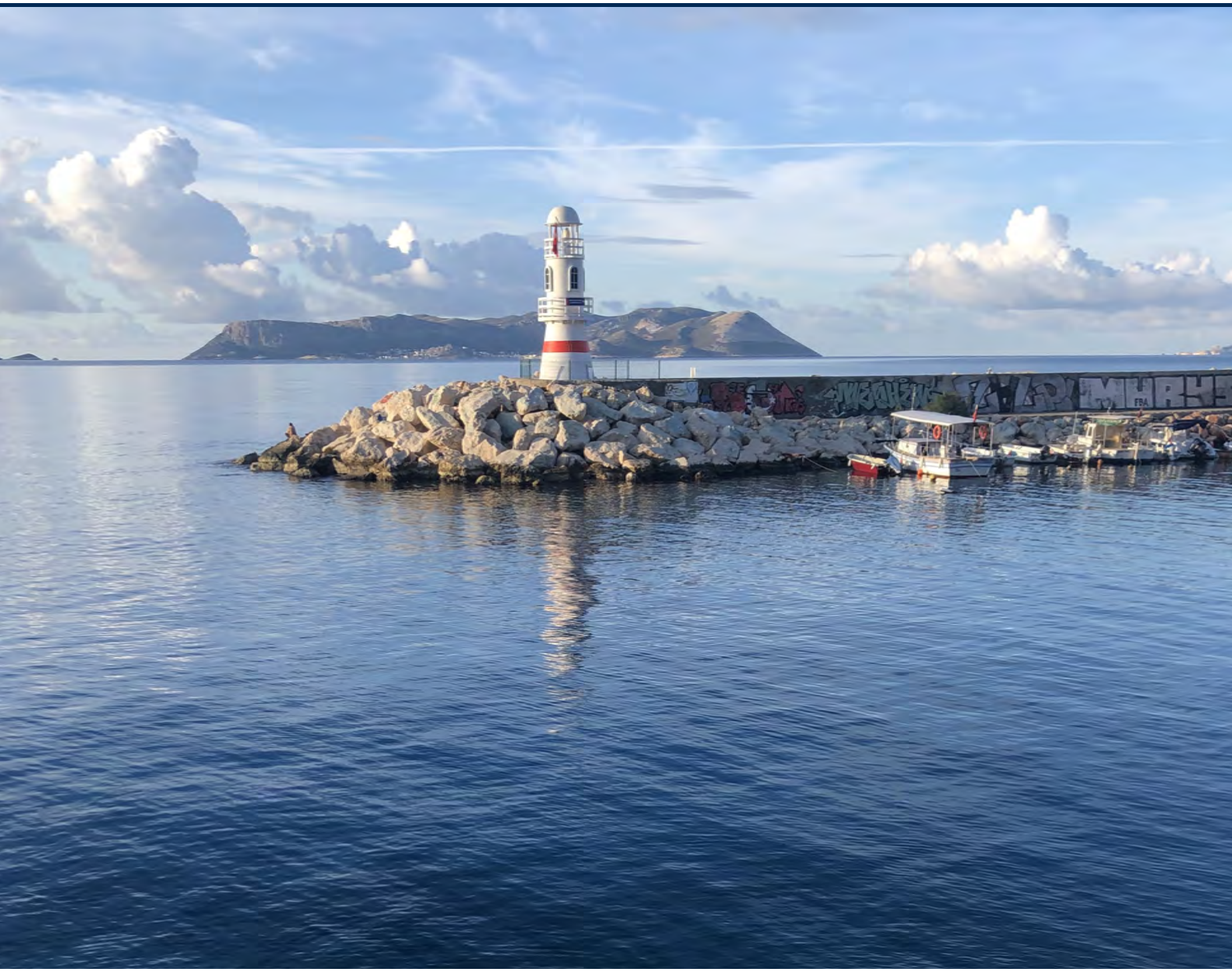
Capitell AG
VERMÖGENS-MANAGEMENT

Voraus denken. Nachhaltig wachsen.



Jahresausblick 2023

Ein Jahr mit zwei Gesichtern?

Inhaltsverzeichnis

3 Editorial & Rückblick 2022

4 Weltwirtschaft

6 Notenbanken

8 Anleihen

10 Währungen

11 Immobilien

12 Aktien

14 Rohstoffe

15 Sieben Überraschungen

16 Investmentthemen 2023

18 Asset Allokation

19 Impressum & Disclaimer

20 Kontakt zu unseren Niederlassungen

Editorial & Rückblick 2022

Liebe Leserin, lieber Leser!

Das Jahr 2022 hat viele Erwartungen enttäuscht. Wirtschaftlich hatten wohl die meisten von uns auf ein gutes Jahr gehofft. Schließlich fielen die letzten Covid-19-Restriktionen. Stattdessen hat uns der schreckliche Krieg in der Ukraine heimgesucht. Und: Die dadurch stark gestiegenen Energie- und Stromkosten haben die Inflation angeheizt und uns deutlich mehr Kaufkraft gekostet als erwartet.

Auch an den Börsen war das Jahr 2022 zum Vergessen. Zum ersten Mal seit dem Ende des zweiten Weltkriegs erlitt ein „fifty/fifty"-Portfolio aus deutschen Aktien und Anleihen mehr als 25% Verlust. Heftige Kursverluste an den Aktienmärkten waren wir nach den heftigen Einschlägen der letzten Jahre ja durchaus gewohnt: das Platzen der TMT-Blase im Jahr 2000, die heftigen Kursverluste rund um die Terroranschläge vom 11. September, die Kursfolgen der Finanzmarktkrise 2008/09, die Zeit der europäischen Staatsschuldenkrise 2012 oder zuletzt der Ausbruch der Corona-Pandemie. Was 2022 besonders schmerzlich machte, war der gleichzeitige Ausverkauf am Anleihemarkt. So hat die geldpolitische Wende in den USA auch für einen starken Anstieg der Anleiherenditen gesorgt. Höhere Renditen sind aber Gift für den Anleger. Sie ziehen heftige Kursverluste nach sich, die die Zinszahlungen von Anleihen bei Weitem übertreffen. Entsprechend hat das „Streuen" über verschiedene Anlageklassen nur bedingt geholfen. Einzig der US-Dollar und ausgewählte Energierohstoffe konnten überzeugen.

Mit Blick nach vorne rechnen wir mit einem volatilen, aber in Summe erfreulicheren Börsenjahr 2023. Zwar wird es realwirtschaftlich im kommenden Jahr noch schlimmer. So erwarten wir für Europa eine spürbare Rezession, für die USA zumindest eine akzentuierte Wachstumsabschwächung. Trotzdem dürften die Börsen im Jahresverlauf durch diese Talsohle hindurchblicken. Das „Prinzip Hoffnung" hat die Kapitalmärkte bisher in jeder Krise deutlich vor der realwirtschaftlichen Trendwende steigen lassen. Aktives Management und eine professionelle Verwaltung des eigenen Vermögens bleiben dabei ein Gebot der Stunde. Wir haben in den letzten Monaten intensiv daran gearbeitet, den „direkten Draht" zu Ihnen zu verbessern.

Neben unseren hoch qualifizierten Beratern informieren wir Sie mittlerweile auch direkt aus dem Chief Investment Office mit unserem monatlichen Kapitalmarktausblick per Video, diversen tagesaktuellen Publikationen und interaktiven Diskussionsformaten wie unserem „CIO im Dialog". Registrieren Sie sich noch heute für unseren eMail-Newsletter und folgen Sie uns gerne auch auf **Facebook (https://www.facebook.com/capitell-CIO) oder LinkedIn (Capitell AG).**

Jetzt wünsche ich Ihnen und Ihrer Familie aber erst einmal einen versöhnlichen Jahresausklang, eine besinnliche (Vor-)Weihnachtszeit und einen guten Rutsch in ein gesundes, friedliches und erfolgreiches Jahr 2023!

Ihr

Chris-Oliver Schickentanz

CHIEF INVESTMENT OFFICER

Weltwirtschaft

Rezession ja! Nur wie scharf?

Das weltwirtschaftliche Wachstum hat sich 2022 deutlich verlangsamt – und das, obwohl in den meisten westlichen Volkswirtschaften die letzten Corona-Restriktionen gefallen sind. Dafür haben uns die Lieferkettenprobleme, die Folgen der „Zero Covid"-Strategie in China und die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs in Atem gehalten. 2023 wird sich das Wachstum weiter verlangsamen. In Europa erwarten wir eine milde Rezession, bei knapp werdenden Gasvorräten sogar einen akzentuierten Wachstumseinbruch. In den USA und den meisten Schwellenländern rechnen wir ebenfalls mit geringeren Zuwächsen. Von daher wird das Wirtschaftsjahr 2023 weitgehend in Moll gestimmt sein.

Wachstumsabschwächung geht weiter

Im kommenden Jahr rechnen wir mit einer fortgesetzten globalen Wachstumsabschwächung. So kommt aktuell einiges an Belastungsfaktoren zusammen: Die hartnäckige Inflation sorgt für aggressive Zinssteigerungen der Notenbanken. Diese reduzieren die Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Gleichzeitig sorgt die hohe Teuerungsrate dafür, dass die „Corona Extra-Ersparnis" der privaten Haushalte schneller abnimmt als erwartet. Auch wenn sich die Lieferkettenprobleme in den meisten Bereichen mittlerweile leicht entspannen, bremst die „Zero Covid"-Strategie Chinas unverändert das weltwirtschaftliche Momentum. Die wirtschaftlichen Negativfolgen des Ukraine-Kriegs sind insbesondere in Europa spürbar.

Aber: Für 2024 gibt es einen Silberstreif am Horizont. Dann könnte sich das Wachstum stabilisieren / verbessern.

