

# Kapitalmarkt**ausblick** 2023



## Inhalt

1. Vorwort und Rückschau .....	2	5. Ausblick Goldmarkt .....	36
2. Konjunkturperspektiven 2023 .....	4	6. Ausblick Rohstoffmarkt allgemein .....	38
3. Ausblick Rentenmarkt .....	9	7. Impressum .....	42
4. Ausblick Aktienmarkt .....	23		



# 1 Vorwort und Rückschau

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

das vergangene Anlagejahr stand voll im Zeichen der teils durch den Krieg bedingten Inflationssprünge und der dynamischen Zinserhöhungen der Notenbanken. Hinzu kamen anhaltende Lieferkettenprobleme, was insbesondere den massiven Lockdown-Maßnahmen Chinas geschuldet war.

**Vor diesem Hintergrund standen naturgemäß auch die Kapitalmärkte unter starkem Druck.** Es ergab sich die seltene Konstellation, dass sowohl die Aktien- als auch die Anleihemärkte erheblich Federn lassen mussten. Sie konnten sich zuletzt zwar von den Jahrestiefs lösen, das Jahr endete aber letztlich auf beiden Seiten mit deutlichen Verlusten.

**Für die Rentenmärkte war die außergewöhnliche Vehemenz der Zinsanhebungen pures Gift.** Am Ende standen in vielen Anleihe-segmenten zweistellige prozentuale Verluste zu Buche – historisch gesehen eine klare Ausnahmesituation.

Angesichts großer Herausforderungen wie Krieg, Inflationsraten von mehr als 10 % und der späten, aber dafür umso strammeren Zinswende sind dagegen die knapp zweistelligen prozentualen Verluste im Aktienbereich (für Euro-denominierte Depots) zwar fraglos schmerzhaft, zeugen aber doch von einer gewissen Widerstandsfähigkeit. Man denke an die Finanzkrise 2008/09, in der auch wirklich breit gestreute Aktienportfolios phasenweise um rund 50 % nachgaben.

Viele Unternehmen haben sich im abgelaufenen Jahr als sehr anpassungsfähig erwiesen, indem sie überaus flexibel auf die Herausforderungen reagierten, z. B. mit innovativen Optimierungen der Arbeitsprozesse oder auch mit einer möglichst nachfrageschonenden Weitergabe der höheren Energiekosten an ihre Kundinnen und Kunden. Diese wiederum schränkten ihren Konsum vielfach kaum ein, unterstützt von den diversen Krisenhilfen, aber auch durch den Zugriff auf relativ üppige Sparrücklagen.

**Ein kleines Trostpflaster für Anlegerinnen und Anleger im Euro-Raum:** Wie schon im Jahr 2021 ergab sich ein Dollaranstieg. Gegenüber dem Euro konnte er rund 6 % zulegen, so dass Kapitalanlagen mit Dollarbezug, wie US-Aktien oder teilweise auch Schwellenländerinvestments, davon entsprechend profitierten. Verluste in diesen Segmenten wurden dadurch gedämpft.

Gold-Anlagen enttäuschten im abgelaufenen Jahr, verspricht man sich von ihnen doch gerade in Krisenzeiten eine spürbar positive Rendite. Breit gestreute Rohstoffanlagen konnten hingegen nochmals markant zulegen, getrieben vor allem durch die Energiepreisentwicklung.

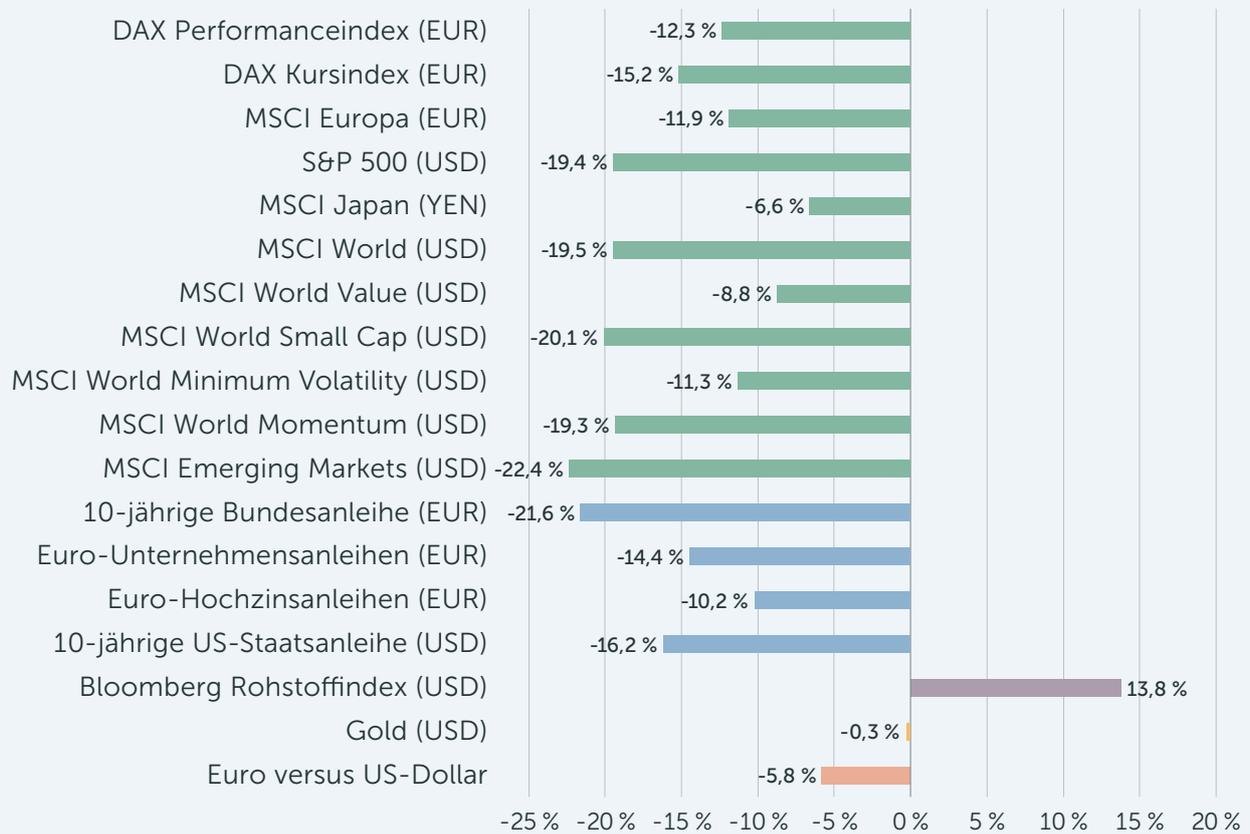
Die anschließende Grafik veranschaulicht ausgewählte Kapitalmarktrenditen. Um die originäre Entwicklung der jeweiligen Anlagebereiche aufzuzeigen, haben wir uns bewusst für die Wertentwicklung in der angestammten Währung entschieden. Die Angaben in US-Dollar verbessern sich aus Sicht von Euro-Anlegenden also jeweils um rund 6 %.

In den nachfolgenden Kapiteln beleuchten wir dann für Sie die Konjunkturperspektiven sowie ausgewählte Anlageklassen im Hinblick auf die aktuellen Rahmenbedingungen und Aussichten. Wir wünschen Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre sowie ein gesundes und erfolgreiches Börsenjahr 2023!



## Kapitalmarktbilanz eines tristen Anlagejahres 2022

### Ausgewählte Wertentwicklungen



Stand: 31.12.2022

Die Aktienindizes sind in ihrer üblichen Ausprägung dargestellt, d. h. – bis auf den DAX Performanceindex – ohne Berücksichtigung von Dividenden.

Die Wertentwicklungen im Anleihbereich beinhalten Zinserträge und Kursgewinne. Die Wertentwicklungen der Euro-Unternehmensanleihen (Rating AAA bis BBB-) und Hochzinsanleihen (Rating BB+ oder schlechter) basieren auf repräsentativen Indexentwicklungen (Markit iBoxx EUR Liquid Corporates Large Cap Index bzw. Bloomberg Barclays Euro High Yield Bond Index).

Der Rohstoffindex basiert auf sog. Index-Futures, die die speziellen „Rollkosten“ des Terminmarktes beinhalten, die auch ein Privatanleger bei der Investition in Rohstoffindizes tragen muss.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

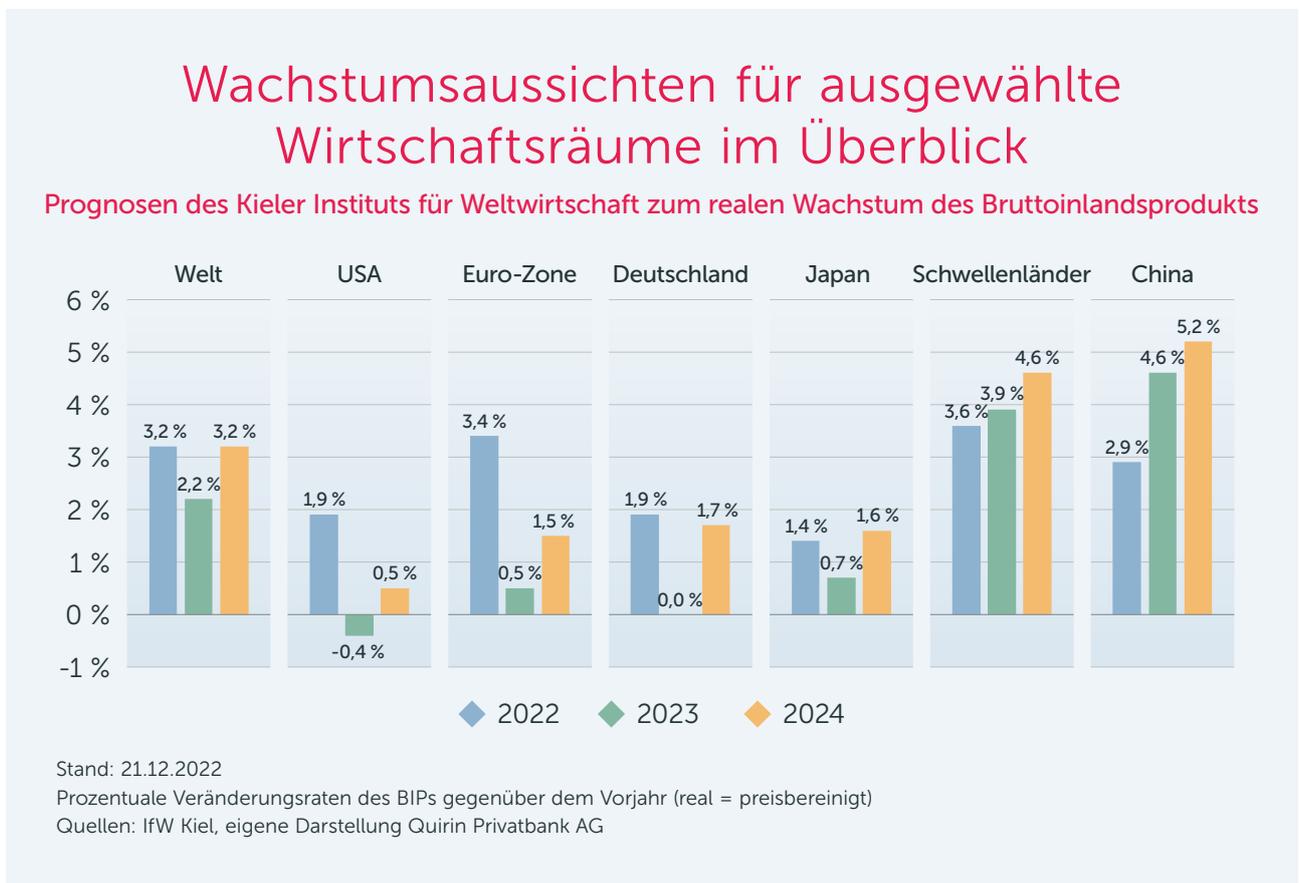
Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.



## 2 Konjunkturperspektiven 2023

Mit 2022 ist ein nicht nur an den Finanzmärkten, sondern auch konjunkturell turbulentes Jahr zu Ende gegangen. Noch zum Jahresstart standen die Zeichen recht vielversprechend auf Wachstum, allenfalls die Unsicherheit im Hinblick auf Covid und die Inflation trübten das Bild. Inzwischen wissen wir, dass diese beiden Ungewissheiten im Jahresverlauf zu massiv konjunkturtrübenden Gewissheiten wurden, verstärkt durch den Angriff Russlands auf die Ukraine. Vor allem die geldpolitischen Reaktionen der Notenbanken auf die hartnäckige Inflation – schnelle und starke Zinssteigerungen – haben den Konjunkturzug kräftig gebremst. Auch im Jahr 2023 bleibt die weitere Entwicklung der Inflation und damit vor allem der Geldpolitik ganz maßgeblich für die konjunkturellen Aussichten. Noch ausschlaggebender werden die geldpolitischen Perspektiven allerdings für die Anleihemärkte sein, weswegen wir sie im separaten Anleihemarktausblick im Detail besprechen werden.

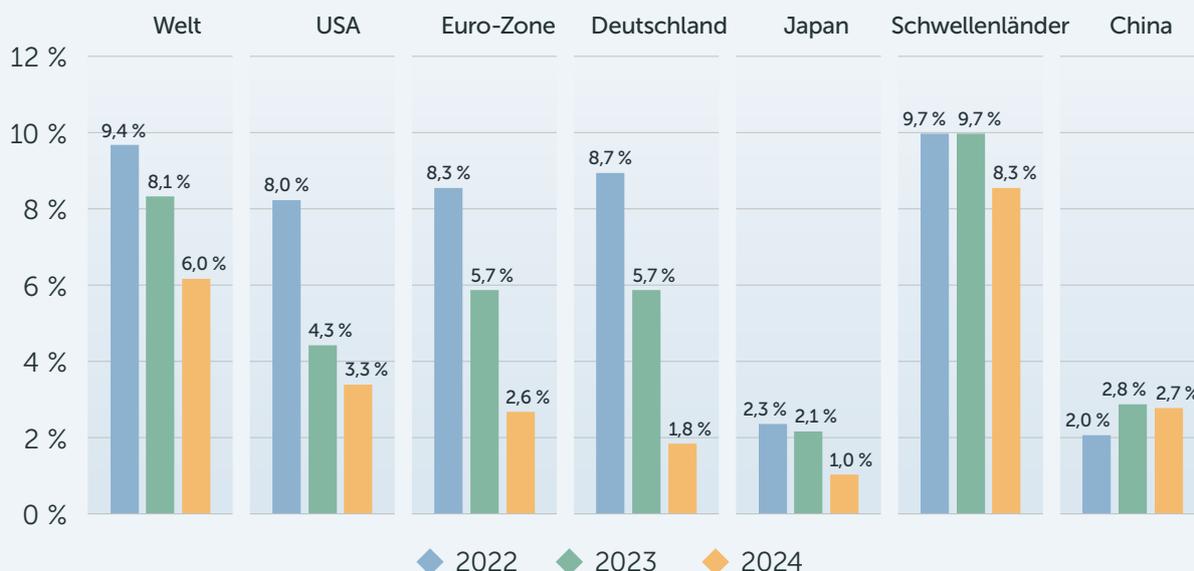
Bevor wir eigene Überlegungen zur Konjunktur- und Inflationsentwicklung in den wichtigsten Weltregionen anstellen, möchten wir Ihnen einen Überblick über die konkreten Prognosen des Kieler Instituts für Weltwirtschaft geben. Es zählt zu den renommiertesten Wirtschaftsforschungsinstituten in Deutschland und kann mit relativ aktuellem Zahlenwerk aufwarten. Für weiterführende Überlegungen sind die Einschätzungen damit ein guter Anhaltspunkt, auch wenn sie – wie alle Prognosen – mit einem gerade in diesen Zeiten nicht zu unterschätzenden Unsicherheitsfaktor versehen sind. Das zeigt sich auch daran, dass die Einschätzungen unterschiedlicher Wirtschaftsinstitute und auch diverser Bank- und Investmenthäuser zum Teil deutlich auseinanderfallen.





