinslichen Anleihen attraktiv. Bei Neuanlagen in soliden Unternehmensanleihen sind Renditen zwischen 3,0 % und 5,0 % zu erzielen. Im US-Dollar-Segment sogar noch einmal 1,0 % bis 1,5 % mehr. Mit diesen höheren Renditen im Vergleich zu vor einem Jahr besitzen Anleihen wieder einen spürbaren Puffer gegen zinsbedingte Kursschwankungen. Nach einem enttäuschenden Jahr sollten Anleihen also wieder einen positiven Gesamtertrag erwirtschaften können.

Tobias Metzner

US-Dollar

Der Aufwärtstrend des US-Dollar hat sich im laufenden Jahr weiter fortgesetzt. Der Grund für die Stärke der US-Valuta liegt einerseits in der Zinsdifferenz zwischen beiden Währungsräumen begründet: Während die US-Fed im Laufe des bisherigen Jahres die Zinsen um 3,75 % erhöht hat, agierte die EZB mit einem Anstieg von 2,00 % deutlich zögerlicher. Andererseits profitiert die US-Wirtschaft in der aktuellen geopolitischen Lage auch von ihrer Energieautarkie im Vergleich zum Euroraum, was für US-Unternehmen einen deutlichen Kostenvorteil bedeutet und damit die Wettbewerbsfähigkeit der US-Wirtschaft erhöht.



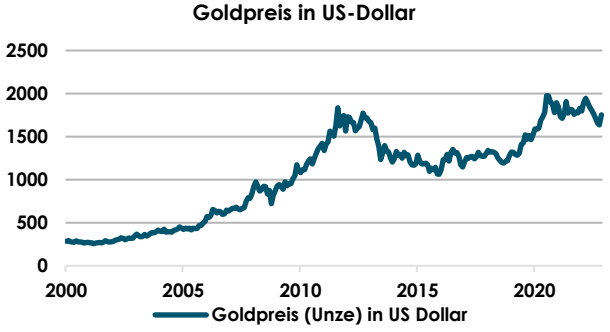
Quelle: Bloomberg

Unter der Prämisse, dass die US-Inflation ihren Höhepunkt mittlerweile überschritten hat und sie sich in den nächsten Monaten auf ein Niveau zwischen 4 % und 5 % zurückbildet, dürfte die US-Fed weniger restriktiv vorgehen. Nach der Rallye des US-Dollar im bisherigen Jahresverlauf und der Aussicht auf ein moderateres geldpolitisches Vorgehen der US-Fed in den kommenden Monaten sollte sich der Euro wieder erholen können. Für eine echte und nachhaltige Trendwende fehlt es der Gemeinschaftswährung jedoch an politischer Stabilität. Angesichts eines von extrem hoher Unsicherheit geprägten Marktumfeldes erwarten wir für den Greenback eine Schwankung in einer Spanne zwischen 0,95 bis 1,15 zum Euro im kommenden Jahr und am Jahresende um 1,10.

Sollte hingegen die US-Inflation nicht wie erwartet zurückgehen, dürfte die US-Fed restriktiver agieren. So erweist sich der US-Arbeitsmarkt bisher als überraschend widerstandsfähig, während gleichzeitig die US-Fiskalpolitik expansiv ausgerichtet ist und damit sogar die Straffung der US-Geldpolitik konterkariert. In diesem Fall dürfte der US-Dollar von hohen Zinsen gestützt leicht gegenüber dem Euro aufwerten.

Gold vor neuem Aufschwung?

Gold bleibt als Beimischung ein wichtiger Depotbestandteil, auch wenn es in 2022 seinem Ruf als Krisenmetall nicht gerecht wurde. Eigentlich hätten der Ukraine-Krieg und die explodierende Inflation den Preis des Edelmetalls in die Höhe treiben müssen. Stattdessen haben der starke US-Dollar und die massiven Zinserhöhungen einen kräftigen Kursanstieg zunächst verhindert. Das könnte sich in 2023 ändern, wenn die Ernsthaftigkeit der Inflationsbekämpfung durch die Notenbanken von den Märkten auf die Probe gestellt wird.