Europa: Rezession voraus

Für Europa rechnen wir 2023 mit einer milden Rezession und einem Rückgang der realen Wirtschaftsleistung um knapp 2%. Dabei unterstellen wir, dass es im Winterhalbjahr keine Notlage bei der Gasversorgung gibt. Sollte es anders kommen und der Gasverbrauch der Industrie in den kommenden Monaten rationiert werden, wäre ein deutlich heftigerer Wirtschaftseinbruch von bis zu 5% zu befürchten. **Damit zeigt sich:** Europa ist in der aktuellen Situation besonders exponiert. Trotz eines deutlich schwächeren Euros hat die Wettbewerbsfähigkeit der meisten europäischen Unternehmen stark gelitten. Das liegt insbesondere an den überdurchschnittlich hohen Gas- und Strompreisen. So muss ein Unternehmen aus Deutschland derzeit rund viermal so viel für Strom bezahlen, wie

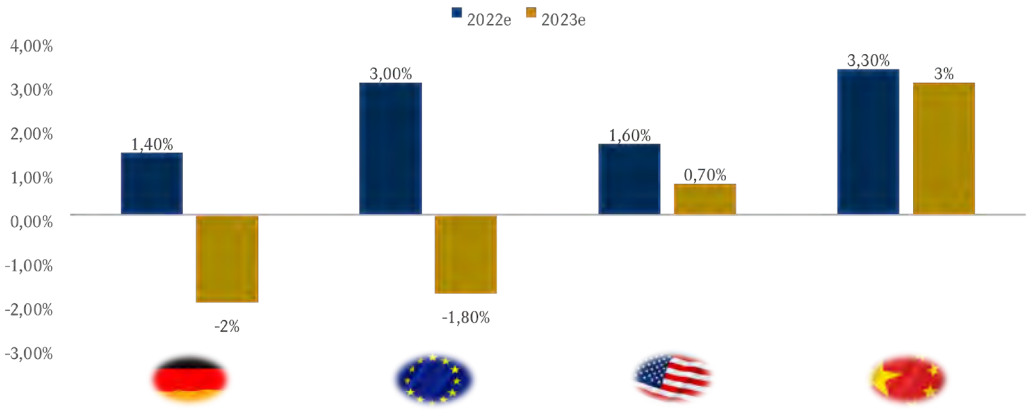


Abb.1: Schwächeres Wirtschaftswachstum überall auf der Welt | Reale BIP-Prognosen im Überblick | Quelle: Bloomberg (2022), Capitell AG (2023)

seine US-amerikanischen Wettbewerber, für Gas wird gar das Siebenfache fällig. Die angesparten Corona-Rücklagen sind bereits wenige Monate nach dem Fall der letzten Restriktionen aufgebraucht – auch weil die mittlerweile zweistellige Inflation viel Kaufkraft kostet. Auch wenn wir 2023 einen Inflationsrückgang erwarten, sprechen 5-6% Teuerung im Jahresdurchschnitt für weitere Zinserhöhungen der EZB (siehe auch Seite 7f.). Größere fiskalpolitische Impulse sind angesichts der mittlerweile stark gestiegenen Verschuldung vieler Länder nur noch bedingt möglich. Von daher ist die Lage in unserer Heimatregion angespannt, die Zeichen für 2023 stehen klar auf Rezession.

USA: Mini-Wachstum oder Stagnation?

Für die USA erwarten wir eine robustere Wirtschaftsentwicklung, aber ebenfalls eine spürbare Wachstumsabschwächung. So rechnen wir mit Bremseffekten aus dem starken Vermögensverlust der privaten Haushalte (Aktienverluste + Inflation + Hauspreisrückgang). Unternehmensseitig dürften die Investitionen aufgrund der deutlich gestiegenen Zinsen nicht mehr kräftig wachsen. In Summe könnte so ein Mini-Wachstum von weniger als 1% für das Gesamtjahr 2023 resultieren.

China: Gefühlt im Abschwung

Für China erwarten wir im kommenden Jahr ein reales Wirtschaftswachstum von 3%. Das sieht im Vergleich ordentlich aus, wird sich aber trotzdem wie ein Abschwung anfühlen. Die strukturellen Probleme des Landes machen eine schnelle Erholung in 2023 unwahrscheinlich. So sind die Überkapazitäten im Bausektor noch immer enorm, der Korrekturbedarf bei den Immobilienpreisen hoch. Hinzu kommen die Folgen des jahrzehntelang durch hohe Kredite finanzierten Wachstums. So ist die chinesische Privatwirtschaft massiv verschuldet. Der dringend notwendige Entschuldungsprozess bremst das Wirtschaftswachstum ebenso wie die mittlerweile negative demografische Entwicklung. Einziger, aber auch unwahrscheinlicher Hoffnungsschimmer: Sollte das Politbüro seine restriktive Haltung gegenüber Covid-19 aufgeben, wäre eine kleine „Sonder-Erholung“ und ein Wachstum von bis zu 5% möglich.

Indien: Der neue Wachstumsmotor?

Angesichts der erwarteten Wachstumsdelle in China hat Indien gute Chancen, die Funktion des weltwirtschaftlichen Wachstumsmotors zu übernehmen. Zwar rechnen wir auch für den indischen Subkontinent mit Bremsspuren durch die schwächere Weltwirtschaft, mit gut 7% Wachstum dürfte das Land 2023 aber zu den am stärksten prosperierenden großen Volkswirtschaften gehören.

Wo liegen die Risiken?

Neben den schon genannten Risiken (Gaskrise, Zero Covid-Strategie in China, aggressive Zinserhöhungen) könnten 2023 drei Aspekte eine noch niedrigere Wirtschaftsleistung nach sich ziehen:

- Eine Eskalation des Ukraine-Kriegs: Wir haben die Sorge, dass die ukrainischen Erfolgsmeldungen den Druck auf das Putin-Regime erhöhen. Schließlich steht der Kreml mit dem Rücken zur Wand und muss die kriegerischen Handlungen im Nachbarland zwingend in einen Sieg ummünzen. Damit ist eine Eskalation durch den Einsatz atomarer, biologischer oder chemischer Waffen nicht ausgeschlossen – mit verheerenden Folgen für die ukrainische Bevölkerung, dem Standort Europa und die Welt(-wirtschaft).
- Eine militärische Eskalation in Taiwan: In den letzten Monaten hat sich das Säbelrasseln Chinas um Taiwan deutlich verschärft. Die wechselhafte Geschichte der letzten 40 Jahre spricht zwar dafür, dass ein militärischer Konflikt vermieden werden kann. Sollte es dennoch dazu kommen, wäre dies für die Weltwirtschaft massiv negativ. Denn Taiwan ist insbesondere als Halbleiterproduzent Nr. 1 unverzichtbar. Wirtschaftssanktionen gegen China hätten zudem einen deutlich stärkeren Boomerang-Effekt als im Falle Russlands.
- Ein politischer Bruch in der Eurozone: Die EU hat die letzten Krisen dazu genutzt, enger zusammenzustehen. Die jüngsten Wahlergebnisse in Ländern wie Italien haben trotzdem europakritischen Parteien Stimmengewinne beschert. Dies könnte die Einigkeit auf eine harte Probe stellen und mittelfristig das Wachstum bremsen.

2024 als Silberstreif am Horizont?

Mit Blick auf 2024 dürfte sich die Weltwirtschaft dann beleben. So erwarten wir erste positive Effekte aus Zinssenkungen, stärkere fiskalpolitische Impulse insbesondere in China und eine spürbare Erholung des Investitionszyklus.

Kurz & kompakt:

2023 wird kein gutes Wirtschaftsjahr.

Wir rechnen mit einer milden bis ausgeprägten Rezession in Europa und einer spürbaren Wachstumsabschwächung in fast allen Volkswirtschaften.

Notenbanken

Geldpolitische Zeitenwende

Nachdem die Notenbanken den steigenden Inflationsraten lange Zeit tatenlos zugesehen haben, leitete die US-amerikanische Federal Reserve im Jahresverlauf mit aggressiven Zinserhöhungen die geldpolitische Zeitenwende ein. Mit Blick auf 2023 rechnen wir mit weiteren Zinsschritten in den USA und der Eurozone, auch wenn sich das Tempo der Maßnahmen spürbar verlangsamen dürfte.

Nach Fehlstart beeindruckendes Tempo

Über weite Strecken des Jahres 2021 hatten die Notenbanken argumentiert, dass der hohe Inflationsdruck „transitorischer Natur" ist und sich schnell wieder legen dürfte. Diese Fehleinschätzung wurde im Jahresverlauf 2022 korrigiert – zuerst von der US-amerikanischen Notenbank, etwas später dann auch von Bank of England und Europäischer Zentralbank. Dabei legten insbesondere die US-amerikanischen Währungshüter ein beeindruckendes Tempo vor und erhöhten den Leitzins dreimal so schnell wie während eines „normalen" Zinserhöhungszyklus. Das zeigt: Die Notenbank-Vertreter sind angesichts der hartnäckig hohen Inflation alarmiert und haben ihre Prioritäten klar verschoben.

Inflation bleibt (abgeschwächt) ein Problem

Das ist unseres Erachtens auch mehr als gerechtfertigt. Denn die Teuerungsrate wird auch 2023 deutlich über dem Zielband der Notenbanken liegen. Zwar gehen wir davon aus, dass wir den Höhepunkt der Inflationsentwicklung im vierten Quartal 2022 sehen werden und sich der Preisanstieg danach abschwächen wird. Schließlich werden die bereits ergriffenen Zinsmaßnahmen das Wachstum mit Zeitverzögerung abbremsen. Auch die deutlich gestiegenen Energie- und Strompreise werden private und unternehmensseitige Investitionen dämpfen. Trotzdem rechnen wir nicht mit einem schnellen Inflationsrückgang in Richtung der Notenbankziele. Hier ist der Markt zu optimistisch. Mittlerweile hat der Inflationsdruck an Breite gewonnen und setzt sich in deutlich höheren Lohnabschlüssen fort. Für die USA erwarten wir daher im kommenden Jahr im Jahresdurchschnitt 5% Inflation, in der Eurozone 6%.