## Inflationsaussichten für ausgewählte Wirtschaftsräume im Überblick

Inflationsprognosen des Kieler Instituts für Weltwirtschaft



Stand: 21.12.2022

Prozentuale Veränderungsrate der Inflation gegenüber dem Vorjahr

Bei den Schätzungen für Deutschland wurde hier anstelle des üblichen Verbraucherpreisindex (VPI) der sogenannte Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) zugrundegelegt. Der HVPI wurde in der EU entwickelt, um Preisänderungen international vergleichen und zu einer Gesamtinflationsrate für Europa und die Europäische Währungsunion zusammenfassen zu können. Diese unterschiedlichen Zielsetzungen bedingen eine zum Teil unterschiedliche Methodik und auch kleine Differenzen beim Erfassungsbereich.

Quellen: IfW Kiel, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

### Doch nun zu unseren eigenen Überlegungen:

#### USA



#### ◆ Konjunktur

Die USA waren in 2022 gewissermaßen das Epizentrum des Inflations- und Zinssteigerungsbebens. Die US-Notenbank Fed musste besonders aggressiv mit Zinsanhebungen gegensteuern. Die konjunkturelle Bremswirkung der Geldpolitik ist daher folgerichtig inzwischen in den USA am stärksten. So verteuern sich z. B. durch die Zinssteigerungen auch die Refinanzierungen von Unternehmen, was die Bilanzen und die Investitionsaktivität entsprechend belastet. Von daher ist in der größten Volkswirtschaft der Welt auch mit einer Stagnation, möglicherweise sogar mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung zu rechnen (siehe auch die oben dargestellte Prognose des IfW Kiel). Allerdings



zeigt sich insbesondere der US-Arbeitsmarkt angesichts der massiven Zinsanhebungen erstaunlich robust. Insofern sollte die in der Vergangenheit vielfach so überraschende Resilienz und Anpassungsfähigkeit der US-Wirtschaft auch in dieser Konjunkturphase keinesfalls unterschätzt werden.

#### ◆ Inflation

Die Inflation hat sich in den USA verglichen mit vielen anderen entwickelten Volkswirtschaften bereits recht breit festgesetzt. Längst treiben nicht mehr nur Energie- oder Gebrauchtwagenpreise die Teuerungsrate, sondern es verteuern sich im Grunde alle Güter und Dienstleistungen. Zuletzt allerdings gingen die Inflationsraten merklich zurück. Auch der Basiseffekt – also der nun beginnende Umstand, dass die Inflationsraten gegen die schon höheren Preisstände des Jahres 2022 und nicht mehr gegen 2021 gemessen werden – sollte zur Entspannung beitragen. Entwarnung kann angesichts der breit angelegten Preissteigerungen zwar noch nicht gegeben werden, ein recht deutlicher Rückgang der Inflation in den mittleren einstelligen Bereich scheint aber dennoch wahrscheinlich, auch weil sich zur Stunde keine gefährliche Lohn-Preis-Spirale abzeichnet.

### Euro-Zone



#### ◆ Konjunktur

Mehr als in anderen Wirtschaftsräumen steht die konjunkturelle Entwicklung der Euro-Zone vor allem unter dem Vorbehalt der weiteren Entwicklung des Kriegs in der Ukraine. Neben den Unwägbarkeiten von Lieferketten und Absatzmärkten geht dies vor allem auf die nach wie vor unsichere Energieversorgung zurück. Rückblickend kann angesichts dieser Herausforderungen die mit wohl etwa 3,5 % gemessen am preisbereinigten Bruttoinlandsprodukt (BIP) gewachsene Wirtschaftsleistung der Euro-Zone in 2022 als Erfolg angesehen werden, auch wenn hier sicherlich noch die außergewöhnlichen Corona-Nachholeffekte gewirkt haben. Bei unveränderten oder womöglich sogar verschärften Rahmenbedingungen dürfte die Wirtschaftsleistung in diesem Jahr aber stark gebremst werden. Ähnlich wie in den USA – wenn auch aus anderen Gründen – steht wohl auch in der Euro-Zone ein Wirtschaftsjahr mit wenig Wachstum oder gar Stagnation, im schlimmsten Fall Rezession bevor.

#### ◆ Inflation

In der Euro-Zone war die Inflationsentwicklung des Jahres 2022 in erster Linie – und weit mehr als in den USA – auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen. Diese wurden neben den Lieferstopps bei russischem Gas auch von einem extrem trockenen Sommer, der zu Betriebsunterbrechungen vieler französischer Atomkraftwerke führte, angefacht. Durchaus merklich, aber weniger gravierend als jenseits des Atlantiks stiegen die Preise auch in der Breite aller Waren und Dienstleistungen. Ein stärkerer Rückgang der Inflationsraten hängt damit ganz wesentlich von der weiteren Entwicklung der Strom- und Gaspreise ab. Auch hier gab es zwar zum Ende des vergangenen Jahres erste Entspannungssignale, für einen weiteren deutlichen Rückgang fehlen aber derzeit die verlässlichen Anzeichen, so dass zunächst nur ein leichter Rückgang der Inflationsraten (auf etwa 6–7 %) möglich erscheint. Sollte sich die Versorgungssituation im Energiesektor überraschend entspannen, wäre allerdings auch ein sehr viel deutlicherer Rückgang der Inflationsraten auf 4 % oder weniger durchaus realistisch.



## Japan



### ◆ Konjunktur

Die japanische Konjunktur wurde von den Verwerfungen des vergangenen Jahres vergleichsweise wenig in Mitleidenschaft gezogen. Der Zuwachs der Wirtschaftsleistung gemessen am preisbereinigten BIP wird im abgelaufenen Jahr mit voraussichtlich 1,4 % in etwa auf dem Niveau von 2021 liegen, was nicht vielen Volkswirtschaften gelungen ist. Für 2023 ist nicht damit zu rechnen, dass sich die japanische Volkswirtschaft erneut dem weltwirtschaftlichen Sog wird entziehen können. Eine die exportorientierte japanische Wirtschaft stützende weitere merkliche Abwertung des Yen gegenüber US-Dollar, Euro und Renminbi (wie in 2022) ist derzeit eher nicht zu erwarten. Insgesamt ist daher für 2023 in Japan allenfalls mit einem leichten Wirtschaftswachstum im Bereich von 0,7 % zu rechnen.

### ◆ Inflation

Erstmals seit dreißig Jahren (mit der kurzen Ausnahme 2014) ist die Inflationsrate in Japan im zurückliegenden Jahr wieder merklich über die Schwelle von 2 % angestiegen. Anders als in den übrigen entwickelten Volkswirtschaften war der Anstieg allerdings vergleichsweise moderat und im von Deflation gezeichneten Japan gleichzeitig so willkommen, dass die japanische Notenbank geldpolitisch bislang nicht merklich gegensteuern musste oder wollte. Auch dieser Umstand dürfte zum relativ glimpflichen Konjunkturverlauf in 2022 beigetragen haben. Erst kurz vor Jahresende kündigte auch die Bank of Japan an, langsam die geldpolitischen Zügel anzuziehen. Ein weiterer merklicher Anstieg der Inflation in Japan ist damit in 2023 nicht zu erwarten – ein Verharren um die Marke von 2 % im Jahresverlauf dürfte realistisch sein.

## Schwellenländer



### ◆ Konjunktur

Anders als in den meisten anderen Volkswirtschaften stand die konjunkturelle Entwicklung im maßgeblichsten Schwellenland China in 2022 noch voll und ganz unter dem Eindruck der Corona-Pandemie. Aufgrund der bis kurz vor Jahresende aufrechterhaltenen Null-Covid-Politik ergab sich bei immer wieder verhängten Quarantänen eine Stop-and-go-Konjunktur mit entsprechenden Auswirkungen auf internationale Lieferketten. In erster Linie wurden dadurch aber Produktion und Konsum in China selbst massiv behindert. Mit wohl nur knapp 3 % lag das preisbereinigte BIP-Wachstum in China voraussichtlich unter demjenigen in der Euro-Zone – eine langjährige Einmaligkeit. Die Konjunktur dürfte sich in 2023 von diesem herben Rückschlag wohl einerseits wieder erholen, mit Wachstumsraten um die 5 % allerdings vorerst nicht an die konjunkturelle Stärke vor Corona anknüpfen. Positive Überraschungen könnten sich dann ergeben, wenn die aktuelle scharfe Kehrtwende Chinas in der Covid-Politik sehr schnell wirtschaftlich fruchtet. Dafür müsste den millionenfachen



Infektionen mit einer sehr effizienten Impfkampagne begegnet werden. Hier sind aber sicher Fragezeichen angebracht.

Die übrigen Schwellenländer, die sich in 2022 konjunkturell robuster als China zeigten, dürften – mit der nennenswerten Ausnahme Indiens – im begonnenen Jahr etwas schwächer wachsen als in 2022. Auch hier fordert die insgesamt abgeschwächte Weltwirtschaft ihren Tribut. Bei einer in den Industrieländern voraussichtlich noch deutlich schwächeren Konjunktur wird sich der Wachstumsabstand zugunsten der Schwellenländer in 2023 aber wieder etwas vergrößern.

#### ◆ Inflation

Angesichts der schwachen Konjunktur war der Preisauftrieb in China im Jahr 2022 im internationalen Vergleich erwartbar moderat. Demgegenüber hatten andere Schwellenländer – wie sich schon zu Beginn von 2022 abzeichnete – mit teils zweistelligen Inflationsraten im Jahresdurchschnitt (Lateinamerika, Afrika) zu kämpfen. Vor allem die Stärke des US-Dollars trug hierzu maßgeblich bei, der viele importierte Waren verteuerte. Angesichts der deutlich geringeren Freiheitsgrade der Geldpolitik ist hier anders als in den Industrieländern vorerst auch nicht mit einem merklichen Rückgang der Inflationsraten zu rechnen. Allenfalls eine weniger strikte US-Geldpolitik und damit ein wieder weicherer US-Dollar könnten hier zur Entspannung beitragen.



#### Fazit

**Mit dem Jahr 2023 begibt sich die Weltwirtschaft aller Voraussicht nach in konjunkturell raues Fahrwasser mit wenig Aussicht auf nennenswerte Wachstumsimpulse.** Insbesondere wenn weitere Notenbankeingriffe hin zu höheren Zinsen und/oder weniger Liquidität aufgrund einer möglicherweise doch weiter anhaltenden Inflationsdynamik nötig werden sollten, dürfte dies starke konjunkturelle Bremswirkung entfalten. Auch für die Aktienmärkte stellt ein solches Umfeld alles andere als ein günstiges Wachstumsterrain dar. Andererseits besteht angesichts des schwachen Jahres 2022 durchaus auch Aufholpotenzial. Auf die Stützung durch eine kräftige weltweite Konjunktur und florierenden Welthandel wird der globale Aktienmarkt im neuen Jahr aber wohl eher verzichten müssen.



### 3 Ausblick Rentenmarkt: Inflation und Notenbanken geben weiterhin den Takt vor

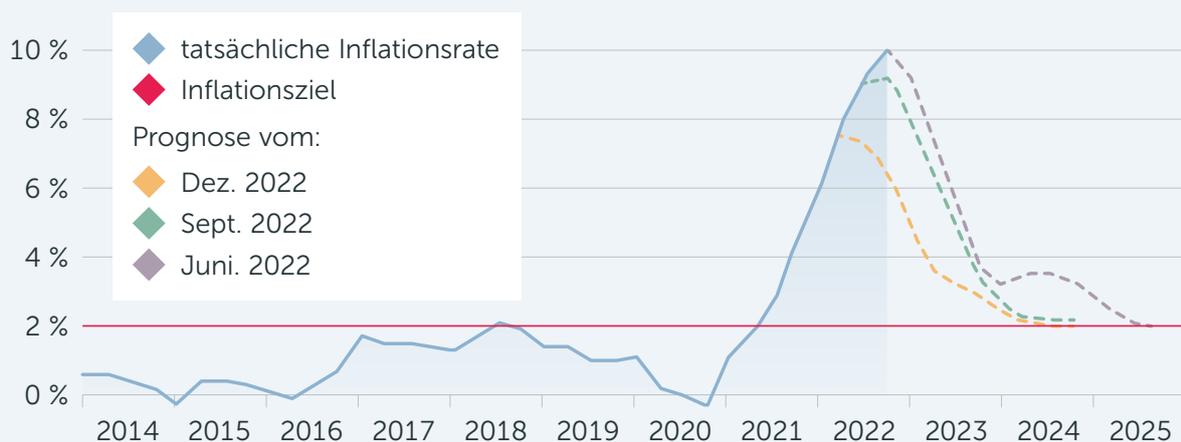
- ♦ Die weitere Entwicklung der Inflationsraten und die Geldpolitik der großen Notenbanken dürften 2023 nicht nur an den Anleihemärkten ein beherrschendes Thema bleiben.

Das hatten sich die meisten Investorinnen und Investoren ganz anders vorgestellt: Viele hatten gehofft, die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) würden die jüngsten Hinweise auf ein mögliches Überschreiten des Inflationshöhepunkts für Signale hin zu einer weniger aggressiven Geldpolitik nutzen. Stattdessen haben beide Notenbanken eher das Gegenteil getan: Sie drosselten Mitte Dezember zwar das Zinserhöhungstempo, stellten aber zugleich mehr Zinsschritte als zuvor in Aussicht. Vor allem die EZB überraschte mit ihrer bislang ungewohnt kompromisslosen Haltung.

Am Tag, nachdem die US-Notenbank die Erwartungen über ein baldiges Ende der Zinserhöhungen gedämpft hatte, folgte mit der Tagung der EZB am 15. Dezember eine weitere Ernüchterung. Die EZB, die ihre Inflationsprognose für dieses und das kommende Jahr erhöhte, betonte, dass sie ihre Leitzinssätze noch weiter anheben müsse, um der hohen Teuerung Herr zu werden. 2023 erwartet sie in der Euro-Zone nunmehr eine Inflationsrate von 6,3 % (zuvor 5,5 %) und 2024 eine von 3,4 % (2,3 %). Erstmals gab sie auch eine Prognose für 2025 ab: Auch dieser mit Spannung erwartete Wert liegt mit 2,3 % noch (leicht) über dem eigentlichen EZB-Inflationsziel von 2 %.

