

Frankfurt am Main, den 22. Februar 2023

## Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung und Thesen 2023

### Jüngste Entwicklungen

- Das vergangene Kalenderjahr endete an den Finanzmärkten nach dem Muster der Vormonate: Der wachsenden Risikobereitschaft im Oktober und November folgten Ernüchterung und Skepsis im Dezember. Deutliche Kursrückgänge zogen die wichtigen Aktienindizes zurück in zweistellige Verluste seit Jahresbeginn, so den US-amerikanischen *S&P 500* mit -5,9% (seit Jahresbeginn: -19,4%), den europäischen *STOXX Europe 600* mit -3,4% (-12,9%) oder den deutschen DAX mit -3,9% (-12,3%, jeweils in lokaler Währung). Mit einem monatlichen Rückgang um -7,3% verzeichnete damit auch der breiteste globale Index, der *MSCI All Country World Index (ACWI)*, einen Rückgang von -13,0% im Jahresverlauf.
- Erwähnung verdient, dass nicht nur die Aktien-, sondern auch die Rentenindizes das Kalenderjahr mit zweistelligen Kursrückgängen schlossen. Weiter steigende Renditen drückten die Kurse im Dezember und führten zum Beispiel bei europäischen Unternehmensanleihen mit mittlerer Laufzeit zu einem Kursrückgang seit Jahresbeginn von -12,6% (*iBoxx EUR Corporates 1-10 TR*). Zweistellige Verluste an den Aktien- sowie den Rentenmärkten ließen das Jahr 2022 zu einem der anspruchsvollsten der vergangenen Jahrzehnte werden, wie es – Statistikern zufolge – nur alle 40 Jahre zu erwarten ist.
- Maßgeblicher Treiber dieser Entwicklung waren weiterhin die jüngsten Daten zur Inflation und die damit einhergehenden Erwartungen an die künftige Geldpolitik. Zwar meldeten sowohl die USA als auch Europa niedrigere Inflationsraten als im Vormonat mit +6,5% (nach +7,1%) bzw. +9,2% (nach +10,1%). Ob die Preise weiter sinken würden, erschien allerdings fraglich angesichts des robusten US-Arbeitsmarktes und womöglich wieder steigender Energiepreise. Dass die Leitzinsen in den USA und in Europa im Dezember um jeweils +0,5% auf 4,5% bzw. 2,5% erhöht würden, entsprach den Erwartungen. Bedeutender ins Gewicht fielen die tendenziell restriktiven Kommentare der *Federal Reserve* und der Europäischen Zentralbank (EZB), die die Hoffnung auf eine baldige geldpolitische Mäßigung dämpften.
- Wie deutlich der Anstieg der Zinsen die Bewertung von Vermögenswerten beeinflusste, zeigte sich nicht nur an den Rentenmärkten, sondern auch bei Aktien von Unternehmen, deren Bewertung besonders stark auf künftigen Gewinnen beruht. Hielten sich sogenannte Substanztitel und Dividententitel im Jahresverlauf relativ robust (mit -1,5% bzw. -1,4%), verzeichneten Wachstumstitel einen markanten Kurseinbruch von -23,9% (jeweils in Euro). Dem entsprach der Kursrückgang im IT-Sektor als schwächstem Sektor mit -27,2%, wogegen der Energiesektor als einziger positiver Sektor ein Plus von +35,9% aufwies (jeweils bezogen auf die Indexfamilie des *MSCI ACWI*, jeweils in EUR). Ein Unterschied von mehr als 60% in der Wertentwicklung einzelner Sektoren reflektiert anschaulich, von welcher mächtigen Dynamik die Finanzmärkte im vergangenen Jahr geprägt waren.
- Beachtung verdient aus unserer Sicht, dass sowohl die Zinserhöhungen als auch die Kursverluste in erheblichem Umfang bereits bis zur Mitte des vergangenen Jahres zu verbuchen waren. So verzeichneten die zweijährigen US-amerikanischen *Treasuries* zum 30. Juni bereits eine Rendite von 3,0% (und damit ca. 60% des jährlichen Anstiegs auf 4,39%). Wie in unserer *Graphik des Monats* illustriert, hielt sich der breite Aktienmarkt *MSCI World* trotz hoher Schwankungen im zweiten Halbjahr insgesamt recht stabil.
- Einigen Analysten zufolge blieben Investoren im vergangenen Jahr kaum Möglichkeiten, sich der breiten, anhaltenden Abwärtsdynamik zu entziehen („*no place to hide*“). Dies gilt aus unserer Sicht nur eingeschränkt, erlaubten es doch nicht nur der Energiesektor im Aktienmarkt, sondern auch andere Segmente im Rückblick, Kursrückgänge zumindest abzufedern: So verzeichneten einige Währungen

nennenswerte Aufwertungen zum EUR (neben dem US-Dollar mit +5,9% auch sogenannte Rohstoffwährungen wie der brasilianische Real mit +10,7% oder der mexikanische Peso mit +10,5%), daneben Rohstoffe mit +24,9% (gemessen am *Bloomberg Energy and Metals Equal-Weighted Total Return Index*) oder Gold mit +7,0% (jeweils in EUR).