Quelle: Bloomberg

Aktien

Marco Herrmann

Was kommt nach dem Zinsschock?

An der Börse wird bekanntermaßen die Zukunft gehandelt: Die Gewinne von morgen spiegeln sich in den Aktienkursen von heute wider. Für die Bewertung von Aktien werden diese Zukunftsgewinne mit dem Marktzins zuzüglich eines Risikoaufschlags zu einem fairen Wert abgezinst. So ist der kräftige Rückgang der Aktienkurse in 2022 leicht über den schnellen Zinsanstieg seit Jahresbeginn, die erhöhte Unsicherheit und die reduzierten Wachstumserwartungen zu erklären.

In allen Krisen zuvor, ob LTCM, TMT-Blase, die globale Finanzkrise oder zuletzt Corona, stets standen die Notenbanken zur Seite, um die Finanzmärkte zu stabilisieren. Doch 2022 besiegelte das jähe Ende des sogenannten „Fed-Puts". Dieses Jahr waren den Geldhütern aufgrund der außer Kontrolle geratenen Inflation die Hände gebunden. Statt Zinssenkungen gab es Zinssteigerungen; die Leitzinsen wurden in ungewohnt schnellem Tempo erhöht und zusätzlich wurde Liquidität aus dem Markt genommen. Dies traf besonders hart alle Aktien mit großer Gewinnphantasie, die zuvor vom niedrigen Zinsumfeld profitierten. Der für wachstumsstarke Technologiewerte bekannte US-Index NASDAQ gab im Zuge der Zinserhöhung der Fed von 0,25 % auf 4 % mit fast -35 % in der Spitze deutlich mehr nach als beispielsweise der Dow Jones Industrial mit „nur" -20 %.

Auch wenn der Kampf gegen die Inflation noch lange nicht gewonnen ist, wird die Anpassung der Geldpolitik nun mit mehr Augenmaß erfolgen, um eine „scharfe Rezession zu vermeiden", sagte sinngemäß kürzlich Jerome Powell, Chef der Fed. Ohnehin wird voraussichtlich die Inflation aufgrund von Basiseffekten im Jahresverlauf nicht zum drängendsten Problem. Spätestens ab dem Frühjahr dürften die Leitzinsen vor allem in den USA langsamer steigen oder gar auf dem erreichten Niveau eine Zeit lang verharren.

Perspektiven für 2023

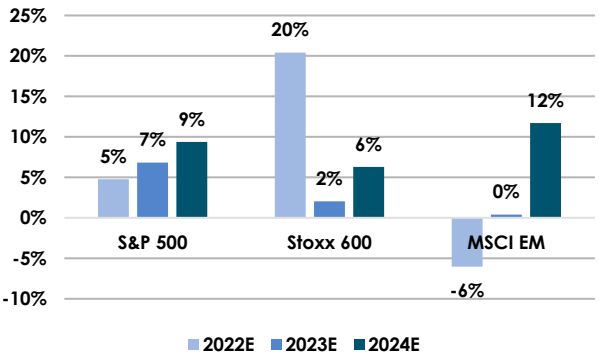
Nachdem der Zinsschock jetzt weitestgehend in den Kursen verarbeitet sein dürfte, richtet sich der Blick der Anleger verstärkt auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen.

Aktuell schätzen die Analysten die Gewinnsituation der Unternehmen für das kommende Jahr noch recht positiv ein. Für den breiten europäischen Aktienindex STOXX 600 wird mit einer weiteren Ertragssteigerung von +2 % gerechnet, nachdem in 2022 der Zuwachs noch rund 18 % betragen haben dürfte. Für den US-amerikanischen S&P 500 liegen die Prognosen bei +6 %, nach +8 % in 2022.