## Inflationsprognose der EZB

Verbraucherpreisentwicklung in der Euro-Zone gegenüber Vorjahresquartal



Stand: Dezember 2022

Quellen: EZB, Eurostat, FuW, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



◆ **EZB macht ernst in Sachen Inflationsbekämpfung**

Die Europäische Zentralbank hat Mitte Dezember nicht nur den Leitzins um 0,5 Prozentpunkte auf 2,5 % angehoben. Sie kündigte auch an, dass in 2023 weitere Erhöhungsschritte folgen sollen. EZB-Chefin Christine Lagarde signalisierte recht klar weitere Zinserhöhungen um jeweils 50 Basispunkte (0,5 Prozentpunkte) bei den nächsten beiden Sitzungen. Und ab März will die Notenbank zudem damit beginnen, ihre riesigen Anleihebestände Schritt für Schritt zu reduzieren.

Die Botschaft, die die EZB aussendet, ist unmissverständlich: Die Leitzinsen sollen weiter erhöht werden, um der Inflation Herr zu werden. Zwar schwächelte die Euro-Wirtschaft zuletzt und in den Wintermonaten droht gar eine (milde) Rezession. Dies nimmt die EZB jedoch in Kauf, denn sie will mit aller Macht verhindern, dass sich in der Bevölkerung hohe Inflationserwartungen dauerhaft festsetzen. Die Furcht dahinter: Wenn weithin angenommen wird, dass die Inflation dauerhaft hoch bleiben wird, versuchen Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer branchenübergreifend hohe Lohnforderungen durchzusetzen. Unternehmen würden sich dann gezwungen sehen, als Ausgleich ihre Preise weiter zu erhöhen und damit Forderungen nach noch höheren Löhnen auslösen (sog. „Lohn-Preis-Spirale“).

**Leitzinsschritte der EZB im Jahr 2022**

Datum	Zinserhöhungsschritt	Neuer Hauptrefinanzierungssatz
15.12.2022	0,50 %	2,50 %
27.10.2022	0,75 %	2,00 %
08.09.2022	0,75 %	1,25 %
21.07.2022	0,50 %	0,50 %

Stand: 12.01.2023

Der Hauptrefinanzierungssatz (auch Leitzins genannt) ist derjenige Zinssatz, zu dem sich Banken kurzfristig Geld bei der EZB (gegen Stellung von Sicherheiten) leihen können.

Quellen: EZB, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

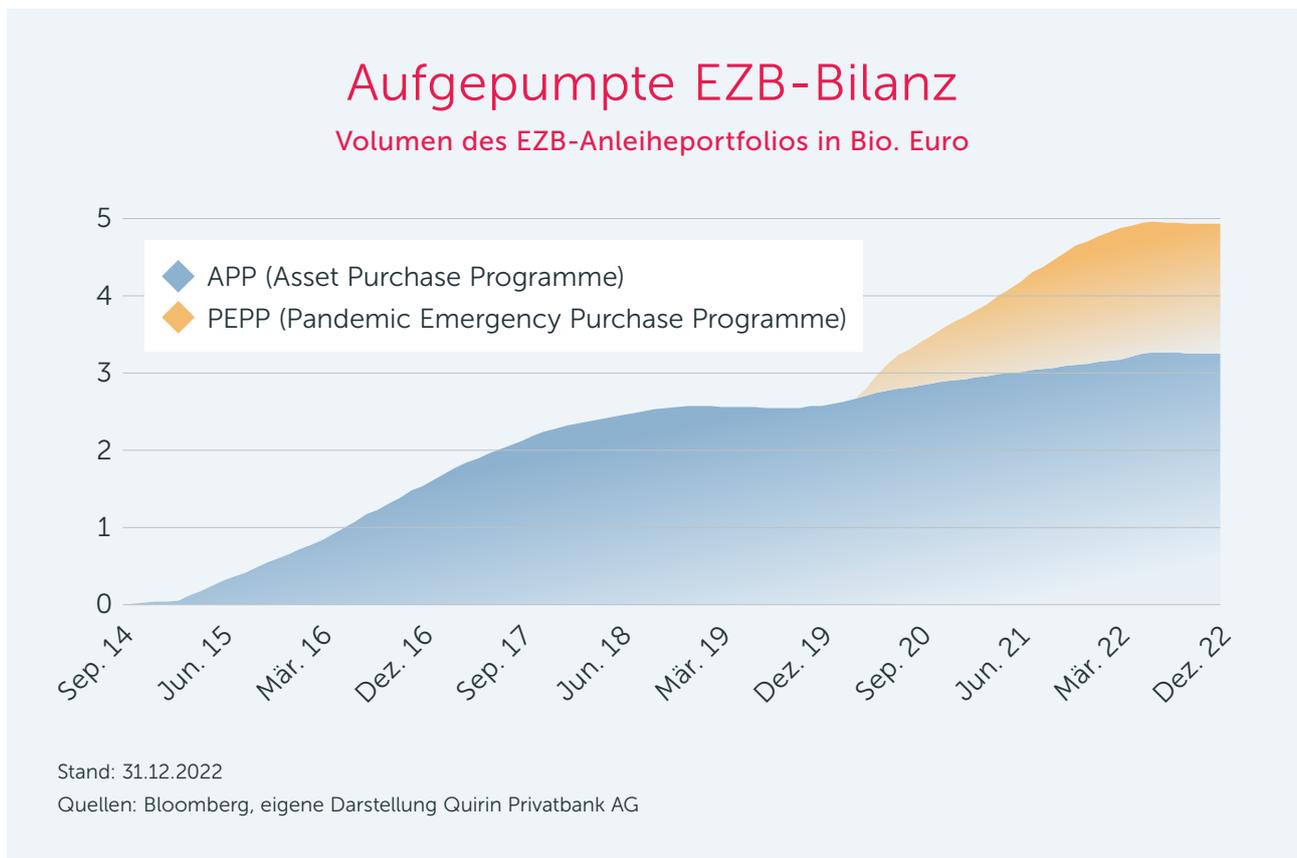
Angesichts der jüngst demonstrierten Entschlossenheit der EZB im Kampf gegen die hohe Inflation rechnen wir im neuen Jahr mit einem Anstieg des Leitzinses in den Bereich 3,5 bis 4,0 % (aktuell: 2,5 %).

Der vorsichtige Abbau der Anleihebestände und die damit verbundene reduzierte EZB-Nachfrage nach Anleihen könnte das allgemeine Zinsniveau zusätzlich leicht steigen lassen. Zu diesem Bilanzabbau gab die Notenbank jüngst erste Details bekannt: Sie will im neuen Jahr damit beginnen, ihre gewaltigen Anleihebestände abzubauen. Seit Juli 2022 kauft die Notenbank zwar keine neuen Anleihen mehr hinzu, aber das Geld aus fällig werdenden Anleihen wird noch eins zu eins in neue reinvestiert. Der nun angekündigte Bilanzabbau beschränkt sich zunächst auf das reguläre Anleihekaufprogramm „APP“ (Asset Purchase Programme). Der im Rahmen des APP-Programms angehäuften Anleihebestand soll ab Anfang März 2023 zunächst um durchschnittlich 15 Mrd. € pro Monat sinken. Dies geschieht dergestalt, dass die Tilgungsbeträge von Anleihen bei Fälligkeit nicht mehr vollumfänglich wieder angelegt werden.

Dieses Tempo gilt laut den jüngsten EZB-Beschlüssen zunächst bis zum Ende des ersten Halbjahres 2023. Nach diesen vier Monaten will die Notenbank dann die Ergebnisse analysieren und über das weitere Vorgehen entscheiden. Nicht zu vergessen: **Der Bilanzabbau ist absolutes Neuland für die EZB.**



Der Bestand an Anleihen aus dem Kaufprogramm „APP“ (gestartet im Frühjahr 2015) und dem zweiten großen Anleihekaufprogramm namens „PEPP“ (ab März 2020 – **P**andemic **E**mergency **P**urchase **P**rogramme) beläuft sich inzwischen auf zusammen rund 5 Bio. €. Freiwerdende Mittel aus dem Corona-Notfallkaufprogramm PEPP wird die EZB – wie ursprünglich geplant – mindestens bis Ende 2024 vollumfänglich wieder anlegen.



◆ **US-Notenbank traut dem Inflationsrückgang (noch) nicht**

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) drosselte im Kampf gegen die hohe US-Inflation zuletzt etwas das Tempo und hob den Leitzins Mitte Dezember letzten Jahres „nur“ um 50 Basispunkte an – die neue Spanne beim Leitzins liegt damit aktuell bei 4,25 bis 4,50 %. Zuvor hatte die Fed den Zins viermal in Folge um jeweils 0,75 Prozentpunkte erhöht.



**Leitzinsschritte der US-Notenbank im Jahr 2022**

Datum	Zinserhöhungsschritt	Neue Fed-Funds-Rate-Spanne
14.12.2022	0,50 %	4,25 % – 4,50 %
02.11.2022	0,75 %	3,75 % – 4,00 %
21.09.2022	0,75 %	3,00 % – 3,25 %
27.07.2022	0,75 %	2,25 % – 2,50 %
15.06.2022	0,75 %	1,50 % – 1,75 %
04.05.2022	0,50 %	0,75 % – 1,00 %
16.03.2022	0,25 %	0,25 % – 0,50 %

Stand: 12.01.2023

Die sogenannte Fed Funds Rate (auch als US-Leitzins bezeichnet) ist der Tageszinssatz für die Leihgeschäfte innerhalb des amerikanischen Bankensektors für Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen. Sie wird von der US-Notenbank festgelegt bzw. gesteuert, üblicherweise innerhalb einer bestimmten Spanne.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

**Mit dem gedrosselten Zinserhöhungstempo war am Markt eigentlich die Hoffnung verbunden, dass die Inflation zumindest ihren Höhepunkt überschritten hat und folglich das Schlimmste auch mit Blick auf weitere spürbare Leitzinserhöhungen überstanden sein könnte.** Diese Hoffnung wurde vor allem durch die zuletzt unerwartet deutlich zurückgegangene Inflationsrate in den USA geschürt.

**US-Inflationsentwicklung**

in den letzten 5 Jahren



Stand: 12.01.2023

Consumer Price Index (CPI), monatliche Daten, jeweils im Vergleich zum Vorjahresmonat

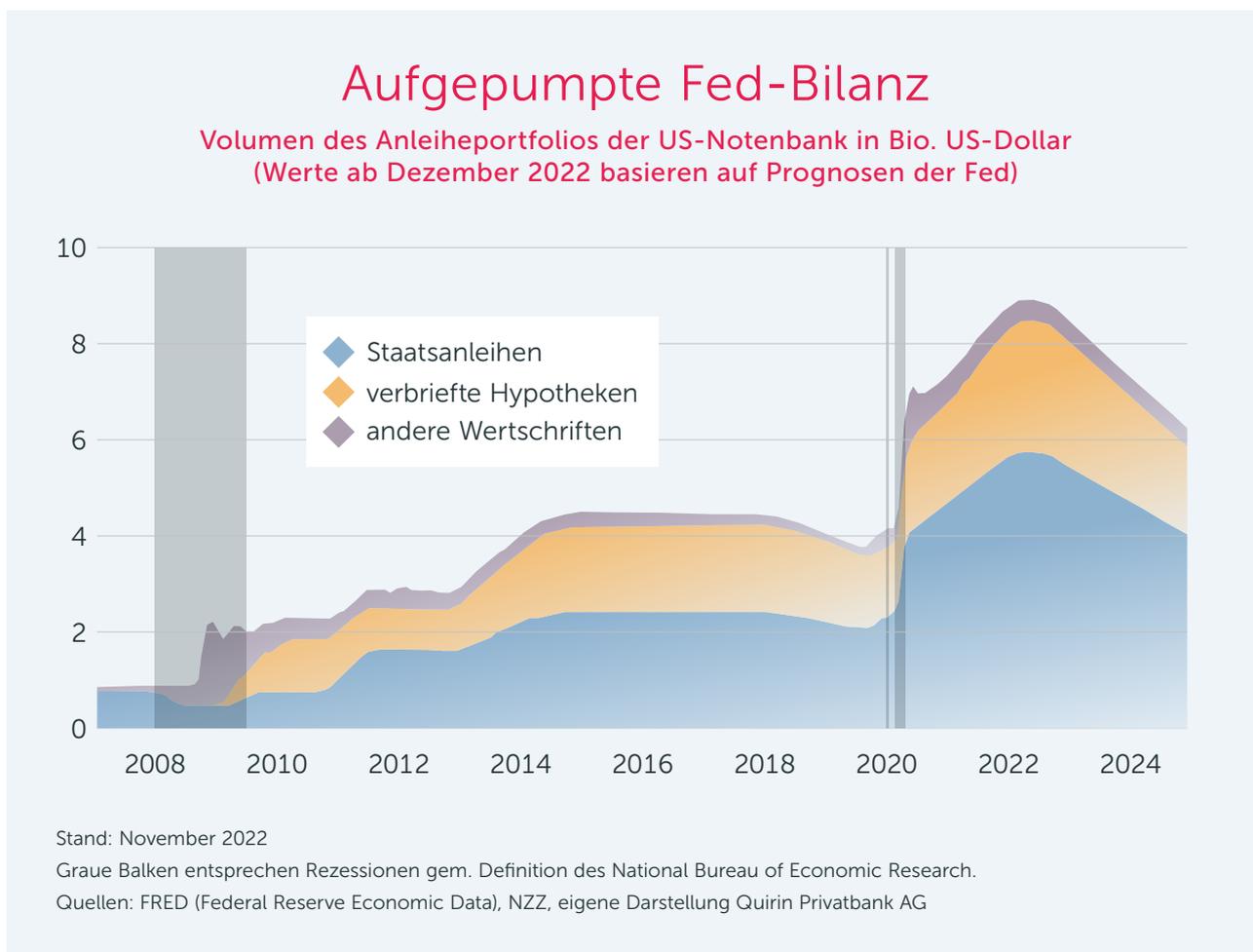
Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



Doch die Rede von Fed-Chef Powell im Anschluss an die letzte Notenbanksitzung sorgte schnell für Ernüchterung. Er wies zum wiederholten Male darauf hin, dass die Notenbank nicht zu schnell von ihrer restriktiven Geldpolitik abrücken dürfe. Für 2023 signalisierte er sogar mehr Zinserhöhungsschritte, als bislang erwartet wurden. Deutlich verändert haben sich die Leitzinserwartungen der Mitglieder des Fed-Ausschusses. Seit der letzten Einschätzung im September 2022 haben sie sich für dieses Jahr spürbar nach oben verschoben: Im Mittel werden nun 5,1 statt bisher 4,6 % prognostiziert (aktueller Satz: 4,25 – 4,50 %).

„Unser Fokus liegt derzeit darauf, die Geldpolitik so restriktiv zu gestalten, um die Inflation im Laufe der Zeit auf 2 % zurückzuführen“, betonte Powell in seiner Rede. „Und die historische Erfahrung lege nahe, dass man nicht vorzeitig vom Kurs der Inflationsbekämpfung abrücken dürfe.“

Mit den bisherigen Fortschritten beim Abbau der aufgeblähten Fed-Bilanz, die aktuell um 95 Mrd. US-Dollar monatlich gekürzt wird, zeigte sich Powell hingegen zufrieden. Seit der Höchstmarke von annähernd 9 Bio. USD im April 2022 hat sich der Anleihebestand inzwischen auf weniger als 8,6 Bio. verringert.