- Der konjunkturelle Ausblick entwickelte sich zum Jahresende zwar weniger skeptisch als zuvor, doch weiterhin sehr verhalten. Für 2023 erhöhte der Internationale Währungsfonds (IWF) seine Prognose des weltwirtschaftlichen Wachstums auf +2,9% (von +2,7% in seiner Einschätzung vom Oktober), getragen insbesondere von Zuversicht bezüglich China und Indien. Förderlich hierfür war der Rückgang der Energiepreise zum Jahresende. So notierte Öl der Sorte *Brent* zum Jahresende mit USD 86 nur 8,8% über dem Preis zum Jahresbeginn und fast ein Drittel (31%) unter dem vorübergehenden Höchststand im Jahresverlauf, Gas der Sorte *Natural Gas EU Dutch TTF* mit EUR 76 sogar 77% unter dem zwischenzeitlichen Hoch im vergangenen Sommer. Dennoch erwartet der IWF eine zwar sinkende, doch mit 6,6% (2023) bzw. 4,3% (2024) immer noch höhere globale Inflationsrate als es Zentralbanken anstreben.
- Mit deutlich erhöhter Inflationsdynamik und zwischenzeitig stark gestiegenen Rohstoffpreisen markierte das vergangene Jahr den Übergang zu grundlegend veränderten Rahmenbedingungen für Investoren. Nennenswerte Zinsen im Geldmarkt und kurzfristige Renditen von 3-6% im Rentenmarkt bieten inzwischen Alternativen zu schwankungsanfälligen Engagements.