Diese Schätzungen dürften sich unserer Meinung nach als zu optimistisch erweisen. Das allgemeine Wirtschaftswachstum wird sich weiter abkühlen und eine (leichte) Rezession ist sehr wahrscheinlich geworden. Der Konsument in Europa und den USA leidet unter den hohen Lebenshaltungskosten und wird außerhalb der Bereiche von Wohnen und Essen seine Ausgaben reduzieren müssen.

In diesem Umfeld werden viele Unternehmen ihre Absatzmengen kaum steigern können. Zusätzlich werden die Unternehmen mit stark steigenden Kosten konfrontiert. Nicht alle Unternehmen können die massiv gestiegenen Energie- und Vorproduktkosten in Gänze auf ihre Kunden umwälzen. Zusätzlich können sich die Gewerkschaften mit immer höheren Gehaltsforderungen durchsetzen. Dass sich die Erträge der Unternehmen in 2022 dennoch so gut entwickelt haben (auf Indexebene), ist zu einem großen Teil auf das starke Geschäft der Konzerne aus dem Energie- und Rohstoffsektor zurückzuführen und den Nachholeffekten aus der Corona-Pandemie zu verdanken. Diese Sondereffekte wird es aber in 2023 nicht mehr geben.

Veränderung der Unternehmensgewinne



Quelle: Bloomberg

Selbst wenn wir momentan nicht von großflächigen Ausfällen in der Strom- und Gasversorgung in Europa ausgehen, so wären im aktuellen Umfeld stagnierende Unternehmensgewinne schon eine positive Überraschung. Realistischer erscheint uns allerdings ein Gewinnrückgang. In der Vergangenheit sind die Unternehmensgewinne während einer Rezession meist zwischen 10 % und 30 % zurückgegangen. Sollte die Energieversorgung weitestgehend normal verlaufen und die Unternehmen „nur" mit exorbitanten Energiekosten, nicht aber mit Produktionsschließungen aufgrund von Strom- und Gasmangel betroffen sein, so sollte eine milde Rezession zu einem leichten Rückgang der Unternehmensgewinne im knapp zweistelligen Bereich führen.

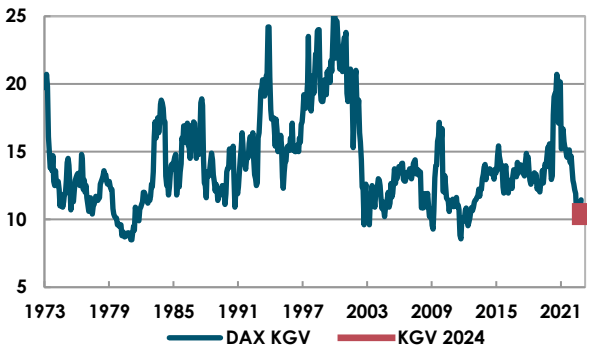
Eine Joker-Rolle kommt der Inflation zu, denn viele Unternehmen geben die höheren Beschaffungskosten an ihre Kunden weiter. So können sich die Umsätze (nominal) auch in rezessiven Zeiten erhöhen. Und sofern es dem jeweiligen Management gelingt, die Margen zeitnah zu stabilisieren, dürfte der Ertragseinbruch niedriger als befürchtet ausfallen. Die in einer Reihe europäischer Staaten zu beobachten fiskalischen Maßnahmen, wie z. B. die Preisbremsen im Energiesektor, entlasten zudem Konsumenten und Wirtschaft auf Kosten höherer Staatsschulden.

Es gibt also auch Grund für Optimismus, aber Euphorie ist definitiv fehl am Platz. Das sollte sich in der Marktbewertung widerspiegeln.