♦ **Zwischenfazit: EZB und Fed gehen mit Verzögerung, aber dafür umso entschiedener gegen die hohe Inflation vor**

Nachdem beide Zentralbanken anfangs nur zögerlich auf die stark anziehenden Inflationsraten reagiert haben, gehen sie nun mit aller Entschlossenheit dagegen vor. In einer Zeit, in der die Inflationsraten ihren Höhepunkt erreicht oder vielleicht sogar schon überschritten haben könnten, setzen die Notenbanken ihre Politik der Zinserhöhungen zwar fort, schreiten nun aber etwas zurückhaltender voran. Mitte Dezember 2022 erhöhten beide den Leitzins um jeweils 0,5 Prozentpunkte nach zuletzt noch 0,75 Prozentpunkten.

**Das Problem bei der aktuellen Inflationsbekämpfung: Ein Großteil der Inflation wird nicht von der Nachfrageseite, sondern von der Verknappung des Angebots beeinflusst.** Das macht es für die Notenbanken zwar schwieriger, auf die Inflation nachhaltig einzuwirken, aber es sind bereits Entspannungstendenzen zu erkennen: Die Lieferketten stabilisieren sich, die Frachtraten sinken und die Rohstoffpreise gehen vielfach aufgrund der eingetrübten Konjunkturaussichten zurück. **Ein Ende der Leitzinserhöhungen könnte somit u. E. im Verlaufe des 1. Halbjahres 2023 erreicht sein.**

Hinzu kommt, dass sich die wirtschaftlichen Aktivitäten vielerorts deutlich abgeschwächt haben und die Zentralbanken den Abschwung oder gar eine denkbare Rezession vermutlich nicht noch verschärfen wollen. Zumal sie in den vergangenen Monaten ihre Geldpolitik in teils beispiellosem Tempo enorm gestrafft haben und sich die Wirkung dieser Schritte erst mit einer gewissen Zeitverzögerung zeigen dürfte. Die Fed hat ihren Leitzins seit März 2022 um 4,25 % erhöht und parallel mit dem Abbau ihrer aufgeblähten Bilanz begonnen. Bei der EZB summieren sich die Zinserhöhungen seit Juli letzten Jahres auf mittlerweile 2,5 %.

Dass die Notenbanken ihre geldpolitischen Maßnahmen zur Eindämmung der hohen Inflation mit einer teils kämpferischen Wortwahl erläutern, ist vermutlich notwendig und gewollt, damit die Zinsschritte auch Wirkung am Markt und bei der Bevölkerung zeigen. **Denn das höchste Gut einer Notenbank ist Vertrauen ... Vertrauen darauf, dass sie alles tun wird, um für Geldwertstabilität zu sorgen.**

## Der Anleihe-Crash des Jahres 2022 eröffnet Chancen im neuen Jahr

### Steigende Markttrenditen führen zu fallenden Anleihekursen ...

Das Jahr 2022 wird wohl als eines der schlechtesten für Anleihen in die Geschichte eingehen. Die Anleiherenditen in sämtlichen Segmenten des Rentenmarktes zogen markant an, was im Umkehrschluss zu heftigen Kursverlusten der Anleihen führte. Die Hauptgründe für diesen Kursabsturz sind bereits benannt: aus dem Ruder gelaufene Inflationsraten und das entsprechende Gegensteuern der Notenbanken.

Bei bereits umlaufenden Anleihen führen steigende Markttrenditen zu Kursverlusten. Diese Verluste sind umso stärker, je länger die Restlaufzeit einer Anleihe ist. Und genau dieser negative Kurseffekt eines Renditeanstiegs ist seit Jahresanfang 2022 zu beobachten und hat bei so gut wie allen Anleihedepots – abhängig von ihrer durchschnittlichen Restlaufzeit – zu teilweise erheblichen Kursverlusten geführt.



Auch ein Resultat des Anleihe-Crashes: Das Volumen an Anleihen, die eine negative Rendite (per Laufzeitende) aufweisen, ist in den letzten Monaten drastisch gefallen. Ende 2020 erreichte das weltweite Volumen an Anleihen, die mit einer negativen Verfallsrendite handelten, mit etwas mehr als 18.000 Mrd. seinen Höhepunkt – aktuell sind es nur noch 23 Mrd. US-Dollar.

## Anleihen mit negativer Verfallsrendite sind bald eine Rarität

Globales Anleihevolumen mit negativer Rendite in Mrd. US-Dollar in den letzten 10 Jahren



Stand: 31.12.2022

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

### ... verbessern aber zugleich die Konditionen einer Neu- und Wiederanlage

Der kräftige Zinsanstieg im letzten Jahr hat also auch dafür gesorgt, dass Neuinvestments in festverzinslichen Wertpapieren grundsätzlich wieder attraktiv(er) geworden sind – sowohl als Renditebringer als auch als stabilisierender Faktor in einem breit gestreuten Depot.

**Speziell bei bereits vorhandenen Anleihebeständen spielt der sog. „Wiederanlageeffekt“ den Anlegerinnen und Anlegern zukünftig in die Karten.** Bei denjenigen, die nur wenige Festverzinsliche im Depot halten, spielt er nur eine äußerst geringe Rolle, aber im Rahmen eines Wertpapierdepots, welches viele Anleihen mit den unterschiedlichsten Restlaufzeiten enthält, übt er einen großen Einfluss auf die zukünftige Wertentwicklung aus.



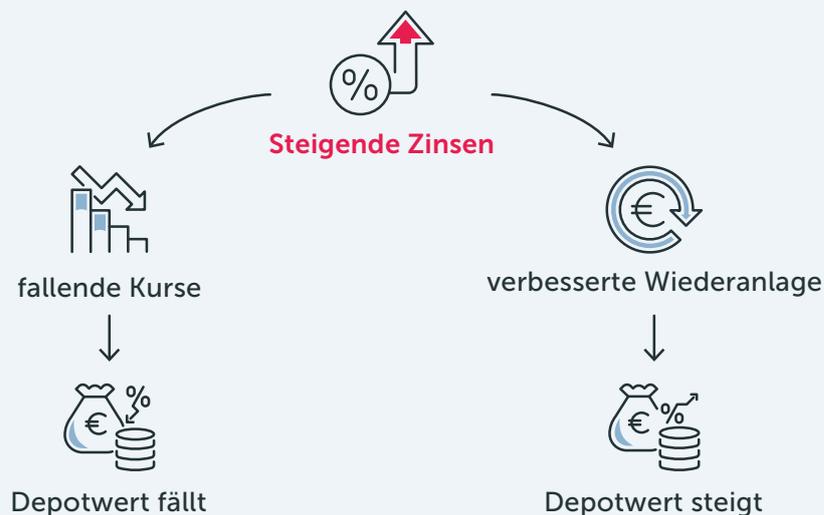
Worum geht es dabei konkret? Bereits am Markt existierende Anleihen müssen nach einem Anstieg der allgemeinen Marktrendite im Kurs fallen, was zu steigenden (Verfalls-)Renditen führt. Im Fall von Neuemissionen werden Anleihen mit einem höheren Zinskupon ausgestattet. In beiden Fällen verbessern sich dadurch die Konditionen, zu denen in festverzinslichen Wertpapieren gänzlich neu oder in Form einer Wiederanlage fälliger Anleihen investiert werden kann. Letzteres begünstigt insbesondere Renditepots, in denen sich Anleihen in größerer Anzahl und mit möglichst unterschiedlichen Restlaufzeiten befinden.

Denn in solchen Depots sind fällig werdende Anleihen (oder auch größere Zinszahlungen) laufend durch Wiederanlagen zu ersetzen. Und das kann eben nach einem erfolgten Renditeanstieg – wie zuletzt geschehen – zu deutlich verbesserten Konditionen erfolgen, je nachdem wie stark der Zinsanstieg war. Und der Zinsanstieg des Jahres 2022 war enorm. Der Wiederanlageeffekt im Zuge eines Renditeanstiegs beeinflusst die zu erwartende zukünftige Wertentwicklung somit positiv (Zinserträge steigen) – im Gegensatz zum aktuell negativ wirkenden Kurseffekt als Folge der gefallen Anleihekurse.

**Ein Anstieg der allgemeinen Marktrendite beeinflusst den Kurswert eines Depots aus Festverzinslichen daher zweifach.** Zunächst müssen unmittelbare Kursverluste beim Anleihebestand hingenommen werden, was den Depotwert in der Gegenwart nach unten drückt. Mittel- und langfristig jedoch schlagen die verbesserten bzw. höher rentierlichen Wiederanlagebedingungen positiv auf den Depotwert durch. Beide Effekte sind im folgenden Schaubild schematisch dargestellt.

## Die zwei Seiten eines Zinsanstiegs

Kurseffekt und Wiederanlageeffekt im Überblick



Quelle: eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



**Ausdrücklich möchten wir darauf hinweisen, dass sich in der aktuellen Situation ansteigender Renditen ausschließlich der negative Kurseffekt im Depot zeigt, wohingegen der Wiederanlageeffekt eine gewisse Zeit braucht, um seine positive Wirkung zu entfalten.** Die Auflösung eines Anleihedepots zum jetzigen Zeitpunkt würde daher bedeuten, dass man die aktuellen Kursverluste zementiert und sich zugleich der Vorteile des Wiederanlageeffekts beraubt.

### Einschätzung ausgewählter Anleihesegmente

#### ♦ Euro-Staatsanleihen: Der Zins ist zurück

Das unattraktive Negativzinszeitalter vieler Euro-Staatsanleihen wurde 2022 zügiger und nachhaltiger überwunden, als zu erwarten war. Die Rendite der für Europa richtungweisenden 10-jährigen Bundesanleihe kletterte Ende 2022 auf 2,54 %, was zugleich das Jahreshoch darstellte – Ende 2021 waren es noch -0,18 % gewesen! Für Rentenmarktverhältnisse ein außergewöhnlich kräftiger Anstieg innerhalb so kurzer Zeit. Dieser heftige Renditeanstieg hatte zur Folge, dass die erwähnte Bundesanleihe im Jahr 2022 um knapp 22 % (!) im Kurs fiel.

Im Spannungsfeld zwischen Konjunktur- und Inflations Sorgen kam es also zu für den Staatsanleihe Markt ungewohnt heftigen Kursausschlägen. Ein weiteres Phänomen des Anleihejahres 2022: Kürzer laufende Bundesanleihen (und nicht nur diese) werfen eine höhere Rendite als länger laufende Papiere ab. Expertinnen und Experten werten diese sog. „inverse Zinsstruktur“ oft als untrüglichen Vorboten einer aufziehenden Rezession. Denn in einem rezessiven Umfeld dürfte es kaum zu steigenden Zinsen bzw. Renditen kommen. Zumeist fallen sie bei einer Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität, insbesondere am langen Laufzeitende.

## Rendite 10-jähriger und 2-jähriger Bundesanleihen in den letzten 10 Jahren



Stand: 31.12.2022

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.



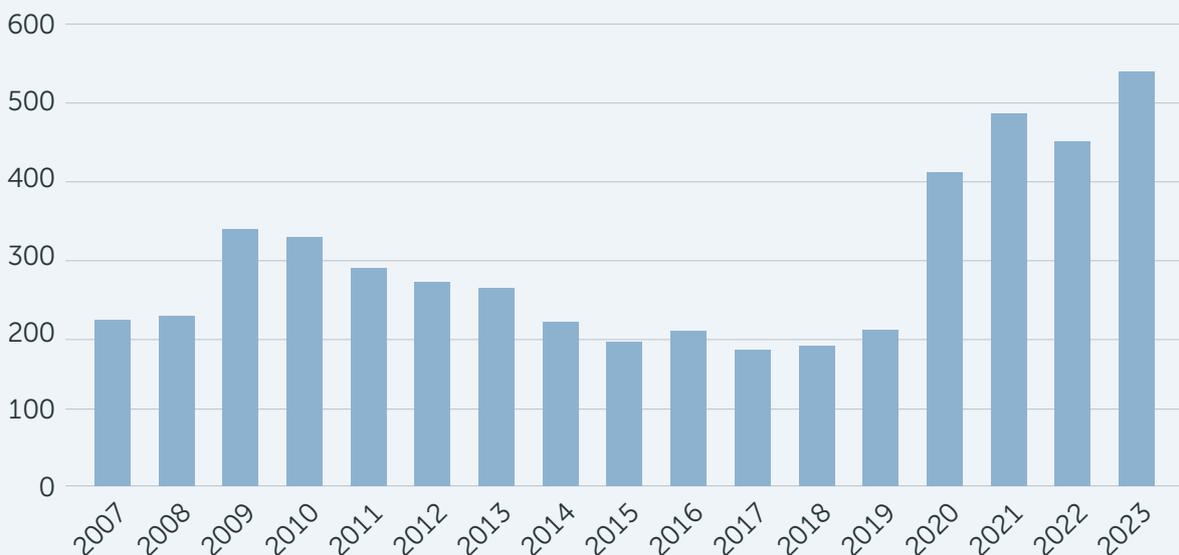
Aufgeschreckt von der rekordhohen Inflation leitete die EZB – wie bereits geschildert – eine dramatische Zinswende ein. Zur Jahresmitte 2023 sollte u. E. der Leitzinsgipfel aber erreicht sein, in der Region 3,5 – 4,0 % (aktuell: 2,5 %). Da Finanzmärkte bekanntermaßen versuchen, zukünftige Entwicklungen zu antizipieren, sollte das Schlimmste am Anleihemarkt mittlerweile ausgestanden sein – sprich: Die im neuen Jahr vermutlich noch anstehenden Leitzinserhöhungen könnten bereits heute in die Anleihebewertungen eingeflossen sein.

**2023 rechnen wir mit einem deutlich ruhigeren Jahr an den Rentenmärkten (speziell auch an den Staatsanleihemärkten) und mit per saldo maximal noch leicht anziehenden Renditen.** Die Inflation dürfte im Jahresverlauf zwar sinken, bleibt insgesamt aber historisch gesehen hoch. Real betrachtet (nach Abzug der Inflation) sind Anleihen damit weiter eher ungünstig bewertet – dies gilt im Übrigen noch mehr für Spareinlagen und Termingelder. In diesem Zusammenhang sollte man allerdings erwähnen, dass bei einem Anleihekauf nicht die Inflationshöhe zum Zeitpunkt des Kaufes maßgeblich ist, sondern vielmehr die durchschnittliche Teuerungsrate während der Haltedauer der Anleihe.

Was am Anleihemarkt – neben Inflation und Notenbankpolitik – zusätzlich für Unsicherheit sorgen dürfte: Wie wird sich die bereits erwähnte Reduzierung des EZB-Anleihebestandes (ab März um rund 15 Mrd. € monatlich) am Markt auswirken? Immerhin befinden sich über 40 % der umlaufenden Euro-Staatspapiere in den Depots der Notenbanken. Ein Abbau der EZB-Bilanzsumme birgt in Zeiten zunehmender staatlicher Neuemissionstätigkeit potenziell (Kurs-)Risiken.