EZB: Ein Balanceakt

Vor diesem Hintergrund steht die EZB vor einem schwierigen Balanceakt. Sie kämpft mit den deutlich schlechteren Ausgangsbedingungen im Vergleich zu ihren US-amerikanischen Kollegen: Die Wirtschaft in der Eurozone schwächelt und ist im Rahmen der Energie- und Gaskrise besonders exponiert. Hinzu kommt, dass die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen bereits kräftig angestiegen sind. Auch das begrenzt den Handlungsspielraum. Und: Die EZB hat zu lange mit der Zinswende gezögert. Dadurch hat sich der Euro weiter abgeschwächt und das Inflationsproblem weiter angeheizt (Stichwort: importierte Inflation). Zusammengenommen erwarten wir, dass die EZB 2023 weitere Zinserhöhungen beschließen und der Leitzins in der Eurozone auf 3,5% steigen wird.

US-Notenbank: Tempowechsel

Die US-amerikanische Notenbank wird nach dem schnellen Zinsanstieg in diesem Jahr 2023 einen Gang zurückschalten. Das bedeutet aber nicht, dass sie bereits schnell einen Prioritätenwechsel erkennen lassen wird. Im Gegenteil: Wir sind davon überzeugt, dass die Inflationsbekämpfung auch weiterhin das dominierende Thema der US-amerikanischen Geldpolitik bleibt, zumal die Biden-Administration diese Politik stützt. In Summe erwarten wir noch mehrere kleine Zinsschritte und einen Leitzins von in der Spitze 5%, bevor dann eine längere „Zinspause“ einsetzt.

Die Ausreißer: Bank of Japan und Peoples Bank of China

Während auch alle anderen westlichen Notenbanken die Zinsen mehr oder minder zügig anheben werden, sehen wir international zwei Ausreißer, die an einer eher lockeren Geldpolitik festhalten werden: die Bank of Japan und die Peoples Bank of China. In Japan ist die Inflation wunschgemäß gestiegen, liegt aber deutlich unter dem Niveau der anderen etablierten Volkswirtschaften. Entsprechend gering ist hier der Handlungsdruck. Die chinesischen Währungshüter kämpfen mit strukturellen Problemen. So hat sich das Wachstum durch „Zero Covid“ massiv abgeschwächt, gleichzeitig bremsen die Überkapazitäten im Bausektor und die hohe Verschuldung des privaten Unternehmenssektors. Moderate Zinssenkungen dürften daher politisch opportun sein, um das wirtschaftliche Schadenspotenzial zu begrenzen.

Die „zweite Welle“ kommt

Neben dem reinen Blick auf die Zinsen werden sich die Kapitalmärkte 2023 auf die „zweite Welle“ der geldpolitischen Zeitenwende einstellen: die Verkürzung der Notenbankbilanzen bzw. die Verknappung von Liquidität. Die US-amerikanische Notenbank hat hier bereits einen vorsichtigen Anfang gemacht. Die Bank of England und die EZB werden perspektivisch folgen (müssen). Wie schwer dieser Teil der geldpolitischen Normalisierung ist, zeigen die erheblichen Turbulenzen rund um britisches Pfund und Sterling-Anleihen. Diese „zweite Welle“ bringt also durchaus Ungemach für die Märkte mit.

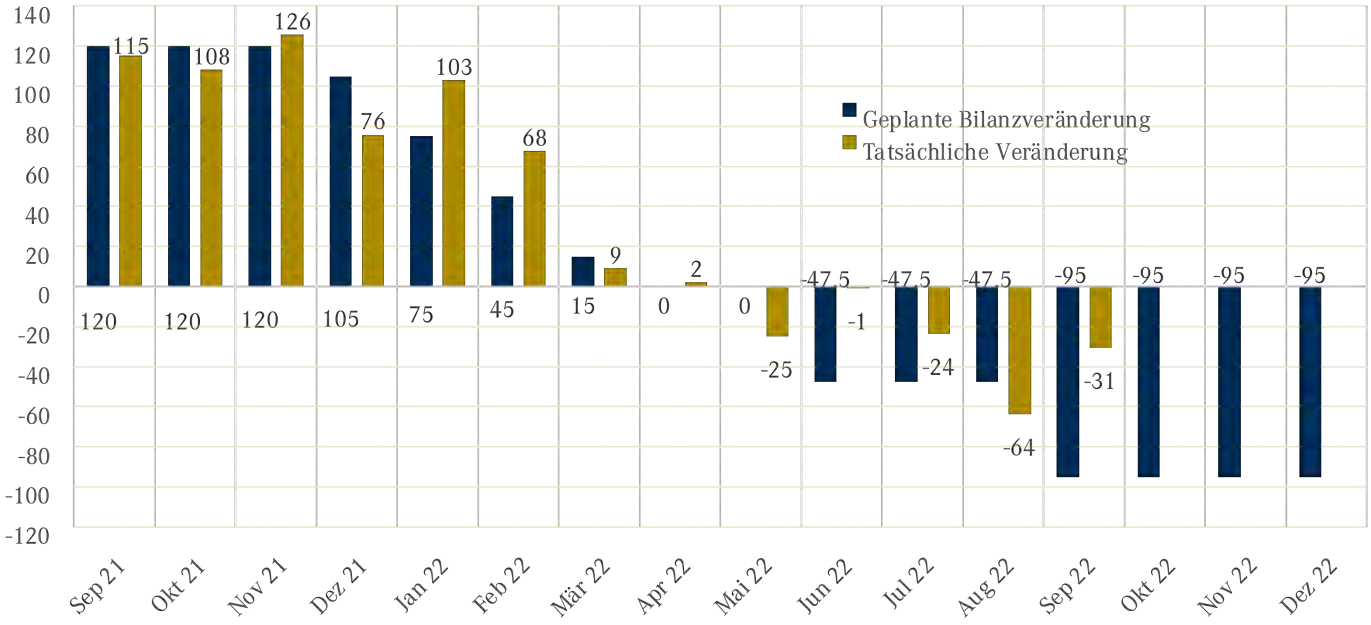


Abb. 2: Die „zweite Welle“ ist noch mau – Bilanzveränderung der US-Notenbank in Mrd USD | Quelle: Federal Reserve, Capitell AG

Kurz & kompakt:

Die „geldpolitische Zeitenwende“ setzt sich 2023 fort. Zwar wird sich das Tempo bei den Zinserhöhungen verlangsamen und vielleicht sogar eine echte „Zinspause“ anstehen. Dafür steht mit der „zweiten Welle“ an echter Liquiditätsverknappung ein neuer Lackmustest für die Märkte bevor.

Anleihen

Der Zins ist zurück

Nach einer Dekade der Zinsdürre hat das Jahr 2022 den Zins wiedergebracht. Allerdings zu einem für Anleiheinvestoren hohen Preis: So haben Zinspapiere wertmäßig das schlimmste Jahr seit Jahrzehnten hinter sich, der deutsche Anleihemarkt fiel beispielsweise bis Ende Oktober um über 20%. Mit Blick nach vorne wird sich das Dilemma für den Anleiheinvestor wohl erst im Frühling 2023 auflösen. Dann erwarten wir eine Stabilisierung der Anleiherenditen auf höherem Niveau und damit abklingende Kursverluste.

Was für eine Bewegung!

Zum Jahresbeginn 2022 warfen zehnjährige Bundesanleihen noch Minusrenditen ab. Mitte Oktober rentierten sie dagegen schon deutlich über 2%. Das ist eine beeindruckende Kehrtwende nach Jahren der Null- bzw. Negativverzinsung. Noch höhere Renditen finden sich in den USA, wo die Verzinsung 10-jähriger Staatspapiere von 1,50% zu Jahresbeginn auf gut 4% angestiegen ist. Das Problem: Steigende Zinsen bringen Kursverluste für den bereits investierten Anleger. Bei so starken Bewegungen wie 2022 sind diese heftig. Kein Wunder, dass ein 50:50 Portfolio aus deutschen Aktien und Anleihen in diesem Jahr mit über 25% Verlust so stark unter die Räder gekommen ist wie noch nie seit Ende des zweiten Weltkriegs.

Der Blick voraus: Das Schlimmste liegt hinter uns

Mit dem kräftigen Renditeanstieg liegt der größte Teil der Neubewertung am Anleihemarkt hinter uns. Aber noch nicht alles. So erwarten wir bis ins Frühjahr 2023 moderat weiter steigende Renditen, weil die Märkte höhere Inflationserwartungen und das etwas offensivere Agieren der Notenbanken (im Vergleich zur Marktmeinung) einpreisen. Ähnlich starke Veränderungen wie in diesem Jahr wird es aber nicht mehr geben, weil die Wachstumsabschwächung und die gut verankerten langfristigen Inflationserwartungen stärkeres Aufwärtspotenzial bei den Renditen begrenzen dürften. Für 10-jährige US-Staatsanleihen erwarten wir das Renditehoch um 4,50%, für Bundesanleihen gleicher Laufzeit bei knapp unter 3%. Bedeutet auch: Wir würden in das Jahr mit relativ kurzen und damit wenig zinssensitiven Laufzeiten gehen und dann sukzessive im Jahresverlauf die Restlaufzeit der Anleihen verlängern.

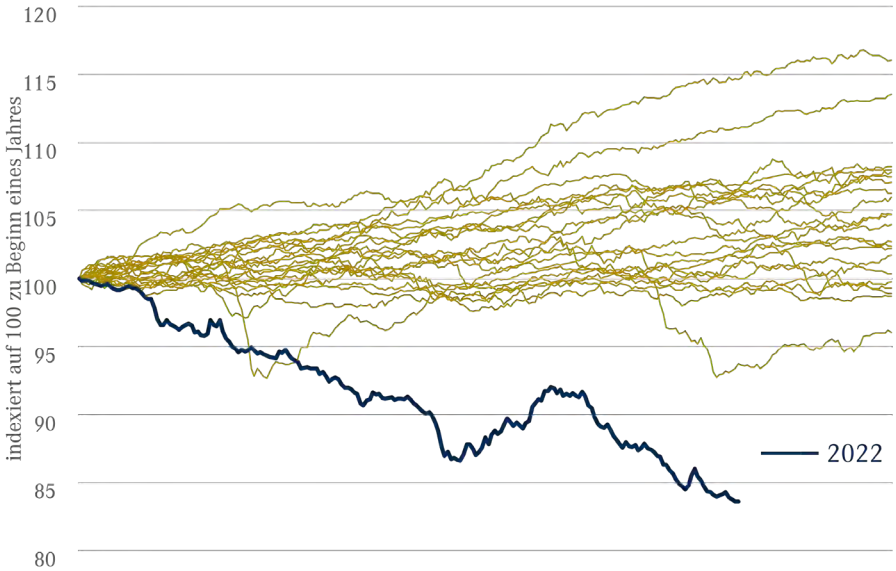


Abb. 3: Ein „annus horribilis“ ohne Vergleich - Wertverluste am Anleihemarkt erreichen 2022 historische Ausmaße (hier am Beispiel deutscher Staatsanleihen) | Quelle: Refinitiv Datastream.