### Unsere Einschätzung

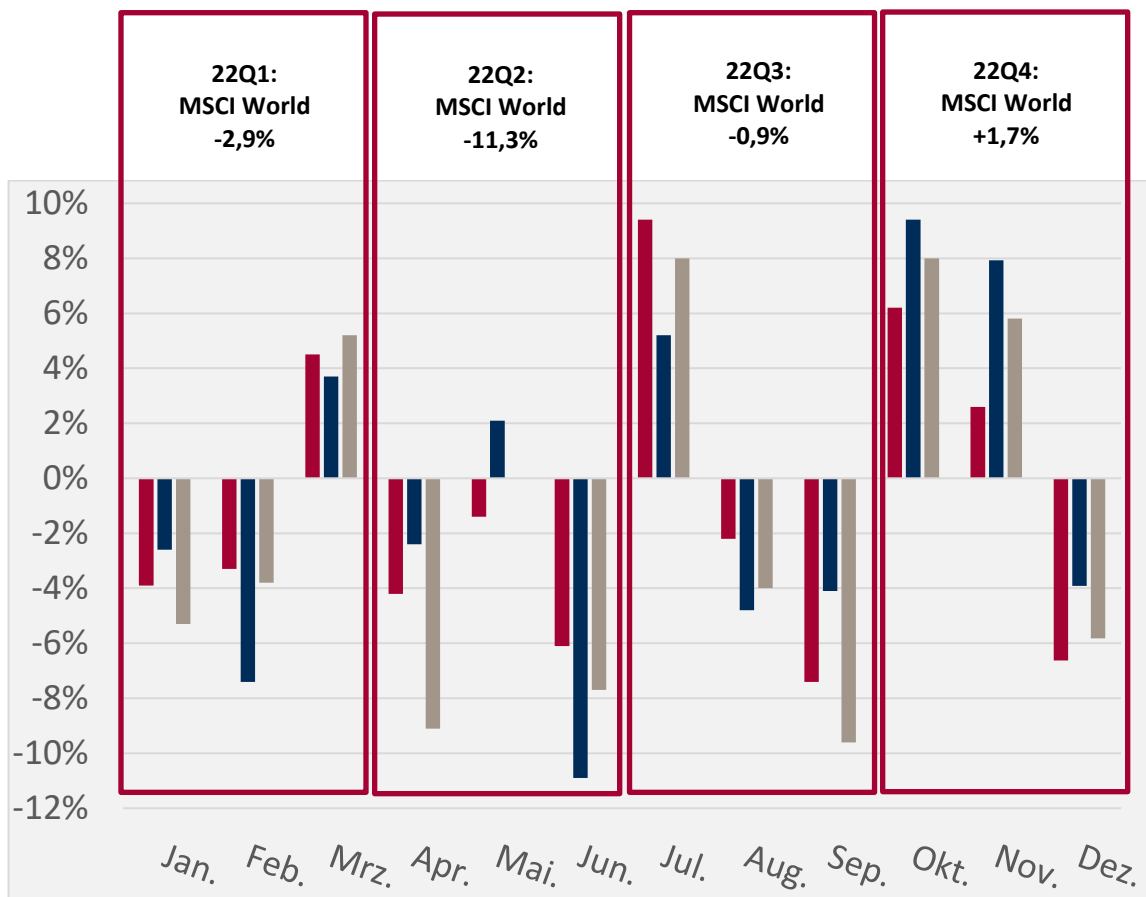
- Die Bewertungen an Finanzmärkten zum Jahresende halten wir für grundsätzlich attraktiv, insbesondere vor dem Hintergrund der tendenziell robusten Unternehmensgewinne und der Anzeichen konjunkturförderlicher Maßnahmen in China. Zwar erwarten wir anhaltende Schwankungsanfälligkeit, doch insgesamt feste Aktienmärkte und sinkende Skepsis an den Rentenmärkten. Unsere Einschätzung wäre zu revidieren, wenn sich die Inflation hartnäckiger erweisen sollte und weitergehende restriktive geldpolitische Maßnahmen begründen würde als bisher erwartet.
- Wie in unseren Thesen im Einzelnen erläutert, beruht unsere Einschätzung für 2023 auf besonderer Aufmerksamkeit für drei Themenkreise:
  1. **Primat der Inflation und Geldpolitik:** Ob und in welchem Maße die geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken den bisher erwarteten („eingepreisten“) entsprechen oder darüber hinausgehen, wird die Finanzmärkte weiterhin dominieren.
  2. **Strukturelle Entwicklungen**, wie in unseren vergangenen Marktberichten erörtert:
    - **Deglobalisierung:** Schwächung des bisherigen regelbasierten Regimes der internationalen Wirtschaftsbeziehungen durch tendenzielle Blockbildung und wachsenden Protektionismus;
    - **Synchrone Transformation der Weltwirtschaft zur Klimaneutralität:** Die parallelen Initiativen in vielen Volkswirtschaften (entsprechend ca. 70% der globalen Wirtschaftsleistung) führen zu strukturellen Engpässen;
    - **Rückkehr des Staates als wirtschaftlicher Akteur und als „Retter in der Krise“:** Wachsende Bedeutung von Industriepolitik und Transferzahlungen sollten vor allem in Europa die Wettbewerbsfähigkeit strukturell schwächen.

- 3. Geopolitische Risiken:** Geopolitische Entwicklungen und Spannungsfelder sollten weiterhin bedeutend bleiben, deutlich hinausgehend über die Folgen der russischen Invasion in die Ukraine. In diesem Zusammenhang sollten Aspekte der sogenannten hybriden Kriegsführung wie insbesondere Cyberkriminalität mehr Aufmerksamkeit erfordern.
- In unserer Strategie verfolgen wir eine tendenziell überproportionale Gewichtung von Aktien bei zugleich wachsender Berücksichtigung von Renten, denominated in EUR mit tendenziell kurzer Restlaufzeit. Die Anfälligkeit gegenüber weiterhin steigenden Zinsen steuern wir zudem über die Begrenzung von Wachstumstiteln und eine bedeutende Gewichtung marktunabhängiger Engagements als sogenannte „Alternative Investments“ (u.a. Gold und Rohstoffe).