## Bund flutet den Markt mit neuen Anleihen

Emissionen des Bundes in Mrd. Euro



Stand: 15.12.2022

2023: geschätzt

Quellen: F.A.Z., eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



**Ausblick:** Speziell im ersten Halbjahr 2023 dürfte der Rentenmarkt auch im Staatsbereich noch einigen Belastungen ausgesetzt sein, die aber weitgehend in den aktuellen Anleihekursen „eingepreist“ sein sollten – negative Überraschungen sind aber naturgemäß nie auszuschließen. Im 2. Halbjahr sollte dann aufgrund spürbar rückläufiger Inflationsraten und eines möglichen Endes der Leitzins-erhöhungen Entspannung angesagt sein. Heißt konkret unter Abwägung aller Einflussfaktoren: Die Renditen der Euro-Staatsanleihen dürften am Jahresende 2023 u. E. leicht höher liegen als zum Jahreschluss 2022.

♦ **Gestiegene Renditen und ausgeweitete Bonitäts spreads eröffnen Chancen bei Unternehmensanleihen (Investment Grade & Hochzins-Papiere)**

Zeitgleich mit den ansteigenden Renditen für (sichere) Staatsanleihen haben sich im Jahresverlauf auch die Renditeabstände zwischen Unternehmensanleihen und sicheren Staatsanleihen (sog. „Bonitäts spreads“) ausgeweitet – vor allem aufgrund der wirtschaftlichen Abkühlung und anderer vielfältiger Unsicherheitsfaktoren (siehe folgende Grafik). Im 4. Quartal ist es im Zuge einer allgemeinen Beruhigung an den Rentenmärkten auch zu einer gewissen Einengung dieser Spreads gekommen, nichtsdestotrotz liegen sie aber immer noch merklich über dem Niveau vom Jahresbeginn 2022.

## Gestiegene Bonitäts spreads bei Investment-Grade-Anleihen (Rating AAA bis BBB-) in USA und Europa

Indikative Renditedifferenz zwischen europäischen Unternehmensanleihen und Bundesanleihen sowie zwischen US-Staats- und US-Unternehmensanleihen auf Ein-Jahres-Sicht in Basispunkten (100 Basispunkt = 1,00 %)



Stand: 05.01.2023

Indikative Renditedifferenzen, basierend auf Preisen für Kreditausfallversicherungen für europäische und amerikanische Unternehmensanleihen mit rund 5-jähriger Restlaufzeit und Investment-Grade-Rating (obere Investmentqualität, Rating AAA bis BBB-) und Renditen 5-jähriger Bundes- und US-Staatsanleihen

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse



Dieser Renditeabstand reflektiert eine von der Gesamtheit aller Anlegenden verlangte Risikoprämie für Anleihen, deren Rückzahlung aufgrund von Unwägbarkeiten eben nicht zu 100 % sicher ist, wie man das z. B. insbesondere für deutsche oder auch amerikanische Staatsanleihen unterstellt.

Die vor allem in den ersten drei Quartalen 2022 erfolgte spürbare Ausweitung der Bonitätsspreads ist eine Konsequenz aus der Tatsache, dass in der Wahrnehmung der Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmer das Ausfallrisiko für Unternehmensanleihen in einer Phase des wirtschaftlichen Abschwungs ansteigt, so dass sich auch die hierfür verlangten Risikoprämien erhöhen und Anlegerinnen und Anleger als Ausgleich höhere Renditeaufschläge ggü. Staatsanleihen verlangen.

Dieser Effekt hat trotz der damit zunächst ebenfalls einhergehenden Kursverluste aber auch noch eine ganz spezielle positive Seite: **So schnell sich derartige Renditedifferenzen durch gestiegene Risikoprämien aufbauen – wie dies insbesondere bis Oktober 2022 geschehen ist –, so schnell können sie sich im Zuge einer wirtschaftlichen Normalisierung auch wieder zurückbilden (teilweise bereits im 4. Quartal zu beobachten).**

Dies wiederum kann unter Umständen sogar sehr rasch auch wieder zu steigenden Kursen der entsprechenden Unternehmensanleihen führen – allein aufgrund der Tatsache, dass die Risikoprämien wieder fallen. In gewisser Weise verhalten sich daher deren Kurse in ähnlicher Weise wie Aktienkurse – dies gilt insbesondere für die spekulativen Hochzins-Bonds (Rating unterhalb von BBB-). **Auch hier kann ein durch eine wirtschaftliche Normalisierung ausgelöster Stimmungsumschwung sehr schnell zu kräftigen Kurssteigerungen führen.** In jedem Fall muss bei Hochzins-Anleihen aber aufgrund erhöhter Ausfallrisiken auf eine möglichst breite Streuung geachtet werden – über unterschiedliche Länder, Branchen und Laufzeiten hinweg.

Zur Einordnung: Das Renditeniveau von auf Euro lautenden Investment-Grade-Unternehmensanleihen (Rating AAA bis BBB-) liegt aktuell bei durchschnittlich rund 4 % p. a. (Ende 2021: 0,4 %) und das von Hochzins-Anleihen bei rund 7,5 % p. a. (Ende 2021: 3 %).



## Renditen inzwischen auf wesentlich höherem Ausgangsniveau

Renditen in Prozent p. a.



Stand: 31.12.2022

Investment-Grade-Anleihen = Rating AAA bis BBB-

Hochzins-Anleihen (Non-Investment-Grade) = Rating BB+ oder schlechter

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.

### ◆ Schwellenländeranleihen sind wieder einen Blick wert

Schwellenländer haben derzeit nicht nur mit dem wankelmütigen Corona-Kurs Chinas und den auch in den Industrieländern bekannten Problemen zu kämpfen (hohe Inflation, Wirtschaftsabschwächung, Folgen des Ukraine-Kriegs), sondern obendrein mit dem weit verbreiteten Pessimismus vieler Investorinnen und Investoren, was die weiteren Perspektiven anbelangt. Dieser Pessimismus, der auch auf den Anleihekursen der Schwellenländer lastet, eröffnet unseres Erachtens Chancen. Denn viele Schwellenländer stehen insgesamt nicht so schlecht da, wie oft befürchtet wird.

Alles in allem bleiben nach unserer Einschätzung die wirtschaftlichen Aussichten für die Emerging Markets grundsätzlich positiv – vor allem die der Wachstumsregion Asien. Dies sollte über kurz oder lang die Nachfrage nach Schwellenländeranleihen wieder beleben und zu Rating-Heraufstufungen führen. Selbstverständlich sollte auch bei Investments in Schwellenländeranleihen auf eine breite, länderübergreifende Streuung geachtet werden. Zudem sollten sie wegen unverändert bestehender Risiken nur eine überschaubare Beimischung im Depot darstellen.

Zur Einordnung: Das Renditeniveau von auf US-Dollar lautenden Schwellenländer-Staatsanleihen liegt aktuell bei durchschnittlich rund 7 % p. a. Wer das Dollar-Währungsrisiko umgehen möchte, sollte auf ein Euro-abgesichertes Schwellenländer-Investment ausweichen.



## Fazit

Die Notenbanken kämpfen entschieden gegen die ausufernde Inflation – erste vorsichtige Erfolge waren zuletzt erkennbar. Für eine Entwarnung ist es allerdings zu früh. Dies gilt erst recht, wenn die Inflationsrate in erster Linie nur aufgrund staatlicher Preisbremsen für einzelne Güter wie Energie zwischenzeitlich zurückgehen sollte. „Langsamer für länger“ – so lautet momentan das Motto der Notenbanken in Bezug auf weitere Zinserhöhungen.

**Nichtsdestotrotz dürfte der Großteil der Leitzinserhöhungen und damit auch des Renditeanstiegs an den Anleihemärkten hinter uns liegen.** Durch den rasanten Zinsanstieg der letzten Monate erzielen Anlegerinnen und Anleger bei Neuanlagen endlich wieder Renditen, die spürbar über der Nulllinie liegen – Null- oder gar Negativrenditen bestimmten bekanntlich jahrelang das Bild am Anleihemarkt. Bei bestehenden breitgestreuten Anleihedepots profitiert man zukünftig vom sog. „Wiederanlageeffekt“, was die Kursverluste wieder ausgleichen wird.

**Trotz des schlimmen Rentenmarktjahres 2022 bleiben Anleihen (breit gestreut nach Ländern, Emittenten, Laufzeiten und Bonitäten) aufgrund ihrer speziellen Eigenschaften zur Stabilisierung eines breit aufgestellten Portfolios ein unverzichtbarer Depotbestandteil.** Sie bilden in der Regel einen Sicherheitspuffer mit Blick auf die langfristig deutlich schwankungsfreudigeren Aktien. Angesichts des spürbar gestiegenen Renditeniveaus können sie diese Funktion mittlerweile deutlich besser erfüllen als in den letzten weitgehend zinslosen Jahren.

**So unerfreulich das Anleihejahr 2022 auch war, bleibt andererseits für Anlegerinnen und Anleger eine positive Erkenntnis: Der Zins ist zurück.** Das Jahr 2023 sollte u. E. deutlich ruhiger verlaufen und allenfalls leichte Renditesteigerungen mit sich bringen. Für Unsicherheit dürfte vor allem sorgen, wann und auf welchem Niveau der Leitzinsgipfel erreicht sein wird und wie es in Sachen Inflationsentwicklung weitergeht. Zudem startet die EZB ab März mit dem (vorsichtigen) Abbau ihres riesigen Anleihebestandes und betritt damit absolutes Neuland. Sollte man im Verlaufe des ersten Halbjahres mehr Klarheit über all diese Unwägbarkeiten erlangen, dürfte einer freundlichen zweiten Jahreshälfte nichts mehr im Wege stehen.



## 4 Ausblick Aktienmarkt: Unternehmen werden auch aus dieser Krise gestärkt hervorgehen

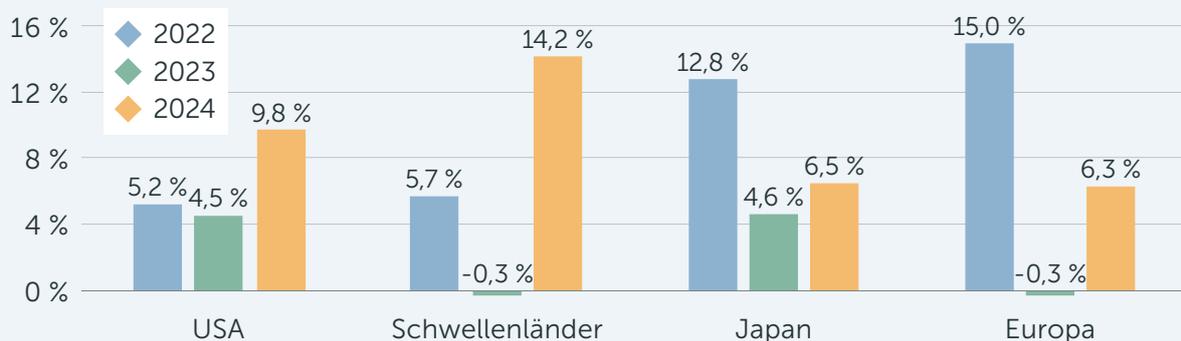
### Grundsätzliche Überlegungen

- Die Notenbanken dürften vorerst noch restriktiv bleiben und die Zinsen weiter anheben, denn die grundsätzlichen Inflationsziele (2 %) sind noch in weiter Ferne. Steigende Leitzinsen sind im Grunde erst einmal negativ für die Aktienmärkte, wirken sie sich doch auch auf die Kreditseite aus und verteuern die Refinanzierung von Unternehmen. Zudem erscheinen neu aufgelegte Anleihen attraktiver und stellen damit tendenziell eine stärkere Konkurrenz zur Aktienanlage dar. Im letzten Jahr ist es vielen Unternehmen noch gut gelungen, diesen Widrigkeiten zu trotzen, auch weil gestiegene Einkaufspreise durch die Weitergabe an die Verbraucherinnen und Verbraucher oft mehr als ausgeglichen werden konnten. Die Luft wird in dieser Hinsicht im neuen Jahr sicherlich dünner, denn die Verbrauchenden werden dies nicht ewig mitmachen.
- Die sich in 2023 spürbar abschwächende globale Wirtschaft stellt sicherlich einen weiteren Belastungsfaktor dar, was auch negativ auf die Unternehmensgewinne durchschlagen wird. Die entsprechenden Analystenschätzungen sind jedenfalls betont zurückhaltend, wie die folgende Grafik veranschaulicht. Die im abgelaufenen Jahr z. T. noch erstaunlich robuste Gewinnentwicklung dürfte sich kaum wiederholen lassen, gravierende Gewinneinbrüche halten wir aber für unwahrscheinlich.

Zu beachten ist, dass der konjunkturelle Durchhänger bereits seit geraumer Zeit an den Märkten thematisiert wird – gut möglich, dass dies bereits weitgehend eingepreist ist und sich die Investorinnen und Investoren bereits auf die vermutliche Gewinnerholung in 2024 fokussieren.

### Unternehmensgewinnentwicklung in ausgewählten Aktienmärkten

Konsensschätzungen verschiedener Analystinnen und Analysten für 2022 bis 2024



Stand: 31.12.2022

Gewinnschätzungen auf Basis der durchschnittlichen Pro-Forma-Gewinne der in den entsprechenden regionalen MSCI-Aktienindizes enthaltenen Unternehmen. Bei Pro-Forma-Gewinnen werden das Kerngeschäft verfälschende Elemente herausgerechnet, z. B. Akquisitionen oder der Verkauf von Unternehmensteilen oder auch sog. Goodwill-Abschreibungen.

Im Prinzip handelt es sich also um den sog. operativen Gewinn, also das Ergebnis aus dem gewöhnlichen bzw. täglichen Geschäft eines Unternehmens. Pro-Forma-Zahlen werden gern dann genutzt, wenn betriebswirtschaftliche Kennzahlen über verschiedene Perioden hinweg vergleichbar gemacht werden sollen.

Quellen: FactSet, MSCI, Standard & Poor's, Thomson Reuters, J.P. Morgan Asset Management, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



Es gibt aber auch Raum für positive Überraschungen. Diese könnten sich z. B. dann eröffnen, wenn sich der deutlich sichtbare Trend zur Entspannung der Lieferketten fortsetzt. Dies wird anhand verschiedener Indikatoren erkennbar, z. B. an den deutlich gesunkenen Schiffsfrachtraten oder auch an repräsentativen Einkaufsmanagerumfragen zu den Lieferzeiten. All das fließt in entsprechende Indizes ein, die sich deutlich entspannt haben, wie die nachfolgende Grafik beispielhaft deutlich macht.