Hohe Zinsen belasten

In den vergangenen Jahren, bei Zinsen nahe Null, wurden von den Anlegern KGVs für den S&P 500 zwischen 18 und 22 akzeptiert bzw. im Falle vieler junger Wachstumsunternehmen Bewertungskriterien vollständig ignoriert. Betrachtet man frühere Perioden, in denen die langfristigen Zinsen um rund 4 % rentierten, lag das KGV des S&P 500 meist in einer Bandbreite von 15 bis 18. Diese Bewertungsanpassung nach unten haben die Märkte im Prinzip schon vollzogen. Momentan hat der S&P 500 ein KGV von 18,0 auf Basis der Gewinnprognosen für 2023. Europäische Aktien handeln traditionell mit einem Abschlag von 10 % - 20 % zu US-amerikanischen Titeln. Aktuell liegt das KGV des europäischen STOXX 600 bei 12. Der Bewertungsabschlag ist aufgrund der aktuellen Besonderheiten der europäischen Energieversorgung berechtigt. Denn die europäische Wirtschaft verliert aufgrund der Verwerfungen am Energiemarkt weiter an Wettbewerbsfähigkeit. Derzeit übersteigt der europäische Gaspreis den vergleichbaren US-Preis um mehr als den Faktor 5, während beim Strom der Preis in Europa um den Faktor 4,5 über dem in den USA liegt. Trotz der hohen Preise ist die Versorgungssicherheit nicht gesichert. Produktionsverlagerungen in die USA werden die Folge sein. Diesen strategischen Nachteil preist die Börse über eine niedrigere Bewertung ein.

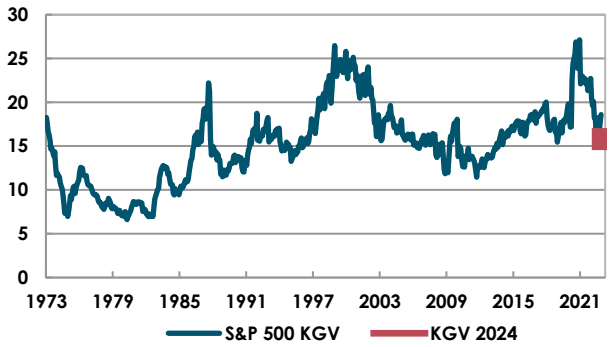
Deutsche Aktien mit Bewertungsabschlag



Quelle: Bloomberg

Ebenfalls mit einem historisch großen Abschlag werden momentan chinesische Aktien gehandelt. Unter der Präsidentschaft von Xi Jinping wurden marktwirtschaftliche Strukturen schrittweise zurückgenommen und Eigentumsrechte massiv beschnitten. Aus diesem Grund ist China für viele Investoren inzwischen uninvestierbar geworden. Auch die rigide „Null-Covid" Politik schwächt die Wirtschaft massiv und führt zu einer schwelenden Unzufriedenheit im Volk. Zwar hat die chinesische Führung jetzt auf Druck der Öffentlichkeit erste Öffnungsschritte beschlossen, wie nachhaltig diese bei der großen Impflücke in China allerdings sein werden, bleibt abzuwarten. Es ist zu befürchten, dass sich China als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt und Lokomotive der Weltwirtschaft der vergangenen Jahre, in naher Zukunft als Bremsblock der globalen Wirtschaft erweisen wird. Ein neuer Umgang mit Corona würde nicht nur chinesische Aktien antreiben, sondern weltweit für haussierende Märkte sorgen.

US-Aktien sind wieder etwas moderater bewertet



Quelle: Bloomberg

Fazit

Nach einem Jahr zum Vergessen eröffnen die angemessenen und zum Teil niedrigen Bewertungen wieder Kursspielraum, wenn sich ein Ende der Leitzinsanhebungen abzeichnet und eventuell auch die geopolitischen Unsicherheiten zurückgehen. Aufgrund der vielen Unwägbarkeiten werden sich die Märkte mit einigen Aufs und Abs volatil in einer Bandbreite von 20 % bewegen. Mit Blick auf Ende 2023 sehen wir den fairen Wert für den STOXX 600 bei ca. 500 Punkten (KGV von 14 bezogen auf eine konservative Gewinnerwartung für 2024). In den USA dürften jedoch die weiterhin vergleichsweisen hohen Zinsen das Aufwärtspotential des S&P 500 auf 4.200 Punkte begrenzen.