**Graphik des Monats:**

**Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes im Jahr 2022 in Monaten und Quartalen**

in % zum Vormonat | deutscher DAX (blau, in EUR), US-amerikanischer S&P 500 (grau, in USD), MSCI World (rot, in EUR)



Quelle: Infront Portfolio Manager, eigene Analyse

## Ausblick | Unsere Thesen für 2023

1. **Weltwirtschaft | Wachstum:** Die Weltwirtschaft wird 2023 keine Rezession verzeichnen und mindestens um 2,5% wachsen. [2022: 3,4%, geschätzt]
2. **Wirtschaft Euroraum | Wachstum:** Das Wachstum im Euroraum wird im Jahr 2023 um mindestens 1,0% unter dem der Weltwirtschaft liegen. Diese Erwartung begründet sich insbesondere durch die anhaltende strukturelle Energiekrise. [2022: 3,5% vs. 3,4%, geschätzt]
3. **Wirtschaft China | Wachstum:** China wird im Jahr 2023 einen bedeutenden Beitrag zur Weltwirtschaft leisten und um mindestens 5,5% wachsen. [2022: 3,0%, geschätzt]
4. **Weltwirtschaft | Energiekrise:** Gefördert durch die insgesamt robuste Verfassung der Weltwirtschaft wird der Preis von Rohöl der Sorte Brent zum Ende des Jahres mindestens USD 95 kosten. [31.12.2022: USD 85,91]
5. **Welthandel:** Die Weltwirtschaft wird sich 2023 entflechten und das Wachstum des Welthandels mindestens 0,8% unter dem Wachstum der Weltwirtschaft bleiben. [2022: 5,4% vs. 3,4%, geschätzt]
6. **Inflation:** Die Inflation wird 2023 zwar gegenüber dem Vorjahr sinken, doch nach wie vor hoch bleiben mit mindestens 5% in Deutschland und mindestens 4% in den USA. [2022: Deutschland +7,9%; USA: +6,5%]
7. **Geldpolitische Rahmenbedingungen:** In den USA wird die *Federal Reserve* die Leitzinsen im Jahresverlauf um mindestens 1,0%, in Europa die EZB um mindestens 1,5% erhöhen. [31.12.2022: USA 4,25-4,50%; Euroland: 2,50%]
8. **Währungen | US-Dollar:** Gegenüber dem US-Dollar wird der Euro aufwerten und mindestens bei 1,15 notieren. (Wert zum 31.12.2022: 1,07).
9. **Währungen | Gold:** Der Goldpreis wird sich positiv entwickeln und zum Jahresende bei mindestens USD 2.100 notieren (Preis/Feinunze 31.12.2022: USD 1.806).
10. **Langfristiges Zinsniveau:** Die zehnjährigen *US Treasuries* werden zum Jahresende allenfalls moderat steigen auf höchstens 4,2% (31.12.2022: 3,8%). Die deutschen zehnjährigen Bundesanleihen werden im Jahresverlauf nicht höher rentieren als 2,8% (31.12.2022: 2,5%).
11. **Geopolitische Risiken:** Geopolitische Risiken werden im Jahr 2023 weiter hoch bleiben und der *Blackrock Geopolitical Risk Indicator* (<https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/interactive-charts/geopolitical-risk-dashboard>) zum Jahresende mindestens auf dem Wert vom 31.12.2022 notieren.
12. **Aktienmärkte | Entwicklung:** Der globale Aktienindex *MSCI ACWI* wird zum Jahresende mindestens 10% gestiegen sein.

13. **Aktienmärkte | Asien:** Die Aktienmärkte der asiatischen Schwellenländer werden im Jahr 2023 eine Wertentwicklung von mindestens 4% über der Wertentwicklung des weltweiten Aktienmarktes *MSCI ACWI* verzeichnen (*MSCI Asia Pacific ex Japan* vs. *MSCI ACWI*, jeweils in EUR).
14. **Aktienmärkte | China:** Die Wertentwicklung des chinesischen Aktienmarktes wird mindestens 3% über der Wertentwicklung des *MSCI Asia Pacific ex Japan* liegen (*MSCI China* vs. *MSCI Asia Pacific ex Japan*, jeweils in EUR).
15. **Aktienmärkte | Schwankungsanfälligkeit:** Der Weltaktienmarkt wird 2023 weiterhin stark schwanken und einen unterjährigen Kursrückgang von mindestens 8%, bezogen auf zwischenzeitliche Höchststände des *MSCI ACWI* aufweisen (in Euro).