## Globaler Einkaufsmanagerindex, bezogen auf Lieferzeiten

Verarbeitendes Gewerbe und Bausektor



Stand: November 2022

Global PMI suppliers' delivery times Index: Teilnehmerinnen und Teilnehmer an Unternehmensumfragen von Standard & Poor's, die in 44 Ländern durchgeführt werden, werden gefragt: „Sind die Lieferzeiten Ihrer Lieferantinnen und Lieferanten langsamer, schneller oder unverändert im Vergleich zum Vormonat?“

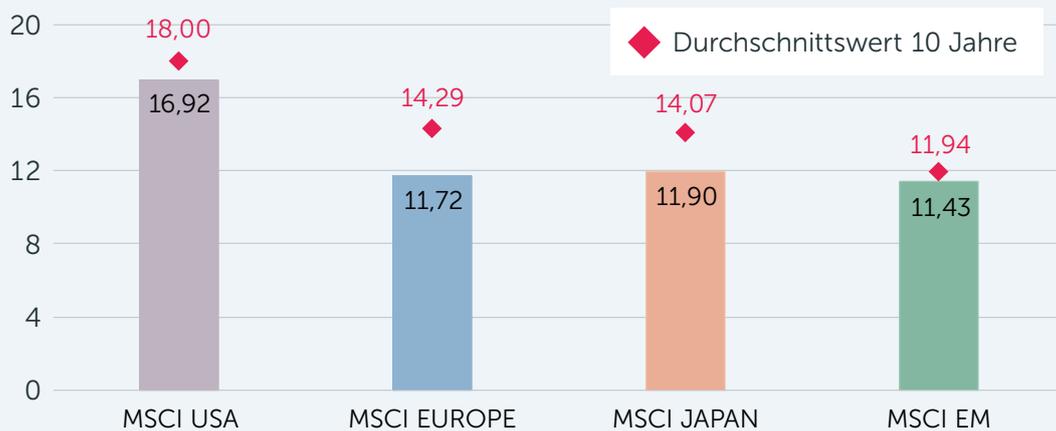
Quellen: Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

- ◆ Da die Aktienkurse im letzten Jahr stärker gefallen sind als die zu erwartenden Gewinne bzw. das bilanzielle Eigenkapital der Unternehmen, sind die meisten Aktienmärkte gemessen an den üblichen Bewertungskennziffern, wie z. B. dem Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnis (kurz KGV und KBV), relativ günstig bewertet.



## Fundamentale Bewertung ausgewählter Aktienmärkte

Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) auf Basis von durchschnittlichen Analystenschätzungen für die nächsten 12 Monate versus Durchschnitt der letzten 10 Jahre dieser KGVs (berechnet für MSCI-Indizes)



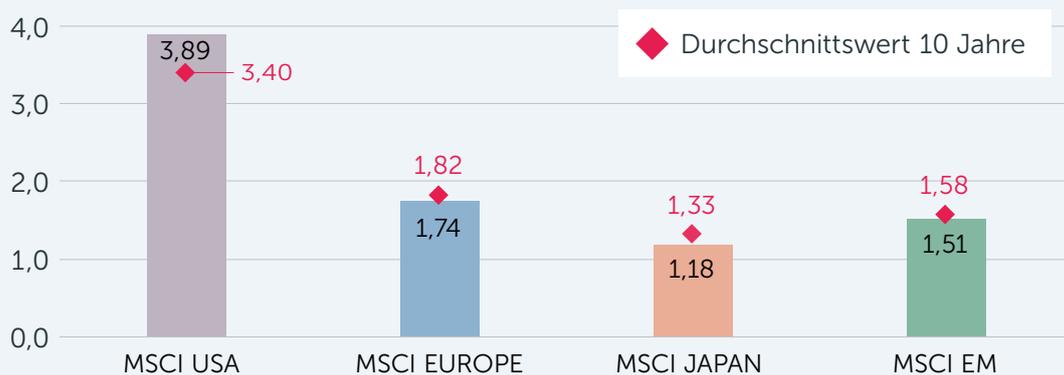
Stand: 03.01.2023

MSCI EM = MSCI Emerging Markets

Das KGV setzt den aktuellen Aktienkurs ins Verhältnis zum erzielten Unternehmensgewinn (pro Aktie). Je niedriger die Kennziffer, umso preiswerter erscheint die Aktie oder – wie in der vorliegenden Übersicht – ein ganzer Aktienmarkt, für den sich ein KGV auch berechnen lässt. Kurs-Gewinn-Verhältnisse können auf Basis von in der Vergangenheit tatsächlich erzielten Gewinnen oder – wie in der vorliegenden Übersicht – auf Basis von künftig erwarteten Gewinnen (auf Basis der durchschnittlichen Analystenschätzungen für die kommenden 12 Monate) errechnet werden.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

## Aktuelle Kurs-Buchwert-Verhältnisse (KBV) versus Durchschnitt der letzten 10 Jahre (berechnet für MSCI-Indizes)



Stand: 03.01.2023

MSCI EM = MSCI Emerging Markets

Das KBV setzt den aktuellen Aktienkurs ins Verhältnis zum aktuellen bilanziellen Eigenkapital, sprich Buchwert (pro Aktie). Je niedriger die Kennziffer, umso substanzstärker und preiswerter erscheint die Aktie oder – wie in der vorliegenden Übersicht – ein ganzer Aktienmarkt, für den sich ein KBV auch berechnen lässt.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG



## Ein spezieller Blick auf die aus unserer Sicht wichtigsten Anlageregionen

### USA



- ♦ Die konjunkturelle Schwächephase dürfte in Übersee angesichts der rigideren Geldpolitik markanter ausfallen als z. B. in der Eurozone (siehe auch Kapitel 2 Konjunkturperspektiven). Allerdings ist die Konjunkturstimmung längst nicht so schlecht wie hierzulande. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass die USA wirtschaftlich weniger von den Auswirkungen des Krieges betroffen und die Sicherheit der Energieversorgung kein Thema ist. Dies und der weiterhin sehr robuste Arbeitsmarkt könnten den wichtigen privaten Konsum vorerst weiter stützen.

Unterstützend dürfte auch wirken, dass die US-Regierung unter Joe Biden weiter enorme Geldsummen in die Wirtschaft pumpt, z. B. für Infrastrukturinvestitionen, auch wenn das mit Blick auf den Staatshaushalt zunehmend kritisch zu sehen ist.

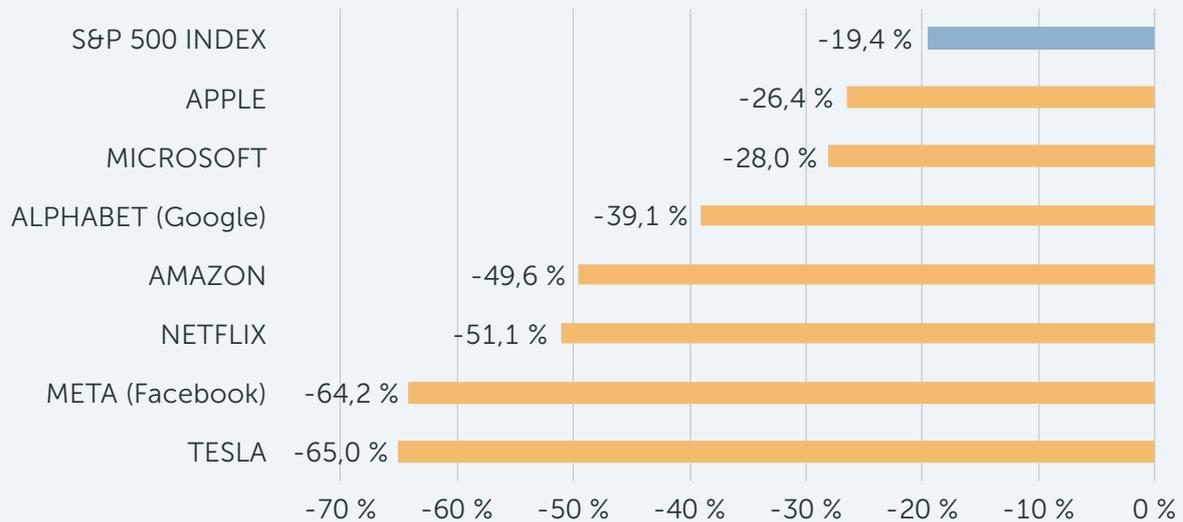
- ♦ Die leicht rückläufige Inflationsrate hat die Fed zuletzt „nur noch“ zu einer Zinserhöhung von 0,5 % veranlasst. Zuvor gab es mehrere 0,75 %-Schritte. Der Zinserhöhungstrend soll laut Fed-Chef Jerome Powell zwar beibehalten werden, doch immerhin in verlangsamtem Tempo, was darauf hindeutet, dass die restriktive Zinspolitik auf absehbare Zeit ein Ende findet. An den Aktienmärkten wird stets die Zukunft antizipiert, so dass das Ende der steigenden Zinsen frühzeitig vorweggenommen werden dürfte. Die Kurse könnten sich von daher schneller stabilisieren als von vielen erwartet, also schon bevor die Notenbank das Ruder wieder sichtbar herumreißt.
- ♦ Der US-Aktienmarkt ist gemäß den gezeigten Parametern (KGV, KBV) international traditionell am höchsten bewertet. Hintergründe: Die Aktienanlage spielt bei den US-Anlegerinnen und -Anlegern eine bedeutende Rolle, ganz im Gegensatz zu anderen Industrieländern. Zudem wirkt der riesige amerikanische Aktienpool mit innovativen und wachstumsstarken Unternehmen wie ein Magnet auf internationale Anlagegelder. Trotzdem liegt die Gewinnbewertung (KGV) derzeit unter dem langjährigen Durchschnitt – ein Umstand, den wir so schon seit längerer Zeit nicht gesehen haben und der US-Aktien zumindest nicht zu teuer erscheinen lässt. Diese Konstellation hat sich vor allem aufgrund der recht scharfen Korrektur im schwergewichtigen Technologiesektor ergeben.
- ♦ Die US-Börsen bleiben bis auf Weiteres relativ stark von „Tech“-Werten abhängig. Dass es auch in diesem Sektor nun einmal zu einem deutlichen Rücksetzer gekommen ist, darf nicht überraschen, weil keine noch so vermeintlich widerstandsfähige Branche kurstechnisch in einer Einbahnstraße unterwegs ist. Die Kurse von Unternehmen mit Technologiebezug wurden speziell in der Pandemie aufgrund der Digitalisierungsfantasie stark nach oben getrieben – Gleiches gilt auch für ihre Bewertungsparameter. Dass machte den Sektor aber eben auch anfällig, z. B. für Enttäuschungen der hohen Erwartungen an die Geschäftsentwicklung oder auch für steigende Zinsen. Investorinnen und Investoren zogen vor diesem Hintergrund im letzten Jahr verstärkt die Reißleine.

Wie deutlich es manche US-Tech-Werte zerrupft hat, verdeutlicht die folgende Grafik.



## US-Wachstumswerte mit heftigem Schwächeanfall

Wertentwicklung ausgewählter US-Aktien mit Technologiebezug im Jahr 2022



Stand: 31.12.2022

Wertentwicklung in US-Dollar, ohne Dividenden

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.

Eine langanhaltende und nachhaltige Schwächephase im Technologiebereich halten wir aber eher für unwahrscheinlich. Die Bewertungen sind nun nicht mehr so hoch und bei vielen großen Konzernen ist das Geschäftsmodell nicht nachhaltig beschädigt worden. Sie dürften ihren Teil dazu beitragen, dass es im laufenden Jahr bei US-Aktien zumindest für leichte Unternehmensgewinnsteigerungen reichen sollte. Insgesamt ist das Branchengefüge im US-Aktienmarkt nun wieder etwas ausgewogener, was ebenfalls positiv zu verzeichnen ist.

Die US-Börsen bleiben, wie seit vielen Jahrzehnten, der Taktgeber für die meisten Aktienmärkte. Um wieder die gewohnte Favoritenrolle einzunehmen, braucht es aber womöglich noch etwas Zeit. Das Zins- und Konjunkturmilieu bleibt zunächst noch ein Hemmschuh, dafür sind aber die Bewertungen in deutlich attraktivere Bereiche zurückgekommen. Auf mittlere bis lange Sicht bleiben US-Aktien ein essenzieller Bestandteil eines globalen Aktienportfolios.



## US-Aktienmarkt

MSCI USA – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2022

Kursentwicklung in US-Dollar inkl. Dividenden, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigt die vertikale Achse für die Kursentwicklung gleiche Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Die Wegstrecke einer Kursbewegung von 1.000 auf 2.000 entspricht der Wegstrecke von 2.000 auf 4.000. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.

## Europa



- ◆ Konjunkturell gesehen könnte es in Europa und speziell auch in der Euro-Zone in diesem Jahr sogar etwas besser laufen als in Amerika, was auch daran liegt, dass der zinsseitige Druck nicht so hoch ist wie in Übersee (siehe auch Kapitel 2 Konjunkturperspektiven).
- ◆ Der europäische Aktienmarkt ist aber letztlich immer noch von stärkeren Unwägbarkeiten geprägt, allen voran vom andauernden Krieg und der damit verbundenen Energiekrise. Bei Letzterer gibt es zwar Fortschritte bei der Versorgung und auch fallende Rohstoffpreise ebnen den Weg für mehr Optimismus im neuen Jahr, der Energiemarkt bleibt aber vorerst eine Achillesferse für Europas Börsen. Gleiches gilt für die hohe Abhängigkeit von China. Zwar dürfte das dortige Umlenken in der Covid-Politik perspektivisch vor allem auch europäischen Unternehmen nützen, vorerst bleiben aber auch noch spürbare Risiken, da die Impfquote gerade in der älteren Bevölkerung noch niedrig und das



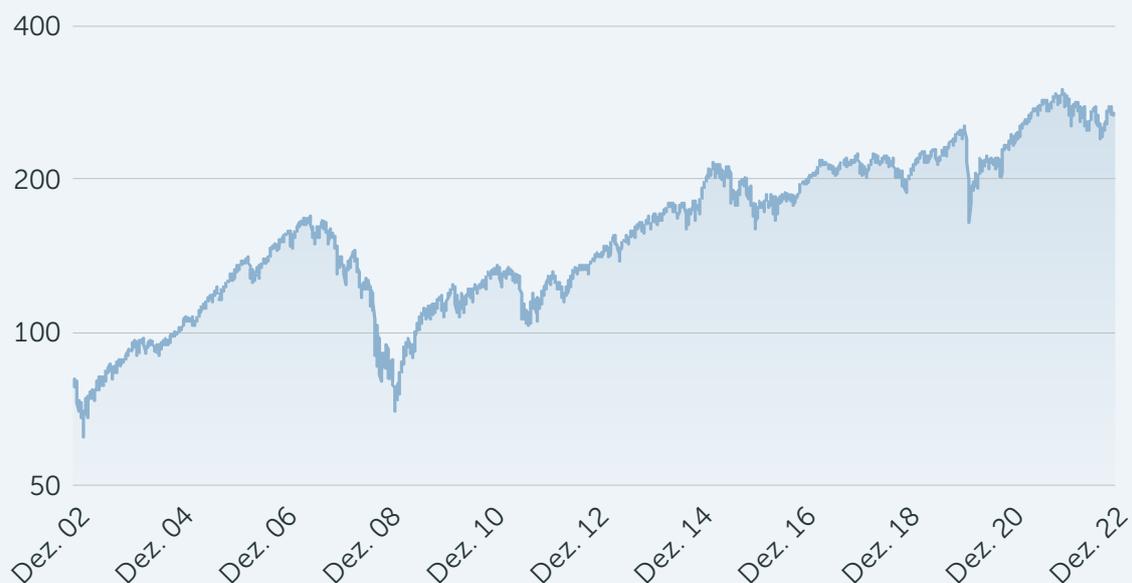
Gesundheitswesen nur ungenügend auf einen Schub bei den Covid-Erkrankungen vorbereitet ist. Hier könnten schnell neue Lockdowns mit erneuter Blockade-Wirkung auf die Lieferketten drohen.