Bewertungsrelationen im historischen Vergleich

Region		Kurs/Gewinn-Verhältnis	Kurs/Umsatz-Verhältnis	Kurs/Buch-Verhältnis	Dividenden-Rendite	Anleihen-rendite
Deutschland	2024	10,40	0,80	1,40	3,70%	1,85%
	historisch	14,20	0,70	1,70	2,70%	5,90%
	günstig / teuer					
Europa	2024	11,50	1,20	1,60	3,80%	2,80%
	historisch	14,00	1,10	1,70	4,00%	7,50%
	günstig / teuer					
USA	2024	15,80	2,20	3,20	1,80%	3,50%
	historisch	15,20	1,40	2,50	2,90%	6,30%
	günstig / teuer					
Schwellenländer	2024	10,30	1,35	1,40	3,40%	7,00%
	historisch	13,20	1,20	1,60	2,40%	9,00%
	günstig / teuer					
Japan	2024	11,50	0,75	1,05	2,70%	0,25%
	historisch	21,00	0,80	1,60	1,30%	2,60%
	günstig / teuer					

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Anlagestrategie

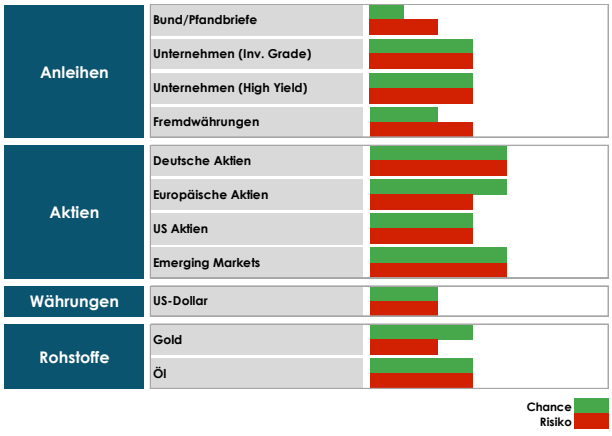
Das neue Jahr hält große Herausforderungen bereit. Es ist zwar bereits viel Negatives passiert und an den Finanzmärkten eingepreist, doch ist in 2023 nicht nur mit ausschließlich positiven Überraschungen zu rechnen. Unseres Erachtens geht der Markt zu sorglos mit den Rezessionsgefahren um. Deshalb dürfte die Volatilität an den Aktienmärkten ähnlich hoch wie im Vorjahr bleiben. Mit einer durchdachten Depotstruktur und einer breiten Diversifikation innerhalb der einzelnen Anlageklassen ist man als Anleger jedoch gut gerüstet.

Für langfristige Anlagen sind für uns Aktien unverändert die erste Wahl. Nur mit Sachanlagen besteht eine realistische Chance, langfristig Vermögen kaufkraftbereinigt zu erhalten und zu mehren. Da auf Indexebene die Bäume nicht in den Himmel wachsen werden, legen wir bei Aktienanlagen den Schwerpunkt weiterhin auf ausgesuchte Qualitätsunternehmen mit einem robusten Geschäftsmodell, einer soliden Bilanz und vor allem mit Preisüberwälzungsmacht. Das sind meist Titel aus den Sektoren Gesundheit und Basiskonsum. Diese Kriterien treffen auch auf viele Technologiewerte zu, die mittlerweile auf sehr attraktive Niveaus gefallen sind. Da wir zunächst mit einer spürbaren Abkühlung der Weltwirtschaft rechnen und die Konsumlaune momentan aufgrund der hohen Lebenshaltungskosten historisch schlecht ist, lohnen sich Investments in zyklische und konsumnahe Werte aus unserer Sicht nur in speziellen Fällen. Ab dem Frühling/Sommer könnten diese Sektoren aber durchaus ihren Boden gefunden haben und dann attraktive Einstiegsgelegenheiten bieten. Vorsichtig bleiben wir auch bei europäischen Banken.