Euro-Peripherie: Das italienische Problem

Bei den südeuropäischen Euro-Staaten erwarten wir 2023 eine Fortsetzung der aktuell schon sehr heterogenen Entwicklung. Die italienischen Risikoaufschläge bleiben anfällig, solange die EZB hier nicht mit stärkeren Maßnahmen interveniert. Die designierte neue Regierung steht für einen europa-kritischen Kurs, was auf EU-Ebene viel Zündstoff bietet. Zudem dürfte die Konsolidierung der hohen Staatsverschuldung keine Priorität mehr genießen. Länder wie Spanien oder Portugal stehen dagegen in Summe deutlich besser da und sollten daher auch im kommenden Jahr spürbar niedrigere Risikoaufschläge als Italien aufweisen.

Unternehmensanleihen: Eine Frage der Bonität

Bei Unternehmensanleihen sehen wir bei den schwächeren Bonitäten (Non-Investment-Grade) zunächst eine Fortsetzung der enttäuschenden Wertentwicklung. Mit der sich abzeichnenden Rezession in Europa und der spürbaren Wachstumsabschwächung in den USA dürften hier die Ausfallraten steigen. Das macht nochmals höhere Risikoaufschläge erforderlich. Bei guten und mittleren Bonitäten im Investment-Grade-Bereich sind die aktuellen Risikoaufschläge dagegen ausreichend. Entsprechend ergeben sich hier im Jahresverlauf 2023 wieder attraktive Chancen, zumal Unternehmensanleihen üblicherweise ihren Boden vor den Aktienmärkten ausbilden.

Im Jahresverlauf: Schwellenländer vor Trendwende?

Im klassischen Zyklus dürfte sich im ersten Halbjahr 2023 zudem eine Investitionsgelegenheit bei Anleihen aus den Schwellenländern bieten. Diese hatten es 2022 mit dem starken US-Dollar und der ausgeprägten Wachstumsabschwächung in China nicht gerade leicht. Wir rechnen aber damit, dass Anleger im Jahresverlauf wieder bereit sind, das höhere Wachstum der Emerging Markets zu honorieren. Entsprechend warten wir hier auf den passenden Einstiegszeitpunkt.

Relativer Blick überzeugt

Dieser moderate Optimismus für Anleihen in 2023 wird übrigens durch einen Blick auf die relativen Bewertungsrelationen gestützt. So liegt die durchschnittliche Rendite von Staats- und Unternehmensanleihen mittlerweile sowohl in Europa als auch in den USA über den Dividendenrenditen. Das allein ist kein Kaufargument, unterstreicht aber unsere These, dass ein erheblicher Teil der Neubewertung von Anleihen abgeschlossen ist.

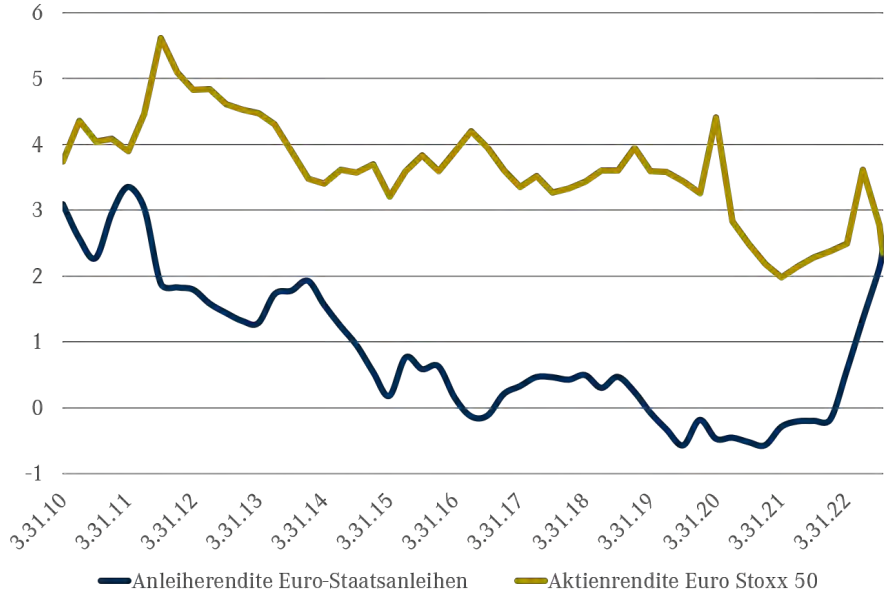


Abb. 4: Endlich! Anleihenrendite > Dividendenrendite Vergleich der durchschnittlichen Euro-Staatsaneihenrendite und der Dividendenrendite im Euro Stoxx50 | Quelle: Bloomberg

Erstmals seit 2011 gilt: Anleihenrendite > Aktienrendite

Kurz & kompakt:

Moderat steigende Renditen und höhere Risikoaufschläge bei schwachen Bonitäten werden den Jahresauftakt für Anleiheinvestoren noch einmal herausfordernd gestalten. Allerdings erwarten wir im Jahresverlauf eine Renditestabilisierung und damit gute Einstiegschancen – dann auch wieder in längere Laufzeiten. Opportunitäten könnten sich in einigen Monaten auch bei Zinspapieren aus den Schwellenländern bieten.

Währungen

Kommt das Euro-Comeback?

Kurz & kompakt:

Nach dem Jahr des US-Dollars in 2022 könnte es im späteren Jahresverlauf 2023 dann zu einer Trendwende zugunsten des Euros kommen, wenn die EZB durch entschlossenes Handeln ihre Glaubwürdigkeit zurückgewinnt und der Markt beginnt, die konjunkturelle Erholung ab 2024 einzupreisen.

Der große Gewinner des Anlagejahrs 2022 war der US-Dollar. Er konnte gegenüber den meisten Währungen zulegen und ist damit seinem Ruf als „sicherer Hafen" einmal mehr gerecht geworden. Strukturell ist der Euro durch diese Dollar-Aufwertung mittlerweile sehr billig. Das dürfte er aber zumindest die nächsten Monate auch bleiben – bis der Markt im späteren Jahresverlauf die wirtschaftliche Erholung ab 2024 einpreisen wird.

Alles spricht für den US-Dollar...

Blickt man auf die Kaufkraftparität – also die Frage, was man sich mit einer Währungseinheit für Waren leisten kann – könnte man es sich einfach machen: Der Euro wäre um 30 bis 40% unterbewertet und müsste gegenüber dem US-Dollar deutlich aufwerten. Aber derart strukturelle Aspekte eignen sich selten für eine Jahresprognose. Denn auf kurze Sicht spielen an den Märkten andere Faktoren eine wichtigere Rolle: Die US-amerikanische Notenbank hat die Zinsen weitaus aggressiver angehoben als die EZB. Das unterstützt den US-Dollar. Hinzu kommt, dass die USA angesichts des Ukraine-Kriegs wirtschaftlich robuster dasteht als die Eurozone. Zudem gibt es den politischen Willen, den US-Dollar stark zu halten. Dadurch lässt sich die Inflation im Land ein Stück weit bremsen. Auch der de facto-Zusammenbruch der Kryptowährung hat vor allem dem US-Dollar geholfen. Schaut man dann noch auf die politischen Querelen in der Eurozone ist klar, warum der Dollar derzeit als „sicherer Hafen" und Qualitätsanlage gefragt ist.

Abb. 5: Der US-Dollar ist stark – auch gegen andere Währungen | US-Dollar-Index auf neuem Höhenflug | Quelle: Bloomberg

...und das bietet Chancen für den Euro

Die Folge der zahlreichen Gründe „pro" US-Dollar: Der Greenback ist als Anlagewährung stark nachgefragt und in den institutionellen Portfolios spürbar übergewichtet. Das könnte dem Euro auf Jahressicht moderate Erholungschancen eröffnen. Dafür sind allerdings zwei Voraussetzungen notwendig: Die konjunkturellen Perspektiven müssen sich mit Blick auf 2024 deutlich verbessern und die EZB muss ihre Glaubwürdigkeit zurückgewinnen. Letzteres würde entschlossene Zinserhöhungen und den Einstieg in eine Reduktion der gekauften Anleihenbestände erfordern. Dann wäre eine Erholung des Euros auf 1,05 zum US-Dollar möglich.

Sonstige Währungen nur selektiv interessant

Außerhalb des US-Dollars sehen wir nur wenige Währungen als interessant an. Die Norwegen-Krone bleibt innerhalb Europas unser Favorit. Wir gehen davon aus, dass der Ölpreis aufgrund der strikten Förderdisziplin der OPEC gut unterstützt bleibt. Zudem sieht die norwegische Binnenkonjunktur noch immer recht stabil aus. Das Risiko fallender Immobilienpreise, ist nach der jüngsten Schwäche ausreichend eingepreist. Außerhalb Europas sehen wir im Dollarblock zu Jahresbeginn noch weitere Aufwertungschancen für den Kanada-Dollar. Diese dürften sich aber im weiteren Jahresverlauf geben, so dass allenfalls kurzfristige Positionen sinnvoll erscheinen.

Immobilien

Preiskorrektur wahrscheinlich

Kurz & kompakt:

Nach dem starken Preisanstieg am Immobilienmarkt rechnen wir in den kommenden Monaten sowohl bei Wohn- als auch Gewerbeimmobilien mit einer leichten Korrektur. Angesichts der wieder attraktiven Verzinsung von Anleihen sind Engagements bei offenen Immobilienfonds daher mit Vorsicht zu genießen.