Unseres Erachtens ist es nicht verwunderlich, dass die Analystengilde in diesem Jahr eher wenig Raum für Gewinnsteigerungen (im Durchschnitt aller großen Unternehmen) sieht. Aufgrund der gesunkenen Kurse ist der europäische Aktienmarkt aber immerhin bewertungstechnisch relativ attraktiv – speziell mit Blick auf das KGV.

Europäische Aktien haben im vergangenen Jahr gegenüber US- und Schwellenländeraktien out-performt. Aus unserer Sicht wird das in der geschilderten Gemengelage schwer zu wiederholen sein. Das Aufholpotenzial ist also vermutlich geringer.

## Aktienmarkt Europa

MSCI Europa – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2022

Kursentwicklung in Euro inkl. Dividenden, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigt die vertikale Achse für die Kursentwicklung gleiche Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Die Wegstrecke einer Kursbewegung von 50 auf 100 entspricht der Wegstrecke von 100 auf 200. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.



## Schwellenländer



- ◆ Konjunkturell und mit Blick auf Inflation und Geldpolitik haben viele Schwellenländer auch im neuen Jahr noch verstärkt mit Belastungsfaktoren zu kämpfen (siehe auch Kapitel 2 Konjunkturperspektiven).
- ◆ Die Bewertungs- und Gewinnsituation der Unternehmen ist unspektakulär. Die in diesem Jahr vermutlich im Schnitt stagnierenden Gewinne und das durchschnittliche bilanzielle Eigenkapital der Unternehmen bewegen sich in Relation zum Kursniveau im Bereich der langjährigen Mittelwerte.
- ◆ Dass sich die Inflation in den USA aber bereits auf dem leichten Rückzug befindet und gute Chancen bestehen, dass sich der Zinserhöhungszyklus in Übersee in den nächsten Monaten dem Ende entgegenneigt, dürfte Schwellenländerinvestments unterstützen. Klassischerweise leiden sie verstärkt, wenn als stabil geltende Anlagen, wie US-Anleihen, an Attraktivität gewinnen. Gerade in Krisenzeiten kommt es dann zu Abflüssen aus risikoreicheren Segmenten, wie eben z. B. Emerging-Markets-Aktien.
- ◆ China bleibt trotz der zwischenzeitlich harschen Kurskorrekturen an den dortigen Aktienmärkten das mit Abstand wichtigste Schwellenland, nicht nur, was die Bedeutung für die Weltwirtschaft angeht, sondern mit einem Anteil von rund einem Drittel auch, was die Schwellenländer-Aktienmärkte angeht. Auch deshalb wird weltweit derzeit höchst kritisch beäugt, wie der Schwenk in der Covid-Politik verläuft. Im Grunde war er im Interesse Chinas und auch seiner Handelspartner überfällig, die Art und Weise, in der er vollzogen wurde, – nämlich sehr spät und zugleich rasant – birgt aber noch markante Risiken. Die chinesische Infektionswelle mit der SARS-CoV-2-Variante Omikron ist gewaltig. In der Regel ist bei geimpften Personen ein milder bis moderater Krankheitsverlauf zu beobachten. In China wurde aber viel zu wenig geimpft, und das auch noch mit einem fragwürdigen Impfstoff. Zudem besteht hohe Unsicherheit, ob die geplante ergänzende Impfkampagne wirklich schnell genug beschleunigt werden kann. Ohne diesen Fortschritt würden steigende Todeszahlen wohl schnell neue Lockdowns zur Folge haben. Es bleibt sehr zu hoffen, dass es nicht dazu kommen wird. Bekommt China das Virus vernünftig in den Griff, wovon wir zumindest mittelfristig ausgehen, dürfte sich der aufgestaute Konsumbedarf kräftig entfalten.
- ◆ China hat aber auch noch andere Baustellen: Nicht aus den Augen verlieren sollte man die Spannungen rund um Taiwan, die jederzeit deutlich zunehmen könnten. Ob hier – im Gegensatz zu Putin – am Ende die Vernunft siegt, ist extrem schwer zu kalkulieren und bleibt somit ein nennenswerter Unsicherheitsfaktor.
- ◆ Apropos politische Spannungen: Die USA dürften weiter hohen Druck auf Chinas Technologiekonzerne ausüben, um unerwünschte Know-how-Transfers und zwielichtige Geschäftspraktiken zu unterbinden. Das Geschäftsverbot für den chinesische Mega-Konzern Huawei oder auch der beschränkte Zugang Chinas zu Hightech-Gütern zeigen, dass es die Amerikaner hier ernst meinen. Dieses Spannungsfeld dürfte vorerst bestehen bleiben.
- ◆ Auch die Krise am chinesischen Immobilienmarkt ist noch längst nicht bereinigt. Viele Immobilienentwickler haben massive Finanzprobleme, nachdem bereits im Sommer 2021 der größte chinesische Immobilienkonzern Evergrande mit einer Verschuldung von über 300 Mrd. Dollar aufgefangen werden musste. Der chinesische Immobilienmarkt stagniert und ist in einigen Gegenden bereits rückläufig.



Die negativen Auswirkungen auf Chinas Wirtschaftswachstum haben sich bereits gezeigt, denn immerhin ist der Immobiliensektor mit einem BIP-Anteil von rund 25 % der wichtigste im Land der Mitte.

Licht am Ende des Tunnels spendet ein 16-Punkte-Plan zur Stabilisierung des Immobiliensektors. Zu den wichtigsten Maßnahmen der Regierung zählen hier folgende Punkte:

- ◆ Stabilisierung der Immobilienfinanzierung durch eine Verlängerung der Kreditrückzahlungsfristen
- ◆ Sicherstellung der Bereitstellung von Wohnraum durch finanzielle Unterstützung der Projektdurchführung
- ◆ Unterstützung von Krediten für den Erwerb von Wohneigentum

Wir gehen davon aus, dass es der chinesischen Führung letztlich gelingen wird, den bedeutenden Immobiliensektor wieder in geordnetere Bahnen zu lenken. Trotzdem ist der Unsicherheitsfaktor bei Schwellenländerinvestments derzeit fraglos hoch.

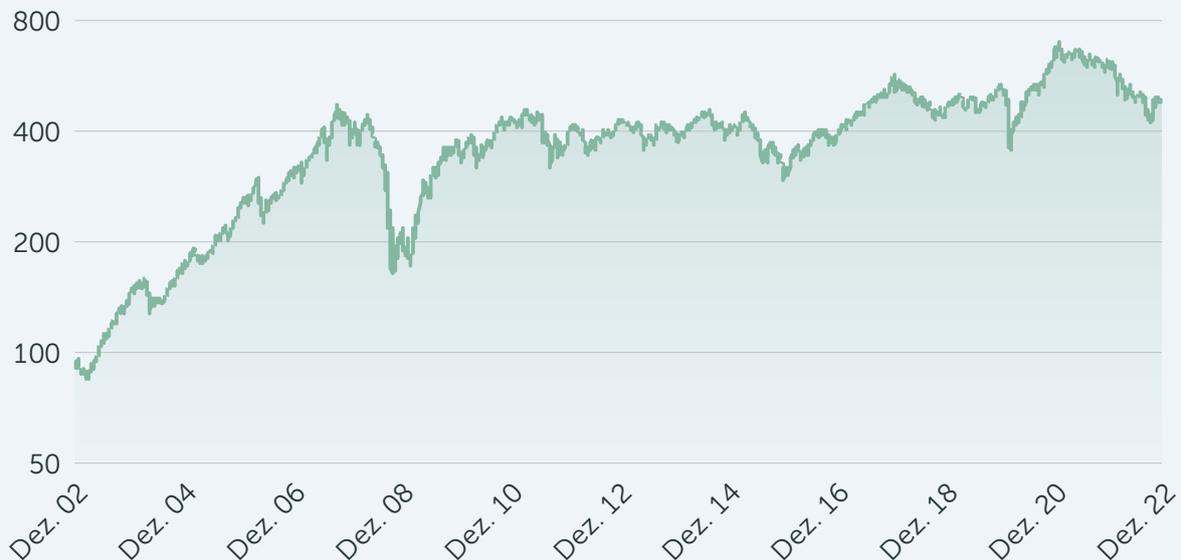
- ◆ Entscheidend für die Entwicklung der Schwellenländerbörsen bleibt die Börsenentwicklung im gesamten asiatischen Raum. China ist hier zwar mit Abstand der größte „Fisch im Teich“, doch die restlichen Länder (allen voran Südkorea und Taiwan) spielen ebenfalls eine wichtige Rolle. Asien bleibt bis auf Weiteres die wachstumsstärkste Region der Welt. Angesichts der meist relativ jungen Bevölkerung (Ausnahme China!), des ausgeprägten Arbeitswillens der meisten Asiatinnen und Asiaten sowie des innovativen Unternehmenssektors dürfte die Dominanz weiterhin Bestand haben. Das Umfeld ist sehr günstig, um schnelle, kostengünstige und innovative Produkte und Dienstleistungen zu entwickeln. Zum einen, weil es keine so bürokratischen Stolpersteine wie z. B. in Europa gibt, zum anderen, weil viele globale Unternehmen aufgrund der niedrigen Lohnkosten weiterhin in Asien produzieren wollen – auch wenn Unternehmen tendenziell nicht mehr so viel in China investieren dürften.

Intensivere Kursausschläge dürften also auch in diesem Jahr auf der Tagesordnung stehen. Nach zwei Jahren mit einer in Relation zu anderen Märkten schwachen Performance sind aus unserer Sicht aber schon viele Risiken eingepreist. Mittel- bis langfristig sollten sich Investments wieder lohnen.



## Schwellenländer-Aktienmarkt

MSCI Emerging Markets – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2022

Kursentwicklung in US-Dollar inkl. Dividenden, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigt die vertikale Achse für die Kursentwicklung gleiche Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Die Wegstrecke einer Kursbewegung von 100 auf 200 entspricht der Wegstrecke von 200 auf 400. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.

### Japan



- ♦ Auch Japan wird sich der globalen konjunkturellen Schwächephase in 2023 kaum entziehen können (siehe Kapitel 2 Konjunkturperspektiven). Als exportabhängige Nation und mit der demographischen Dauer-Problematik der Überalterung konfrontiert fällt es Japan regelmäßig schwer, bei weltweiten wirtschaftlichen Abschwüngen relative Stärke zu zeigen. Die hohe wirtschaftliche Abhängigkeit von China dürfte – ähnlich wie in Europa – vor allem in den ersten Monaten des neuen Jahres noch für verstärkte Unsicherheiten und Kursschwankungen sorgen.
- ♦ Nachdem Japans Börsen viele Jahre lang von der sehr expansiven heimischen Geldpolitik profitiert hat, mehren sich aktuell die Sorgen, dass die Notenbank von ihrem unterstützenden Kurs abrücken könnte. Die Währungshüter hatten die Märkte vor Jahresende mit einer überraschenden



Verschärfung ihrer Zinspolitik aufgeschreckt. Eines der geldpolitischen Mittel ist die angestrebte Begrenzung der Staatsanleiherenditen innerhalb eines bestimmten Bandes. Hier ließ die Notenbank zum Jahresende mit einer Verdopplung der Obergrenze auf 0,5 % aufhorchen.

Nachdem die steigende Inflation im chronisch eher deflationsgefährdeten Japan zunächst sogar eher wohlwollend aufgenommen wurde, ist die Notenbank zuletzt offenbar doch etwas nervös geworden. Geldpolitischer Gegenwind ist für die Aktienmärkte in Japan eine echte Seltenheit. Die Unsicherheit wird durch die Neubesetzung der Notenbankführung im neuen Jahr verstärkt. Es wird gerätselt, ob sich die extrem lockere Geldpolitik – bestehend aus großen Kaufprogrammen für Staatsanleihen und Aktienindexfonds, negativem Leitzins und einer strengen Deckelung der Staatsanleiherenditen – fortsetzt oder ob der Stabwechsel zu einer Neuausrichtung genutzt wird.

Wir gehen davon aus, dass sich die geldpolitischen Risiken weiterhin in engen Grenzen halten werden. Das hochverschuldete Japan (knapp 260 % gemessen am BIP) kann sich nennenswerte Renditen am Kapitalmarkt schlicht nicht leisten.

- ♦ Die Aktienmarktbeurteilung eröffnet Kursspielraum nach oben. Betrachtet man KGV und KBV gemeinsam und im Vergleich zu den historischen Durchschnitten, so ergibt sich die günstigste Bewertung unter den vier analysierten Regionen. Auch die nach wie vor robusten Bilanzen vieler japanischer Konzerne stellen ein Pro-Argument für japanische Aktien dar – trotz des Abbaus von Cash-Beständen im Zuge der Coronakrise und der globalen Konjunkturdelle. Viele Firmen haben aus den Krisen der Vergangenheit gelernt und die letzten beiden Jahrzehnte genutzt, um ihre Bilanzen wetterfest zu machen.
- ♦ Eine leichte Steigerung der Unternehmensgewinne erscheint auch im schwierigen Wirtschaftsjahr 2023 möglich, wenn der Yen nicht zu stark wird. Als klassische Exportnation ist Japan darauf angewiesen, dass sich die heimische Währung und damit für andere Nationen die Importe aus Japan nicht zu sehr verteuern. Im Zuge der etwas rigideren Geldpolitik zog der Yen in den letzten Monaten kräftiger an, dürfte angesichts der vermutlich wieder rückläufigen Inflation und ruhigen geldpolitischen Hand aber auch wieder Abwertungspotenzial haben.

Im abgelaufenen Jahr zeigte die Nippon-Börse seit langer Zeit eine (deutliche) relative Stärke gegenüber anderen Märkten. An einem Minus kam der Markt allerdings auch nicht ganz vorbei. Eine ganz so starke Outperformance erwarten wir in diesem Jahr nicht (auch aufgrund des Aufholpotenzials anderer Märkte) – eine spürbare Beimischung japanischer Aktien empfiehlt sich aber auch in diesem Anlagejahr.



## Aktienmarkt Japan

MSCI Japan – 20-Jahres-Zeitraum



Stand: 31.12.2022

Kursentwicklung in Yen inkl. Dividenden, logarithmierte Darstellungsweise.

Bei der logarithmischen Darstellung zeigt die vertikale Achse für die Kursentwicklung gleiche Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Die Wegstrecke einer Kursbewegung von 1.000 auf 2.000 entspricht der Wegstrecke von 2.000 auf 4.000. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ereignisse.



## Fazit

Das Aktienjahr 2023 dürfte sich wie 2022 nochmals schwierig und auch schwankungsintensiv gestalten. Aber es gibt auch Lichtblicke, so z. B. bei der Inflation, die auf dem absteigenden Ast zu sein scheint, auch wenn wir es wahrscheinlich zumindest in diesem Jahr noch mit Preissteigerungsraten deutlich oberhalb der Zielwerte zu tun haben werden. Immerhin ist die doch vielerorts befürchtete Lohn-Preis-Spirale in den wichtigsten Regionen bislang ausgeblieben, was unserer Ansicht nach auch so bleiben wird. Damit sollten auch die Notenbanken auf einen zunehmend moderateren Zinserhöhungskurs umschwenken. Die Konsumentinnen und Konsumenten würden bei niedrigeren Inflationsraten entlastet. Sie tragen einen Großteil zum Bruttoinlandsprodukt bei (USA rund 70 %, Deutschland rund 50 %), so dass die Rezessionsängste bei den Anlegerinnen und Anlegern abnehmen dürften und damit auch gleichzeitig das Vertrauen in die Aktienanlage zunehmen würde.