## Rückblick | Unsere Thesen für 2022

1. **Weltwirtschaft | Wachstum:** Für die Weltwirtschaft erwarten wir 2022 ein Wachstum von mindestens 4,5%, über dem langfristigen Potenzialwachstum. **[nicht bestätigt]**
2. **Wirtschaft Euroraum | Wachstum:** Das Wachstum im Euroraum wird im Jahr 2022 über dem Wachstum der Weltwirtschaft liegen. Diese Erwartung begründet sich insbesondere im Nachholbedarf im Zuge der Pandemie und der erwarteten Dynamik in Spanien, Portugal und Italien. **[nicht bestätigt]**
3. **Wirtschaft China | Wachstum:** Das Wachstum Chinas wird hinter den vorangegangenen Jahren zurückbleiben und maximal 5,0% betragen. **[bestätigt]**
4. **Weltwirtschaft | Energiekrise:** Wir erwarten, dass eine strukturelle Energiekrise die Preise für Rohöl und Gas weiterhin hoch halten wird und die Preise zum Jahresende maximal 10% niedriger als zum Beginn des Jahres notieren werden (also Rohöl der Sorte Brent mindestens bei USD 70,16 (31.12.2021: USD 77,95) und Gas der Sorte *Nat Gas EU Dutch TTF* bei mindestens EUR 74,60 (31.12.2021: EUR 82,89). **[bestätigt]**
5. **Welthandel:** Wir erwarten auch im Jahr 2022 einen Anstieg im Welthandel, der über dem Wachstum der Weltwirtschaft liegen wird, und damit eine weitergehende internationale Verflechtung. **[bestätigt]**
6. **Inflation:** Wir erwarten, dass sich die Inflation im Laufe des Jahres abschwächen wird und die Werte im Dezember 2022 sowohl in Deutschland als auch in den USA bei mindestens 2,0% unter den Werten des Dezembers 2021 liegen werden (also bei höchstens 3,3% bzw. 5,0%). **[nicht bestätigt]**
7. **Geldpolitische Rahmenbedingungen:** In den USA erwarten wir mindestens vier Zinserhöhungen im Verlauf des Jahres (insgesamt um mindestens 1,0%) **[bestätigt]**, in Europa von Seiten der EZB dagegen höchstens eine **[nicht bestätigt]**.
8. **Währungen | US-Dollar:** Gegenüber dem Euro wird der US-Dollar allenfalls moderat aufwerten und zum Jahresende nicht unter 1,10 notieren (Wert zum 31.12.2021: 1,14). **[nicht bestätigt]**

9. **Währungen | Gold:** Der Goldpreis wird sich positiv entwickeln und zum Jahresende bei mindestens USD 2.000 notieren (Preis/Feinunze 31.12.2021: USD 1.806). **[nicht bestätigt]**
10. **Langfristiges Zinsniveau:** In den USA werden die langfristigen Zinsen steigen und die zehnjährigen *US Treasuries* zum Jahresende bei mindestens 2,5% rentieren (31.12.2021: +1,6%). Die deutschen zehnjährigen Bundesanleihen werden im Jahresverlauf bei mindestens +0,5% notieren (31.12.2021: -0,23%). **[bestätigt]**
11. **Geopolitische Risiken:** Geopolitische Risiken werden im Laufe des Jahres 2022 aus Sicht der Finanzmärkte bedeutender werden und der *Blackrock Geopolitical Risk Indicator* (<https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/interactive-charts/geopolitical-risk-dashboard>) zum Jahresende über dem Wert vom 1. Januar 2021 notieren. **[bestätigt]**
12. **Aktienmärkte | Entwicklung:** Wir erwarten, dass der globale Aktienindex *MSCI ACWI* zum Jahresende einen Kursanstieg zwischen 8% und 12% aufweisen wird. Diese Erwartung begründet sich auf einem Anstieg der Unternehmensgewinne von ca. 10% bei ungefähr gleichbleibendem Bewertungsniveau. **[nicht bestätigt]**
13. **Aktienmärkte | Asien:** Die Aktienmärkte der asiatischen Schwellenländer werden im Jahr 2022 eine Wertentwicklung von mindestens 4% über der Wertentwicklung des *MSCI World* verzeichnen (*MSCI Asia Pacific ex Japan* vs. *MSCI World*, jeweils in EUR.) **[nicht bestätigt]**
14. **Aktienmärkte | Schwankungsanfälligkeit:** Für den Weltaktienmarkt erwarten wir eine höhere Schwankungsanfälligkeit als im Jahr 2021 und einen unterjährigen Kursrückgang (sogen. *maximum drawdown*) von mindestens 10%, bezogen auf zwischenzeitliche Höchststände des *MSCI World* (in Euro). **[bestätigt]**
15. **Aktienmärkte | Style:** Im Umfeld steigender Zinsen werden sogenannte Substanztitel (das Segment *Value*) eine höhere Wertentwicklung als Wachstumsunternehmen aufweisen (das Segment *Growth*, jeweils bezogen auf die Indizes der *MSCI ACWI*-Familie, in Euro) **[bestätigt]**

Wichtige Hinweise:

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktbericht zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.