Die Immobilienpreise haben in den vergangenen Jahren spürbar zugelegt. Für 2023 erwarten wir eine Trendwende und moderate Preiskorrekturen. Die steigenden Baufinanzierungszinsen und die höheren Baukosten haben die Erschwinglichkeit drastisch reduziert. Dies spricht gerade in den Ballungsräumen für moderat sinkende Preise. Bei offenen Immobilienfonds raten wir aufgrund der im Vergleich zu Anleihen niedrigeren Nach-Kosten-Rendite zur Vorsicht.

Immobilienprojekte deutlich verteuert

Das Jahr 2022 hat die Erschwinglichkeit von Immobilien gleich auf zweifache Art reduziert. Zum einen sind die Baufinanzierungszinsen deutlich angestiegen. So zeigt die Marktübersicht des Immobilienspezialisten Interhyp, dass sich der durchschnittliche Baufinanzierungszins mit 10-jähriger Zinsbindung von rund 1% zu Jahresbeginn auf rund 3,9% fast vervierfacht hat. Hier schlägt sich die restriktive Zinspolitik der Notenbanken sowie die zunehmende Risikoaversion der Geschäftsbanken spürbar nieder. Zum anderen sind auch die Baukosten substanziell gestiegen. Egal, ob Holz, Beton, Dämmung oder Fenster. Die steigenden Input- und Energiekosten machen bei vielen Bauherrn - egal, ob im privaten oder gewerblichen Bereich – eine Neukalkulation von Projekten notwendig. Eine derart massive Verschlechterung in der Erschwinglichkeit ist in der Geschichte immer mit einem Rückgang der Immobilienpreise einhergegangen. Diesmal wirken zudem noch die pandemiebedingten Nachwehen, die beispielsweise die Nachfrage im gewerblichen Bereich bremsen.

Börsennotierte Immobilienwerte zeigen das Dilemma

Das deutlich verschlechterte Umfeld für Immobilien zeigt sich u.a. auch in der Kursentwicklung börsennotierten Immobilienunternehmen. So hat der Dow Jones REIT-Index bis Mitte Oktober beispielsweise mehr als 30% an Wert verloren – und damit gegenüber den „großen“ Indizes überdurchschnittlich stark Federn lassen müssen.

Vorsicht bei offenen Immobilienfonds!

Offene Immobilienfonds haben sich dagegen relativ gut gehalten und können für 2022 meist positive Wertentwicklungen aufzeigen. Trotzdem ist hier mit Blick nach vorne Vorsicht angeraten. Zum einen rechnen wir in den nächsten Quartalen mit Wertkorrekturen, da sich das verschlechterte Umfeld mit leichtem Zeitverzug niederschlagen wird. Zum anderen wären die Fonds angesichts ihrer Kostenstruktur auch bei unveränderten Renditen kaum noch lukrativ. Schließlich werfen sie meist nur 2% p.a. nach Kosten ab, was mittlerweile selbst konservative Anleihen locker übertreffen.

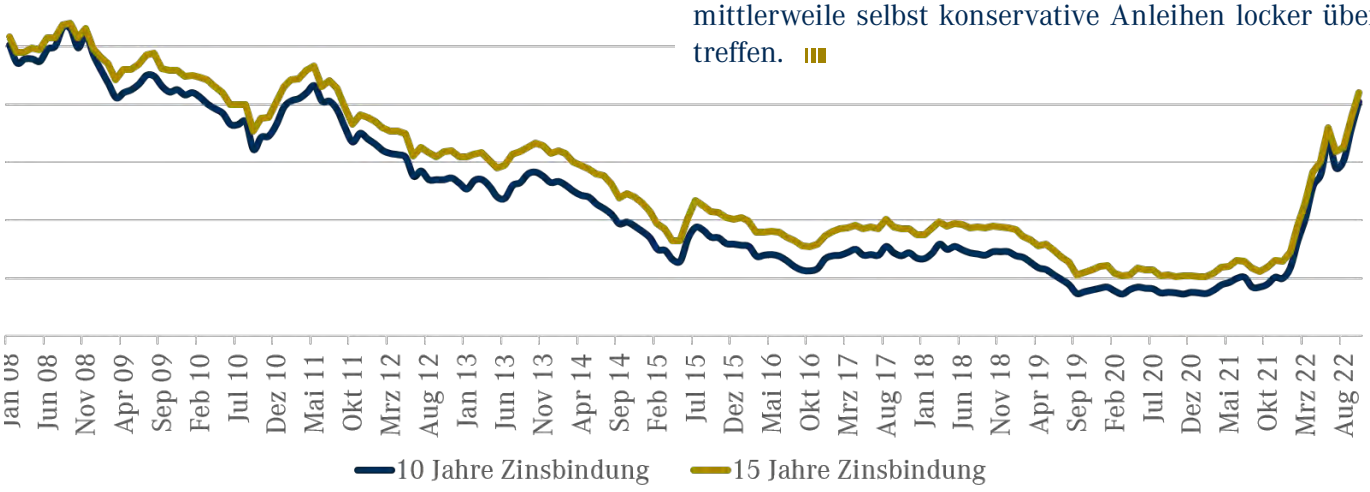


Abb. 6: Adé Eigenheim! Die durchschnittlichen Baufinanzierungszinsen in Deutschland explodieren Baufinanzierungszinsen für 10 bzw. 15 Jahre Zinsbindung | Quelle: Interhyp

Aktien

Vom Bärenmarkt zum „Prinzip Hoffnung“

Eigentlich klingt unser bisheriger Jahresausblick nach einem weiteren schwierigen Aktienjahr: höhere Zinsen, weniger Liquidität und eine spürbare Wachstumsabschwächung bis hin zur Rezession. Doch wie so oft im Börsenleben rechnen wir mit einer Überraschung: dass die Märkte 2023 durch die schwierige realwirtschaftliche Lage hindurchschauen und sich nach dem „Prinzip Hoffnung“ auf die wirtschaftliche Erholung in 2024 konzentrieren. Dieses Verhalten kennen wir bereits von der Pandemie, der Finanz- und Wirtschaftskrise oder den Terroranschlägen nach dem 11. September.

Was für ein Abverkauf!

Das Aktienjahr 2022 wird den meisten Anlegern sehr negativ in Erinnerung bleiben. Denn der Bär, das Wappentier der Börsen-Pessimisten, hatte das Geschehen weitgehend im Griff. So resultieren bis Mitte Oktober deutlich zweistellige Prozentverluste an fast allen internationalen Börsen. Lediglich Sonderfälle wie Argentinien oder Mexiko konnten sich dem Negativtrend entziehen – dann allerdings meist auf Kosten hoher Währungsverluste.

Die fundamentalen Rahmenbedingungen bleiben schwierig

Mit Blick auf 2023 bleibt das fundamentale Umfeld herausfordernd: Die spürbare Abschwächung der Weltwirtschaft wird die Unternehmensgewinne drücken. Entsprechend sehen wir je nach Region einen Gewinnrückgang von 5 bis 10% als realistisch an. Dieser dürfte in den energieintensiven Wirtschaftszweigen akzentuierter ausfallen, in eher defensiven Sektoren wie bei Nahrungsmitteln, Telekommunikation oder Gesundheit erwarten wir sogar ein moderates Gewinnplus. Ein zweiter Belastungsfaktor bleibt die Notenbankpolitik. Zwar gehen wir davon aus, dass wir den Höhepunkt der Zinssteigerungen noch 2022 sehen werden und sich das Tempo künftiger Zinsmaßnahmen danach deutlich legt. Negativ dürfte sich aber der Liquiditätsentzug aus der Bilanzverkürzung der Notenbanken auswirken. Entsprechend rechnen wir mit einem holprigen Jahresstart.

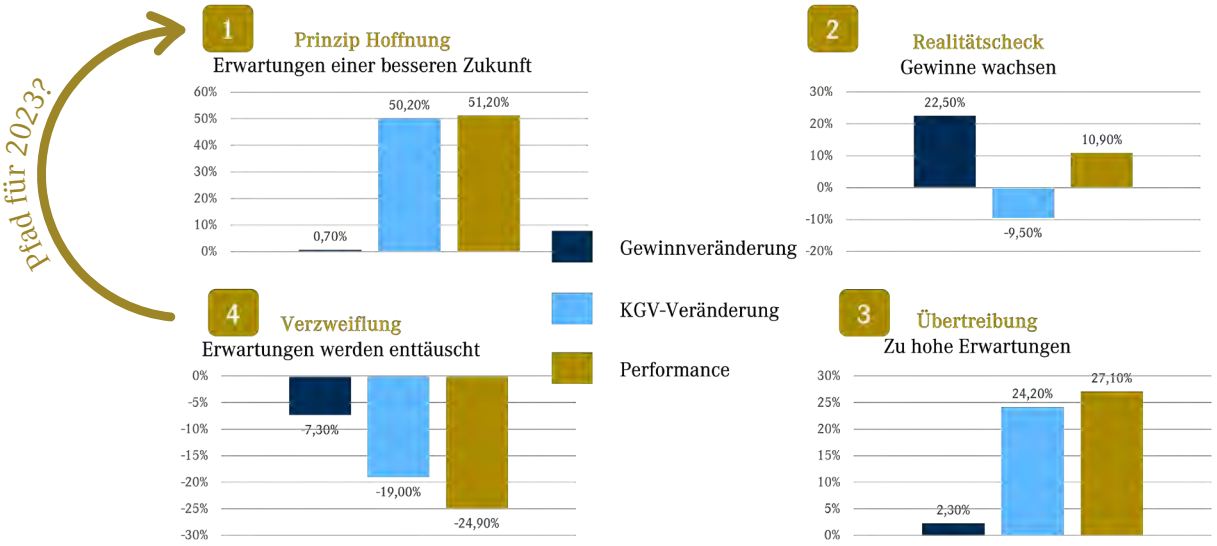


Abb. 7: Capitell Zyklusmodell macht Hoffnung – Typischer Börsenzyklus auf Basis der letzten 85 Jahre | Quelle: Bloomberg, Capitell AG