Vor diesem Hintergrund bestehen durchaus gute Chancen, dass ein global breit gestreutes Aktienengagement am Jahresende wieder ein Pluszeichen generieren wird. Zumal Corona mit all seinen anhaltenden Unsicherheiten in den meisten Industrieländern im Griff zu sein scheint. Sicherlich ist die Situation in China mit den explodierenden Ansteckungszahlen nach dem Ende der Lockdowns (rd. 250 Millionen Menschen sollen sich seit einigen Wochen angesteckt haben) weiterhin sehr problematisch. Das könnte die Lieferkettenprobleme in die Länge ziehen und die Weltwirtschaft belasten. Eine langwierige Wirtschaftskrise würde daraus aber u. E. nach nicht erwachsen.

Global gesehen dürfte das Interesse an Aktieninvestments allein deshalb wieder zunehmen, weil im letzten Jahr viele Anlegerinnen und Anleger aus ihren Anlagen ausgestiegen waren und der allgemeine Pessimismus extrem nach oben schnellte. Allgemeine Entspannungssignale dürften viele der tendenziell eher Stimmungsgetriebenen veranlassen, wieder in den Aktienmarkt einzusteigen, und somit die Kurse stützen.

Unter dem Strich spricht einiges dafür, dass die Zinswende und die gestiegenen Preise zwar für eine unerfreuliche weltwirtschaftliche Delle sorgen, die Konjunktur aber nicht vollends aus der Bahn werfen werden.



## 5 Ausblick Goldmarkt: Echte Dynamik bleibt wohl weiter aus

### Ein kurzer Blick zurück

- ♦ **2022 – ein gutes oder ein schlechtes Jahr für Gold?** In der Stammwährung Dollar gerechnet waren Goldinvestments im vergangenen Jahr ein Nullsummenspiel. Für deutsche Anlegerinnen und Anleger rettete wenigstens die gute Dollarentwicklung ein paar Prozentpunkte. Summa summarum ein enttäuschendes Ergebnis, wird Gold doch oft als **das** Kriseninvestment schlechthin wahrgenommen, speziell in Inflationszeiten. Die aktuelle Entwicklung legt nahe, dass dieser Nimbus zu Recht bald ausgedient haben könnte.

Wenn man die schwache Performance der Aktien- und Rentenmärkte vergleichend hinzuzieht, dann zeigte sich zumindest eine gewisse Widerstandsfähigkeit.

### Ausblick

- ♦ **Die geopolitischen Risiken bleiben bestehen:** Expertinnen und Experten sind sich größtenteils einig, dass der Ukraine-Krieg auch im laufenden Jahr nicht beendet sein wird. Zwar mehren sich die Stimmen, die eine Niederlage Russlands für möglich halten. Doch wie könnte ein mehr oder minder „geordneter“ Rückzug ohne Gesichtsverlust für den Kreml aussehen? Und wie werden die künftigen Drohgebärden von Putin gegenüber Europa und den USA in einem solchen Fall aussehen?

Auch der aggressive Kurs Chinas in Richtung Taiwan birgt politische Sprengkraft. Insgesamt dürfte damit die politische Gemengelage den Goldpreis im Jahr 2023 stützen.

- ♦ **Coronavirus – von der Pandemie zur Endemie:** Auch wenn derzeit wieder eine Corona-Welle durch China rollt, dürfte sich die Situation im vor uns liegenden Jahr insgesamt weiter entspannen. Der Virologe Christian Drosten verkündete Ende Dezember sogar das Ende der Pandemie und stufte sie auf eine Endemie herab, in deren Rahmen Erkrankungen nur in begrenzten Regionen gehäuft auftreten. Eine Entlastung der Situation und eine wieder stärkere Entwicklung der chinesischen Wirtschaft könnte die Goldnachfrage aus dem Reich der Mitte stärken. Zudem dürfte insbesondere im ersten Quartal der Beginn der Hochzeitssaison in Indien den Goldpreis stützen. Traditionell gehören beide Länder weltweit zu den größten Goldabnehmern. Mit dem Wegfall der Corona-Belastungen könnte der Weg für mehr Normalität geebnet werden – mit steigender Nachfrage nach Gold, insbesondere aus diesen beiden Ländern.
- ♦ **Zinsentwicklung:** Goldinvestments schütten weder Zinsen noch Dividenden aus. Anleiheinvestments sind daher eine natürliche Alternative zu Anlagen im gelben Edelmetall. Die aktuell hohen Inflationsraten sorgen dafür, dass die großen Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel höchstwahrscheinlich weiter straffen werden. Das dürfte Goldinvestments zunächst weiter belasten, auch wenn die Renditen – real gesehen, also nach Abzug der Inflation – zunächst noch weiter im negativen Bereich verharren und ein Ende des Zinserhöhungszyklus in Sichtweite liegt. Einen Rückfall auf ein – für Gold äußerst attraktives – Nullzinsniveau halten wir kurz- bis mittelfristig für unwahrscheinlich.



## Noch kein Ausbruch aus dem Seitwärtstrend

Goldpreisentwicklung in US-Dollar über 20 Jahre



Stand: 31.12.2022

Logarithmierte Darstellungsweise: Dabei zeigen die Kurse gleiche vertikale Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Die Wegstrecke einer Kursbewegung von 400 auf 800 entspricht der Wegstrecke von 800 auf 1.600. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.



### Fazit

Nach einem mäßigen Jahr sind in 2023, auch in Dollar gerechnet, durchaus wieder Zuwächse beim Goldpreis möglich, auch wenn diese zinsbedingt nicht in den Himmel wachsen dürften. Deutliche Abwärtsrisiken sehen wir andererseits nicht, weil der bestehende Krisen-Cocktail die Nachfrage weiter stützen sollte.

Vor diesem Hintergrund ist gegen eine überschaubare Beimischung des gelben Edelmetalls nichts einzuwenden. Bis zu 5 % im liquiden Gesamtvermögen sind aus unserer Sicht vertretbar.



## 6 Ausblick Rohstoffmarkt allgemein: nebulöse Aussichten

### Ein kurzer Blick zurück

- ◆ **Unsicherheit und starke Preisschwankungen:** Es gab nur wenige Anlageklassen, die im Jahr 2022 Gewinne bescherten. Dazu gehörten die meisten Rohstoffe, die besonders in der ersten Hälfte des Jahres infolge von Angebotsengpässen stark nach oben sprangen. Auch wenn sich die Preise im vierten Quartal wieder spürbar beruhigten, gehörten breite Rohstoffinvestments im vergangenen Jahr zu den Top-Performern.

### Geht die Rallye weiter?

- ◆ **Energierohstoffe:** Nach scharfen Preisrückgängen in den letzten Monaten könnten sich die Ölpreise zunächst einmal stabilisieren, auch wenn die reduzierte Nachfrage aufgrund der wirtschaftlichen Abschwächung in vielen Regionen der Welt zunächst noch Preisdruck ausüben dürfte.

Andererseits dürften die anhaltenden Förderkürzungen des Ölkartells OPEC+, in dem übrigens auch Russland Mitglied ist, die Ölmenge in Grenzen halten und damit den Preis stützen. Die Länder der OPEC+ wollen mit Macht ein Überangebot am globalen Ölmarkt verhindern, um sich gegen weitere Preisrückgänge zu stemmen.

Dazu kommt, dass die USA mittlerweile weniger Spielraum besitzen, den Ölpreis zu drücken. Um die hohen Energiepreise in den Griff zu bekommen, hat die US-Regierung bereits im November 2021 damit begonnen, die strategischen Ölreserven anzuzapfen. Damals beliefen sich diese auf rund 600 Mio. Fass. Mittlerweile sind sie auf 380 Mio. Fass geschrumpft, das ist so wenig wie zuletzt im Jahr 1983. Die Möglichkeiten, durch die Freigabe von Ölvorräten die Teuerung in Schach zu halten, schwinden also zusehends.

Die Gaspreise haben an den Großhandelsmärkten nach dem extremen Anstieg bis zum Herbst zuletzt auch deutliche Korrekturen durchlaufen, liegen aber trotzdem immer noch markant über ihren historischen Durchschnitt. Die Wirtschaftsschwäche dämpft naturgemäß auch die Gaspreisentwicklung. Dazu kommen Entspannungen in der europäischen Versorgungslage. Speziell die Gasnotierungen dürften auch im neuen Jahr von den Kriegsgeschehnissen in der Ukraine beeinflusst werden, was Preisprognosen erheblich erschwert.

- ◆ **Industriemetalle:** Eine wirtschaftliche Abschwächung in vielen Regionen könnte für rückläufige Preise bei einer Reihe von Industriemetallen sorgen. Zumindest die erste Hälfte des neuen Jahres dürfte von diesem Thema geprägt sein. Die dadurch entstehenden Nachfragerücken dürften unmittelbar auf die Rohstoffpreise durchschlagen. Der anhaltende Ausbau regenerativer Energien, bei dem diverse Industriemetalle benötigt werden, dürfte dagegen mittel- bis langfristig die Preise stützen.
- ◆ **Agrarrohstoffe:** Bereits seit dem 4. Quartal 2020 steigen die Preise für Agrargüter kontinuierlich an. Dabei entwickeln sich nicht alle Agrargüter einheitlich, sondern durchaus differenziert. So war beispielsweise die Entwicklung von Weizen und Mais von kriegsbedingten Lieferproblemen im Ukraine-Konflikt geprägt. Im Jahr 2021 (also noch vor dem Einmarsch russischer Streitkräfte in die Ukraine)



war das Land viertgrößter Exporteur von Weizen und Mais. So führte die russische Blockade zunächst zu stark steigenden Preisen beider Agrargüter. Seit Mai 2022 korrigiert Weizen jedoch und lag dabei zeitweise nur noch geringfügig über dem Vorkriegsniveau, während der Maispreis sich auf höherem Niveau relativ stabil hält. Dabei nimmt die Nachfrage angesichts der schwächeren Wirtschaftslage tendenziell ab, während sich die Angebotslage dank einer Verbesserung der Lieferkettensituation insgesamt erholt hat. Allerdings sind Agrargüter wetterbedingt stets hohen Schwankungen unterworfen, weshalb Prognosen hier noch mehr als sonst reine Glückssache sind.

## Ende der Rohstoffpreisrallye?

Allgemeine Rohstoffpreisentwicklung anhand des Bloomberg Commodity Index über 20 Jahre



Stand: 31.12.2022

Logarithmierte Darstellungsweise: Dabei zeigen die Kurse gleiche vertikale Abstände für identische prozentuale Veränderungen an. Die Wegstrecke einer Kursbewegung von 50 auf 100 entspricht der Wegstrecke von 100 auf 200. Kursbewegungen werden auf diese Weise noch transparenter, vor allem bei sehr langfristigen Charts.

Der über die diversen Rohstoffsegmente breit gestreute Index deckt mit 25 unterschiedlichen Rohstoffen alle wichtigen Bereiche ab (Energie 30 %, Agrarrohstoffe 35 %, Edelmetalle 19 % und Industriemetalle 16 %). Er basiert dabei auf sog. Futures, die die speziellen „Rollkosten“ des Terminmarktes beinhalten, die Privatanlegerinnen und -anleger bei der Investition tragen müssen.

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung Quirin Privatbank AG

Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit; frühere Wertentwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.



## Fazit

Die Wertentwicklung vieler Rohstoffe im Jahr 2022 war nochmals beachtlich. Diese starken Preisanstiege begrenzen aber unserer Meinung nach die Chancen im Jahr 2023. Im Rahmen von Entspannungen auf der Angebotsseite (sukzessive Auflösung von Lieferkettenproblemen) und einer konjunkturell bedingt schwächeren Nachfrage rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung des breiten Rohstoffmarktes. Wahrscheinlich geschieht dies unter hohen Schwankungen, da die Märkte verstärkt durch politische Entwicklungen und Agrarrohstoffe, aber auch durch zunehmend extreme Wetterbedingungen geprägt sind.

Rohstoffmärkte und auch die dazugehörigen Investments sind inhaltlich sehr komplex. Zudem kann für sie – anders als für Aktien und Anleihen – auch keine wissenschaftlich nachgewiesene Risikoprämie erwartet werden. Sie sollten von daher allenfalls als kleine, bewusst spekulative und idealerweise breit gestreute Beimischung genutzt werden.





## Das Autoren-Team



**Prof. Dr. Stefan May**  
*Leiter Anlagestrategie und  
Produktentwicklung*



**Philipp Dobbert**  
*Chefvolkswirt und  
Leiter Vermögensverwaltung*



**Arndt Kussmann**  
*Leiter Investment-  
kommunikation & Analyse*



**Andreas Naujeck**  
*Senior Analyst*



**Michael Kling**  
*Senior Analyst*



**Guido Schäfers**  
*Senior Analyst*



## 7 Impressum

### **Erscheinungsdatum**

13.01.2023

### **Herausgeber**

Quirin Privatbank AG  
Kurfürstendamm 119  
10711 Berlin

Telefon: +49 (0)30 890 21–300  
Telefax: +49 (0)30 890 21–301  
Internet: [www.quirinprivatbank.de](http://www.quirinprivatbank.de)

---

### **Redaktion**

Prof. Dr. Stefan May (Leiter Anlagestrategie und Produktentwicklung)  
Philipp Dobbert (Chefvolkswirt und Leiter Vermögensverwaltung)  
Arndt Kussmann (Leiter Investmentkommunikation & Analyse)  
Andreas Naujeck (Senior Analyst)  
Michael Kling (Senior Analyst)  
Guido Schäfers (Senior Analyst)

### **Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Graurheindorfer Str. 108  
53117 Bonn

### **Angaben der wesentlichen Informationsquellen**

Die den dargestellten Analysen zugrundeliegenden Informationen, Daten, Kennzahlen und Kurse wurden aus der Datenbank der vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG sowie Veröffentlichungen aus Börse, Wirtschaft und Politik (Bloomberg, dpa und der allgemeinen Wirtschaftspresse) entnommen.

Die in diesem Bericht gegebenen Informationen beruhen auf Quellen, die die Ersteller für zuverlässig halten, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Die Quirin Privatbank AG übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Alle Informationen und Meinungen sowie die angegebenen Preise können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden. Die in dem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen, die jedoch zeitweiligen Veränderungen unterliegen.

### **Disclaimer/rechtliche Hinweise**

Der Beitrag ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Er enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Erläuterungen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Die Informationen wurden einzig zu Informations- und Marketingzwecken zur Verwendung durch den Empfänger erstellt und können keine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung ersetzen.

Die Informationen stellen keine Anlage- Rechts- oder Steuerberatung, keine Anlageempfehlung und keine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräußerung dar. Die Vervielfältigung und Weiterverbreitung ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise.



*klug anlegen. besser leben.*