Bevorzugte Regionen sind die USA und Europa. Auf dem Papier bieten zwar europäische Aktien aufgrund ihres deutlichen Bewertungsabschlags die besten Chancen. Doch das bedingt eine uneingeschränkte Energieversorgung über den Winter und ein Abklingen der Kriegshandlungen in der Ukraine. In volatileren Zeiten halten sich dagegen US-Aktien meist stabiler. Die Aktien der Schwellenländer könnten von einem schwächeren US-Dollar profitieren. Doch solange das Index-Schwergewicht China an der Null-Covid-Politik festhält, dürfte es dem Index als Ganzes nicht gelingen, einen nachhaltigen Aufwärtstrend zu etablieren.

Erstmals seit vielen Jahren bieten Anleihen wieder durchaus interessante Renditen – selbst auch für kurze Anlagedauern von ein bis drei Jahren. Die inverse Zinsstrukturkurve, d. h. die Renditen für kürzere Laufzeiten liegen über denen für längere, macht dies möglich. Unternehmensanleihen im Euro-Raum mit einer guten Bonität werfen inzwischen wieder zwischen 2 % und 4 % ab. Das Zinsänderungsrisiko, wie das Ausfallrisiko, ist in diesem Anlagesegment äußerst gering. Für einen realen Werterhalt sind diese Anlagen bei der derzeit hohen Inflation zwar nicht geeignet, aber sie bieten dem Anleger eine gewisse Planungssicherheit, die in einem solchen Umfeld nicht zu verachten ist. Für Anlagen in Anleihen mit langer Laufzeit würden wir auf ein höheres Zinsniveau warten. Zuletzt sind hier die Renditen vorschnell auf die Hoffnung einer weniger restriktiven Geldpolitik hin gefallen. Solange die Zentralbanken den aktuellen Zinssteigerungszyklus nicht abgeschlossen haben, ist durchaus wieder mit steigenden Renditen und damit verbunden fallenden Kursen zu rechnen. Erst dann bietet sich eine Umschichtung in langlaufende, z.B. 10-jährige Anleihen guter Emittenten, an. Für Investitionen in Hochzinsanleihen ist es unserer Meinung nach in der Breite ebenfalls noch zu früh. Erfahrungsgemäß leidet dieses Segment in einer Rezession besonders stark und es kommt häufiger zu Zahlungsausfällen. Selektiv sind aber einzelne Anleihen mit kurzen und mittleren Laufzeiten interessant. Wer Angst vor einer Eurokrise hat, sollte seinen Dollaranteil hochhalten und kann Schweizer-Franken-Anleihen beimischen.

Chance/Risiko-Profil der Anlagesegmente



Wir wünschen allen Lesern ein gesundes, glückliches und erfolgreiches Jahr 2023.

München, im Dezember 2022

FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Kaufingerstraße 12 · 80331 München · Tel. (0 89) 2 91 90 70 · Fax (089) 2918 05 · www.fiduka.com

Rechtlicher Hinweis: Die Informationen in dieser Publikation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die die FIDUKA-Depotverwaltung GmbH (FIDUKA) für zuverlässig erachtet, doch kann deren Richtigkeit oder Vollständigkeit nicht garantiert werden. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern. Angaben über die vergangene Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Diese Publikation stellt weder eine Aufforderung oder ein Angebot zum Erwerb, Halten oder Verkauf von den genannten Anlageinstrumenten oder anderen Produkten dar, noch eine Aufforderung oder ein Angebot zur Tätigung sonstiger Transaktionen bzw. Rechtsgeschäfte. Die Ausarbeitung allein stellt auch keine Empfehlung dar und hat keinerlei Beratungscharakter in irgendeiner Form. Die diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach persönlichen Anlagezielen und der Finanzsituation für bestimmte Anleger ungeeignet sein. © 2022