Capitell Zyklusmodell macht Hoffnung

Im weiteren Jahresverlauf könnte der Bärenmarkt dann allerdings durch einen neuen Aufwärtstrend abgelöst werden. Börsen bilden nur selten die aktuelle realwirtschaftliche Lage ab, sie antizipieren vielmehr die Zukunft. Und hier dürfte sich ein Silberstreif am Horizont zeigen: nämlich die Hoffnung auf eine nachhaltige konjunkturelle Besserung ab 2024. Unser Capitell Zyklusmodell, das auf der Börsenentwicklung der letzten 85 Jahre basiert, bekräftigt diese Hoffnung. Während wir uns aktuell noch in der Phase der „Verzweiflung" befinden, in der Unternehmensgewinne und Kurse deutlich fallen, rechnen wir für 2023 mit einem Wechsel in das „Prinzip Hoffnung". Bedeutet: Wir erwarten eine spürbare Bewertungsausweitung, die die schwächelnden Unternehmensgewinne überkompensieren dürfte. Eine ähnliche Entwicklung haben wir bereits mehrfach in der jüngeren Vergangenheit erlebt. So haben sich die Aktienkurse nach den schrecklichen Terroranschlägen des 11. Septembers weit vor dem realwirtschaftlichen Tiefpunkt erholt. Gleiches konnten wir in der Finanzmarktkrise beobachten, als Aktien noch während der scharfen Wirtschaftskontraktion deutlich zulegten. Und auch beim Corona-Ausbruch führte das „Prinzip Hoffnung" zu einer Kurserholung, noch bevor die schlimmsten wirtschaftlichen Schäden überstanden waren. In Summe erwarten wir für die globalen Aktienmärkte daher ein Plus von 8-10% - mit dem Potenzial auf mehr, wenn sich die Energiekrise in Wohlgefallen auflöst. Mit dem Risiko auf weniger, sollte sie sich verschärfen.

Regionale Präferenzen vorerst unverändert

Auf regionaler Ebene erwarten wir 2023 zunächst eine Fortsetzung der Outperformance US-amerikanischer Aktien. Das aggressivere Vorgehen der US-Notenbank im Vergleich zur EZB sowie die robusten Geschäftsmodelle vieler US-amerikanischer Unternehmen sprechen gerade zu Jahresbeginn für die USA. Sobald die Märkte dann allerdings ins „Prinzip Hoffnung" schalten, erscheint uns eine kurzzeitige spürbare Outperformance europäischer Titel für wahrscheinlich. Denn die Erfahrung zeigt, dass bei Trendwenden am Markt langjährige Underperformer vorübergehend besonders hochgespült werden. Und auch in den Schwellenländern könnten sich 2023 neue Chancen eröffnen – insbesondere wenn es den asiatischen Volkswirtschaften gelingt, eine Rezession zu vermeiden.

Sektorrotation hin zu Growth?

Auf der Branchenseite dürfte es im Jahresverlauf 2023 zu einer spürbaren Rotation kommen. Während zu Jahresbeginn noch defensive Qualitätstitel gefragt bleiben dürften, sollte sich der Fokus der Börsianer mit zunehmender Dauer verstärkt auf strukturelle Wachstumsgewinner legen. Damit wäre ein Revival von Technologieaktien möglich.

Kurz & kompakt:

Trotz schwieriger fundamentaler Rahmenbedingungen erwarten wir ein passables Aktienjahr 2023. Wie schon oft in der Vergangenheit dürften die Börsen nämlich früher auf das „Prinzip Hoffnung" umstellen, als es die realwirtschaftliche Entwicklung vermuten lässt. Das eröffnet im Jahresverlauf neue Chancen.

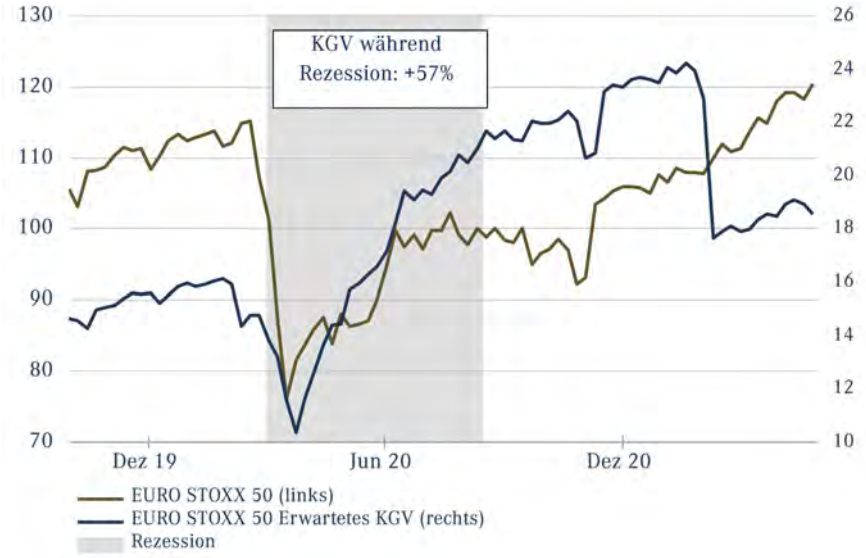


Abb. 8: Abverkauf hat Bewertungsrelationen vergünstigt – KGV-Niveaus im Vergleich Quelle: Refinitiv Datastream

Höheres KGV als Kurstreiber ?

Rohstoffe

China und Ukraine im Fokus

Kurz & kompakt:

Rohstoffe werden ihre uneinheitliche Tendenz auch 2023 fortsetzen. Während wir bei Gold aufgrund eines tendenziell weniger negativen Realzinses vorsichtig sind, sehen wir im Jahresverlauf selektive Chancen bei Industriemetallen.

Rohstoffe konnten in der ersten Jahreshälfte 2022 deutlich zulegen – und mussten dann ab Sommer deutlich Federn lassen. Ausnahme war der europäische Gaspreis, der durch die vom Ukraine-Krieg ausgelöste Energiekrise auch bis in den Herbst deutliche Preissteigerungen zeigte. Für 2023 könnte sich eine spiegelbildliche Entwicklung zeigen: eine eher schwache erste Jahreshälfte, gefolgt von einer Erholung in der zweiten Halbzeit. Ob das tatsächlich so kommt, hängt entscheidend vom weiteren Verlauf des Ukraine-Kriegs und einer wirtschaftlichen Stabilisierung in China ab.

Industriemetalle: Alle Augen auf China

Bei den Industriemetallen haben wir die Hoffnung, dass sich das Wachstum in China nach den Turbulenzen am Immobilienmarkt und den Negativfolgen der „Zero Covid"-Strategie stabilisiert. Dann hätten die Preise Aufwärtspotenzial. Denn das Angebot bleibt knapp, so dass ein Nachfrageanstieg direkt auf die Preise durchschlagen würde. Besonders interessant bleiben dabei die Rohstoffe, die für den Kampf gegen den Klimawandel benötigt werden. Das sind in erster Linie Kupfer und Nickel, die in Batterien, Windrädern und anderen Bauteilen Verwendung finden.

Ölpreis gut unterstützt

Bei den fossilen Energierohstoffen bleibt der Ölpreis u.E. gut unterstützt. Denn die OPEC hat mit ihrer jüngsten Förderkürzung einmal mehr Disziplin gezeigt und die Schwächen früherer Jahrzehnte vermieden. Damit kann das Angebot knapp gehalten und die rezessionsbedingte Nachfrageabschwächung preisseitig größtenteils aufgefangen werden. Hinzu kommt, dass sich mit den jüngsten Entwicklungen die Wahrscheinlichkeit eines Atom-Deals mit dem Iran deutlich verringert hat. Entsprechend dürfte das Land auch weiterhin als Anbieter ausfallen. Größere Preisausschläge im Jahresverlauf (nach oben wie unten) dürfte es u.E. nur bei einer substanziellen Veränderung im Ukraine-Krieg geben. Eskalationsschritte würden den Ölpreis stützen, Entspannungssignale dagegen kurzfristig belasten.

Edelmetalle eher unattraktiv

Edelmetalle wie Gold hängen sehr stark an der Entwicklung des Realzinses. Der dürfte 2023 weniger negativ ausfallen, weil die Notenbanken das Zinsniveau weiter nach oben schrauben und gleichzeitig die mittelfristigen Inflationserwartungen fallen sollten. Damit ist eine eher schwache Preisentwicklung vorgezeichnet. Für Silber sind wir etwas optimistischer. Der „kleine Gold-Bruder" ist im historischen Vergleich niedrig bewertet und könnte in der zweiten Jahreshälfte von einer Besserung der industriellen Nachfrage profitieren. Aber: Silber ist deutlich volatiler als Gold und damit nicht für sicherheitsbewusste Anleger geeignet.

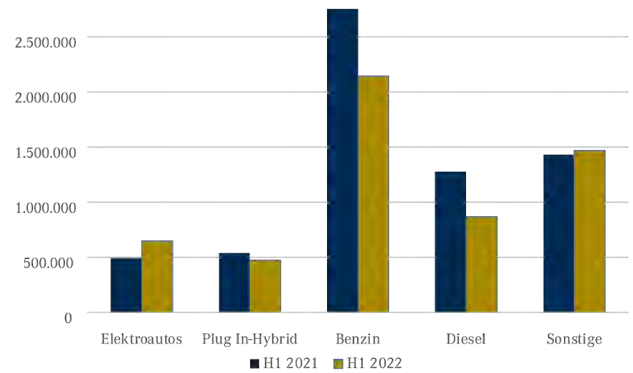


Abb. 9: Trotz Zulassungsflaute: Wachstum der Elektroautos ungebrochen. Zulassungszahlen weltweit | Quelle: IEA

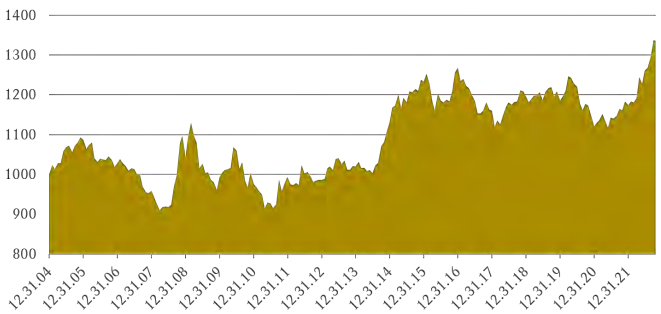


Abb. 10: Silber relativ attraktiv: Gold-Silber-Relation nahe der historischen Höchststände | Quelle: Bloomberg

Sieben Überraschungen

Das Unerwartete erwarten

Kurz & kompakt:

„Sich nicht nur mit dem Wahrscheinlichen zu beschäftigen, sondern auch die Konsequenzen unerwarteter Ereignisse zu bedenken: Das ist professionelles Risiko- und Vermögensmanagement!“
Chris-Oliver Schickentanz, Chief Investment Officer Capitell AG

„Erstens kommt es anders und zweitens als man denkt.“ Dieses alte Sprichwort gilt insbesondere für Kapitalmarktausblicke. Schließlich können wir aktuell viele Dinge nur erahnen, vieles wird über das Jahr passieren und eine Adjustierung der hier geschilderten Aussagen notwendig machen.

#1: Der Taiwan-Konflikt eskaliert

Wir beobachten die zunehmenden Spannungen zwischen China und Taiwan mit großer Sorge. Eine (militärische) Eskalation des Konflikts ist zwar u.E. nicht das wahrscheinlichste Szenario, aber auch nicht ausgeschlossen. Sollte es dazu kommen, wäre dies ein kräftiger Nackenschlag für Weltwirtschaft und Kapitalmärkte. Durch die zentrale Rolle Taiwans als Halbleiterproduzent und die schiere Größe der chinesischen Volkswirtschaft wäre in diesem Fall eine ausgeprägte Rezession mit deutlich stärkeren Minuszeichen als von uns antizipiert wahrscheinlich. US-Dollar und erstklassige Staatsanleihen wären gefragt, das „Umspringen“ der Aktienmärkte in das „Prinzip Hoffnung“ wohl vom Tisch.

#2: Die US-Notenbank senkt den Leitzins

Sollte die Bekämpfung der Inflation schneller Früchte tragen als von uns erwartet und gleichzeitig das Risiko einer Rezession in den USA steigen, könnte die US-Notenbank überraschend die Zinsen senken. Die Folgen für die Märkte wären positiv: Eine Zinssenkung dürfte als Katalysator für eine große „Risk On“-Bewegung fungieren. Aktien, risikoreichere Unternehmensanleihen würden profitieren.

#3: Nachhaltiges Investieren feiert eine Renaissance

Angesichts stabiler Energiepreise und wachsender Rüstungsausgaben sowie der enormen Outperformance von ESG-Strategien bis 2021 rechnen wir in unserem Basisszenario für 2023 nicht mit einer substanziellen Mehrrendite gegenüber konventionellen Anlagestrategien. Sollte sich die Regulatorik aber weiter verschärfen und sich die Energiepreise entspannen, könnte sich das ändern.

#4: Deutschland wird Fußball-Weltmeister

Auch wenn unsere quantitative Analyse ein Ausscheiden im Viertelfinale nahelegt, gibt es eine kleine Restwahrscheinlichkeit, dass die deutsche Nationalmannschaft bei der Winter-WM in Katar den Titel holt. Das wäre für die Börse irrelevant, würde uns aber trotzdem freuen.

#5: Die Berliner Regierungskoalition zerbricht

Im Streit über die Finanzierung neuer Sozialpakete sowie der Laufzeitenverlängerung der Atomkraftwerke über 04/2023 hinaus zerbricht die Regierungskoalition aus SPD, Grünen und FDP vorzeitig. Die notwendigen Neuwahlen sorgen für eine weitere Zersplitterung der Mehrheitsverhältnisse im Parlament. Nach einem kurzen Schock schalten die Aktienmärkte auf Durchzug und erholen sich wieder.

#6: Das zweite Leben der Eurobonds

Während der Pandemie hat sich die EU als Nothilfe auf eine gemeinsame Haftung für bestimmte Staatsschulden geeinigt. Das sollte auf seltene Notfälle begrenzt bleiben. Wenn sich die wirtschaftliche Situation in der Eurozone allerdings deutlich verschlechtern sollte und ein Wiederaufflammen der Staatsschuldenkrise droht, könnten diese strikten Auflagen gelockert werden. Das wäre de facto die Rückkehr des Eurobonds, schlecht für Bundesanleihen, gut für die Risikoaufschläge von italienischen und anderen südeuropäischen Staatsanleihen.

#7: Donald Trump tritt noch einmal bei der Präsidentenwahl an

Allen Skandalen und juristischen Anfeindungen zum Trotz schafft Donald Trump es, sich gegen seine innerparteilichen Konkurrenten durchzusetzen. Das wäre für die Märkte diesmal wohl kein positives Ereignis, weil eine Verschärfung der US-amerikanisch-chinesischen Konflikte zu befürchten wäre.

Investmentthemen

Die Zeitwende als Katalysator

Schon seit Jahren verschiebt sich das politische und wirtschaftliche Umfeld. China drängt mit Macht nach vorne und möchte bis spätestens 2036 führende Volkswirtschaft der Welt werden. Die USA sind innenpolitisch so zerstritten wie nie, die Europäische Union noch dabei die Folgen des Brexits zu verkraften und eine neue Machtbalance zu finden. Russland hat sich durch den Ukraine-Krieg isoliert. Entsprechend leben wir mittlerweile in einer multipolaren Welt, die Globalisierung der letzten Dekaden wird zurückgedreht. Das hat Folgen – auch für die Geldanlage.

Thema #1: Digitale Sicherheit

Durch die Pandemie waren viele Unternehmen gezwungen, ihre Geschäftsprozesse schnell zu digitalisieren. Das hat viele Vorteile, schafft Effizienzen und erlaubt heute hybride Arbeitsformen. Gleichzeitig macht es Unternehmen aber auch verwundbarer. Geklaute Kundendaten, unerlaubte Netzwerkzugriffe, der Diebstahl geschäftsstrategischer Unterlagen oder digitale Erpressungsversuche sind mittlerweile an der Tagesordnung. Das Amt für Informationssicherheit registriert allein hierzulande weit über 200.000 Cyberangriffe täglich! Wir rechnen damit, dass die Angriffsintensität in den kommenden Jahren weiter zunimmt. Dabei dürften nicht nur wirtschaftliche, sondern auch politische Interessen eine Rolle spielen. Das Lahmlegen der IT-Infrastruktur eines Landes dürfte in geopolitischen Konfliktsituationen ein probates Mittel der modernen Kriegsführung werden. Entsprechend sind erhebliche Investitionen in die Sicherung unserer IT-Systeme notwendig. Branchenstudien gehen davon aus, dass IT-Sicherheitsdienstleister über die kommenden fünf Jahre mit durchschnittlich 15% p.a. wachsen werden – deutlich schneller als die Gesamtwirtschaft. Kein Wunder, schließlich ist der ökonomische Schaden mangelnder Datensicherheit oder geklauter Geschäftsgeheimnisse existenzbedrohend.

Thema #2: Kampf gegen den Klimawandel

Der Kampf gegen den Klimawandel bleibt eine Kernpriorität für unsere Gesellschaft. Die Zunahme extremer Wetterereignisse und ihr hohes ökonomisches Schadenspotenzial führen mittlerweile zu einer konzertierten Aktion weltweit. So werden die G7-Staaten über die kommenden Jahren Billionen Euro ausgeben, um die CO2-Emissionen zu senken und damit einer weiteren Erwärmung der Erde entgegenzutreten. Die aktuelle Sorge um die Versorgungssicherheit in Europa überdeckt zwar derzeit die politische Diskussion, ändert aber nichts an den immensen Anstrengungen. So fließen beispielsweise 42% des Corona-Rettungspakets der EU in den Ausbau Erneuer-

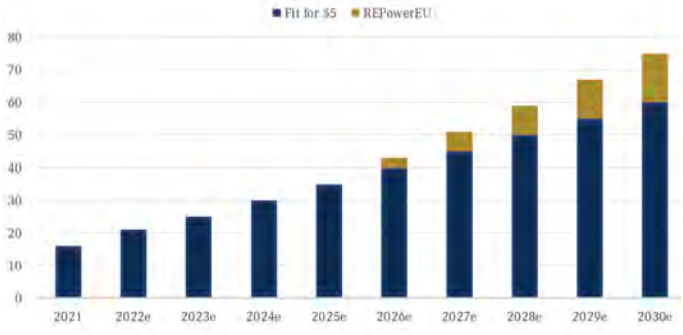


Abb. 11: Die EU macht mächtig Wind – Investitionen in Windenergie aus EU-Programmen | Quelle: EU-Kommission

barer Energien und anderer Umwelttechnologien. In der Geldanlage lässt sich dieses Thema über verschiedene Wege abbilden: zum einen über Direktanlagen in Wind- und Solarparks oder Wasserenergie. Hier winken angesichts der deutlich gestiegenen Strompreise spürbare Zugewinne gegenüber den ursprünglichen Renditekalkulationen. Zum Zweiten gibt es zahlreiche börsennotierte Konzerne, die mit ihrer Produktpalette einen wirkungsvollen Beitrag zum Klimaschutz leisten.

Dazu zählen Dämmstoffhersteller, Tiermedizinproduzenten (z.B. zur Reduktion der Ausdünstungen bei Kühen) oder Wasserstoff-Pioniere. Zum Dritten kann auch systematisch in Unternehmen investiert werden, die sich selbst in Sachen Nachhaltigkeit verbessern und dafür einen glaubwürdigen Plan aufgelegt haben. Diese sogenannten ESG-Improver verdienen über die Zeit eine höhere Aktienbewertung und bieten daher überdurchschnittliche Perspektiven. Sie finden sich schwerpunktmäßig in unserer Flexiblen Strategie.

Thema #3: Die neue Aufrüstung

Über Jahrzehnte haben wir nach Glasnost und Perestroika eine Friedensdividende vereinnahmt, in dem ganz Westeuropa Rüstungsausgaben zugunsten anderer Haushaltsposten deutlich reduzieren konnte. Dabei bauten wir für den Ernstfall auch auf die militärische Leistungsfähigkeit unseres NATO-Partners USA, der mit rund 40% Anteil die mit Abstand größten Rüstungsausgaben weltweit tätigt. Diese „Unter-Investition" Europas hat mit dem Ukraine-Krieg ein jähes Ende gefunden. Die 100 Mrd Euro Sondervermögen in Deutschland sind nur die Spitze des Eisbergs deutlich steigender Verteidigungsausgaben. So rechnen wir in allen NATO-Staaten mittelfristig mit einer Einhaltung des 2%-Ziels (vom BIP). In vielen osteuropäischen Ländern, in denen die Bedrohungslage durch Russland noch viel ernster ist, dürften es sogar deutlich höhere Anteile werden. Zusammengenommen sorgt das für jährlich 80 bis 100 Milliarden Euro an zusätzlichen Rüstungsausgaben. Wer sich mit dem Thema aus moralisch-ethischen Gründen schwertut, findet mit unserer Nachhaltigkeits-Vermögensverwaltung eine Lösung, in der Investitionen in Rüstungskonzerne – wie viele andere umstrittene Industrien auch – kategorisch ausgeschlossen werden.

Abb. 12: Rüstungsausgaben weltweit – Hoffen auf NATO-Partner USA bald vorbei? | Quelle: SIPRI Military Expenditure Database

Thema #4: Neuordnung der Lieferketten

Die Covid-Pandemie und der Ukraine-Krieg haben uns gezeigt, wie verletzlich globale Lieferketten sind, wenn Restriktionen, Transportprobleme oder Kriege den freien Warentransport behindern. In unseren Gesprächen mit Unternehmensvorständen wird dabei deutlich, dass fast alle Unternehmen ihre Lieferketten neuordnen wollen. Dabei steht eine Verbreiterung der zuliefernden Partner sowie eine stärkere räumliche Nähe im Vordergrund. Wir gehen davon aus, dass dieser Prozess drei bis fünf Jahre dauern wird und kurzfristig die Gewinnmargen belastet. Wir sehen das aber nicht als Ende der Globalisierung, sondern als eine sinnvolle Konsequenz, um Geschäftsmodelle dauerhaft robuster und weniger störungsanfällig aufzustellen.

Thema #5: Big Data und künstliche Intelligenz

Gerade einmal 2% der uns vorliegenden Daten nutzen wir auch – obwohl wir mittlerweile wissen, dass sich dadurch die Wirksamkeit von Werbung, die Reichweite eines Unternehmens und die Kundenzufriedenheit gleichermaßen steigern lässt. Von daher rechnen wir in den kommenden Jahren mit einer deutlich stärkeren Nutzung bestehender Daten. Dabei hilft die Weiterentwicklung im Bereich der künstlichen Intelligenz, die eine schnelle, automatisierte und effiziente Auswertung von Daten überhaupt erst ermöglicht.

An den Börsen dürften von diesem Trend sowohl Technologiekonzerne profitieren, die große Daten ihr Eigen nennen oder Künstliche-Intelligenz-Lösungen entwickeln, als auch solche Konzerne, die durch Big Data eine bessere Kundenbeziehung aufbauen können.

Kurz & kompakt:

Themen, die unseren Alltag bestimmen, können auch an der Börse Chancen eröffnen. Mit unserem zweimonatigen Videomagazin „What's hot?" halten wir Sie über wichtige Themen auf dem Laufenden. Folgen Sie uns dazu am besten auf unsere Facebook-Seite: **https://www.facebook.com/capitellCIO**

Asset Allokation

Von 0 auf 100 in weniger als einem Jahr?

Die richtige Gewichtung der einzelnen Anlageklassen, Regionen, Branchen und Marktsegmente ist eine Kunst – und gleichzeitig der wichtigste Stellhebel für den Erfolg der Vermögensanlage. 2023 wird ein Jahr, in dessen Verlauf sich die Portfoliostruktur komplett wandeln muss. Während wir wahrscheinlich im Schlussquartal 2022 und zu Jahresbeginn 2023 noch eine eher defensive Depotausrichtung bevorzugen, wird es später im Jahr 2023 darauf ankommen, das Depot offensiver auszurichten.

Kontrollierte Defensive zum Start

Wir sind davon überzeugt, dass die Märkte ihren Tiefpunkt per Mitte Oktober 2022 noch nicht gesehen haben. Zu hoch sind die Gewinnerwartungen der Analysten für 2023, zu groß die Hoffnungen auf ein schnelles Einknicken der Notenbanken. Beides muss erst bereinigt werden, bevor die Märkte wieder nachhaltig Luft nach oben haben und in das „Prinzip Hoffnung“ schalten können. Von daher starten wir mit einer eher defensiven Ausrichtung in den Zeitraum nach Veröffentlichung dieses Jahresausblicks: mit einer Untergewichtung von Aktien, einem Fokus auf Qualitätssektoren wie Nahrungsmittel, Gesundheit oder Telekommunikation, einer eher kurzen Restlaufzeit im Anleihebereich und überschaubaren Bonitätsrisiken. Regional haben wir dabei deutlich mehr US-Dollar-Anlagen und Liquidität im Portfolio als in der Benchmark.

Diversifikation ist Schwerstarbeit

Aus dem Winter wissen wir: „Wer streut, rutscht nicht“. Eine gute Streuung, auch gerne als Diversifikation bezeichnet, ist auch bei der Geldanlage das A und O. Das Problem: In einer durch hohe Inflation und niedriges Wachstum gekennzeichneten Wirtschaftslage bewegen sich Aktien und Anleihen gerne im Gleichlauf. Dadurch wird Diversifikation zur Herausforderung. Wir versuchen dies gerade in der aktuell noch herausfordernden Zeit durch einen Fokus auf Qualität sicherzustellen– bei Aktien wie Anleihen.

Der Zeitpunkt zum Umdenken wird kommen

Wir sind davon überzeugt, dass sich wahrscheinlich noch im ersten Halbjahr 2023 die Chance ergeben wird, offensiver zu werden. Sobald die US-Notenbank eine Pause in ihrer Zinspolitik ankündigen wird, der Winter in Europa ohne Energieengpässe überstanden wurde und die Unternehmen auf Basis niedrigerer Gewinnschätzungen wieder positiv überraschen können, gilt es, das Portfolio umzubauen. Natürlich lässt sich dabei aus heutiger Sicht weder konkretisieren, wann es soweit ist, noch welche Umschichtungen dann genau anstehen. Fakt ist: Im Jahresverlauf 2023 erwarten wir höhere Aktienquoten und eine offensivere Branchen- und Regionenausrichtung.

Kurz & kompakt:

Wie bei einem Fußballspiel versuchen wir über unsere Asset Allokation in den ersten Monaten kein Gegentor zu kassieren, um dann im Jahresverlauf über eine offensivere Taktik einzunetzen. Dabei gilt es, diszipliniert und ausgewogen zu agieren.

Impressum & Disclaimer

Diese Unterlage wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen beruhen zum Teil auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der diesbezüglich zur Verfügung gestellten Informationen kann jedoch nicht übernommen werden. Für vorgenannte Wertpapiere strebt die Capitell AG zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine anlassbezogene Aktualisierung der in dem Dokument geäußerten Stellungnahme an. Ebenso wird keine Haftung für Schäden aufgrund von Handlungen übernommen, welche ausgehend von diesen Informationen vorgenommen werden. Diese Unterlage dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung noch eine Finanzanalyse dar. Bei dieser Unterlage handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse zugeschnittene Aufklärung des Anlegers über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen. Eine anleger- und anlagegerechte Beratung kann erst durchgeführt werden, wenn Angaben über Erfahrungen und Kenntnisse in Geschäften mit Finanzinstrumenten, mit diesen Geschäften verfolgte Anlageziele und Informationen zu den finanziellen Verhältnissen des Anlegers vorliegen. Darüber hinaus ist zu beachten, dass der Wert einer Vermögensanlage Schwankungen unterliegt. Anleger müssen deshalb in der Lage sein, Verluste auf das eingesetzte Kapital hinzunehmen. Historische Anlageergebnisse und Performancekennzahlen lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Entwicklungen zu. Sollte der Zugang zu den in der Unterlage enthaltenen Informationen für Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstiger Umstände aufgrund geltender Gesetzgebung verboten sein, so ist diese Publikation nicht zu verwenden.

Diese Unterlagen dürfen ohne vorherige schriftliche Einwilligung der Capitell Vermögens-Management AG weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden.

Das Dokument wurde redaktionell am 22. Oktober 2022 abgeschlossen. © 2022.

Für weitere Informationen zur klimaneutralen Produktion dieser Broschüre besuchen Sie bitte die Webseite natureoffice.com und geben dort die ID-Nr. der Capitell AG (DE-077-903350) ein oder scannen Sie den QR-Code.

Kontakt

zu unseren Standorten

Capitell Vermögens-Management AG
ABC-Str. 38
20354 Hamburg
Tel.: +49 40 6360749-0
hamburg@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Georgstraße 36
30159 Hannover
Tel.: +49 511 7635168-0
hannover@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Hedderichstr. 55-57
60594 Frankfurt
Tel.: +49 69204561-0
frankfurt@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Repräsentanz Sylt
Christian-Peter-Hansen-Allee 5
25980 Sylt (Keitum)
Tel.: +49 40 6360749-0
sylt@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Bassermannstr. 69
68165 Mannheim
Tel.: +49 621 451810-00
mannheim@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Fremersbergstraße 3
76530 Baden-Baden
Tel.: +49 7221 37192-30
baden-baden@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Bahnhofplatz 6
89073 Ulm
Tel.: +49 731 965894-60
ulm@capitell-ag.de

facebook.com/capitellCIO

linkedin.com/company/
capitell-vermögens-management-ag

www.capitell-ag.de

Sylt Hamburg Hannover Frankfurt Mannheim Baden-Baden Ulm