

Haspa BörsenAnalyse

AKTUELLE BERICHTE UND ANALYSEN

Veröffentlichungsdatum 13.07.2022

Halbjahresausblick 2022

Ein Leben ohne Aktien ist wieder möglich, aber ...

Präambel

In einer der alten Börsenweisheiten heißt es: Nichts ist schlimmer als die Ungewissheit. Zweifelsohne war das 1. Halbjahr 2022 in einem Übermaß von Unsicherheit geprägt. Dies äußerte sich in einer enormen Schwankungsintensität in nahezu allen Anlageklassen, insbesondere den festverzinslichen Wertpapieren. In der Regel prägen sich Schwankungen nach unten aus, so dass die Halbzweibilanz ausgesprochen ernüchternd ist.

Auch wenn wir noch weit davon entfernt sind, von einer wieder kalkulierbaren Entwicklung sprechen zu können, haben sich mittlerweile - nicht immer zum Besseren - einige Belastungsfaktoren konkretisiert. So gibt es wenig Hinweise darauf, dass der Ukraine-Krieg ein schnelles Ende finden wird und die Verspannungen an den Energiemärkten sich lösen. Die prekäre Situation Deutschlands beim Gas gehört dabei sicherlich zu den größten Herausforderungen der kommenden Monate. Trotz aller kaum absehbaren Folgewirkungen aus einem Gaslieferstopp gilt aber auch hier, dass es hilfreich ist, sich möglichst lange darauf vorbereiten zu können und dass der weitaus größte Teil der Weltwirtschaft dieses Problem nicht hat. Dass unsere vernetzte Architektur der Globalisierung einen Großteil unseres Wohlstandes erst ermöglichte, aber eben auch Schattenseiten aufweist, wissen wir spätestens seitdem Lieferengpässe ganze Industriezweige stilllegen. Hier gibt es mehr und mehr Anzeichen, dass sich die Verfügbarkeit mit einer Normalisierung der Lage in China sukzessive verbessert. Die wohl prägnantesten und damit auch am wenigsten fehl zu interpretierenden Aussagen kommen von den Notenbanken, allen voran der amerikanischen. Die in dieser Höhe völlig unakzeptablen und auch nicht erwarteten Inflationsraten haben zu einer doppelten Zäsur geführt: Die Zeiten der Geschenke in Form ultrabiligen Geldes von den Zentralbanken sind vorbei, Geld hat wieder einen Preis und dieser wird die Bewertung der Anlageklassen auf einem realistischeren Niveau neu justieren. In dieser neuen alten Normalität gibt es wieder Zinsen und damit auch die Möglichkeit, die Anlageklasse Anleihen in ihrer ganzen Breite zu berücksichtigen. Darüber hinaus haben die Zentralbanker insbesondere in den USA

unmissverständlich zu verstehen gegeben, dass sie im Zweifel ein Abrutschen der Wirtschaft in die Rezession zu Gunsten einer nachhaltigen Geldwertstabilität in Kauf nehmen. Und damit dürfte es auch klar sein, dass die bereits an den Kapitalmärkten und den Verbraucherindizes ablesbaren Rezessionsängste durchaus real sind, aber auch die Inflation langsam wieder eingefangen werden dürfte. An den Kapitalmärkten werden diese kursbestimmenden Faktoren mehr und mehr die Bewertungen prägen. Wann genau die Korrektur an den Aktienmärkten abgeschlossen ist und der Zinsanstieg bei den langfristigen Anleihen ausläuft, ist seriös nicht auf die Nachkommastelle zu prognostizieren. Wir gehen aktuell davon aus, dass ein Gutteil der heute bekannten und prägenden Bewertungsfaktoren in den Kursen bereits enthalten sein dürfte.

Dieses Konvolut aus nicht erbaulichen Belastungsfaktoren macht es per se alles andere als einfach, die richtigen Ableitungen für eine passende Vermögenstruktur zu finden. Ganz entscheidend ist dabei, die in aller Regel zuvor erarbeitete langfristige oder auch strategische Vermögenstruktur für sich zu bestätigen und zu akzeptieren. Nahezu alle Erkenntnisse und Untersuchungen früherer Krisen- und Euphorie-Phasen zeigen, dass ad hoc vorgenommene Eingriffe auf mittlere Sicht das Ergebnis in aller Regel signifikant verschlechtern, da ein dafür notwendiges exaktes Timing halt in den wenigsten Fällen gelingt. Außen vor bleiben dabei Anpassungen durch eine neu zu bewertende persönliche Lebenssituation und strukturelle Veränderungen der einzelnen Anlageklassen. Letzterer Punkt lässt zumindest aufhorchen, wenn strukturell, wahrscheinlich zu Recht, von einer Zeitenwende gesprochen wird. Im Ergebnis könnte sich daraus eine leichte Verschiebung der Anlagemittel zu Gunsten von Anleihen und zu Lasten von Aktien ergeben. In der Tat sind Anleihen mit aussprechbaren Renditen wieder zurück auf dem Allokationsfeld. Wenig ratsam ist es allerdings, die noch vor Kurzem hochgelobten Aktien zu verdammen. Renditeverzicht und deutliche Abstriche in der Stabilität/Streuung wären die Folgen.

Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Marktanalytik
Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Refinitiv

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

Inflationsraten

Im Sommer 2021 kletterten die Inflationsraten in Deutschland und der Euro-Zone erstmals seit Jahren wieder deutlich über den Zielwert von 2 Prozent. In den USA war dies bereits ein paar Monate früher der Fall. Seither sind sie rasant gestiegen und bewegen sich mittlerweile auf Niveaus, die zuletzt während der ersten Ölkrise in den 70er-Jahren gemessen wurden.

Bereits vor dem russischen Überfall auf die Ukraine zog der Ölpreis kräftig an. Der Gaspreis folgte mit Verzögerung. Ursächlich war die kräftige konjunkturelle Erholung nach der Corona-Krise. Andere Rohstoffe verteuerten sich ebenfalls, da der Umbau der Volkswirtschaften in Richtung CO₂-Neutralität forciert werden sollte.



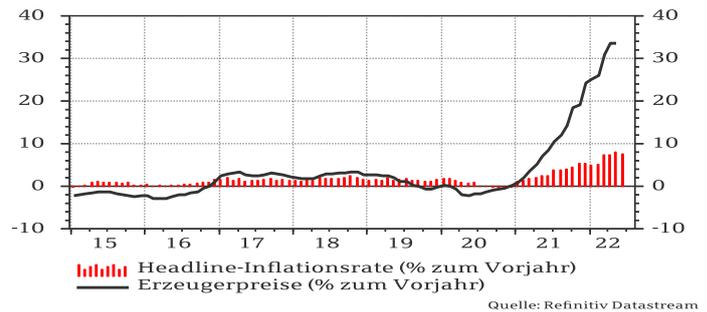
Im Sommer 2022 bewegen sich die den gesamten Warenkorb umfassenden Headline-Inflationsraten in Deutschland, der Euro-Zone und den USA im Bereich um 8 Prozent. Selbst die um Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigten Kernraten der Inflation sind fast doppelt bzw. dreimal (USA) so hoch wie der Zielwert von 2 Prozent.

Etwa die Hälfte der Teuerung ist auf die Energiepreise zurückzuführen. Aber auch die Nahrungsmittelpreise ziehen immer stärker an. Beide Entwicklungen wurden durch den russischen Überfall auf die Ukraine verschärft. Denn sowohl die Ukraine als auch Russland zählen zu den Hauptlieferländern von Agrarprodukten, die wegen des Krieges am Weltmarkt fehlen. Darüber hinaus sorgt die Abkehr von russischen Energierohstoffen zu einer höheren Nachfrage nach Öl und Gas anderer Förderländer und einem entsprechenden Anstieg der Preise.

Es ist nicht absehbar, wie sich das Kriegsgeschehen entwickelt. Sicher scheint jedoch, dass die Energiepreise auch in den kommenden Jahren weit über früher üblichen Niveaus bleiben und damit weiterhin inflationäre Impulse aussenden. Zudem verzögerte der pandemie-bedingte Lockdown in China eine Entspannung der internationalen Lieferketten. Viele Produkte blieben daher knapp und teuer. Darüber hinaus schnellten die Logistikkosten aufgrund hoher Treibstoffpreise und knapper Transportkapazitäten in die Höhe. Auch die Personalkosten legten angesichts des Fachkräftemangels deutlich zu. Vor diesem Hintergrund sind die Erzeugerpreise rasant gestiegen.

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

Verbraucher- und Erzeugerpreise



Sie werden - soweit es die Nachfrage zulässt - nach und nach an die Endverbraucher weitergegeben und erreichen über sogenannte Zweitrundeneffekte schließlich den Warenkorb, mit dem die Inflationsrate gemessen wird. Vor diesem Hintergrund dürften die Inflationsraten noch eine Weile auf dem ungewöhnlich hohen Niveau verharren.

Sobald die Energiepreise ihr Vorjahresniveau erreicht haben, fallen sie als Inflationstreiber aus. Dies wird wahrscheinlich im nächsten Jahr der Fall sein. Sollten sich allerdings ausgeprägte rezessive Tendenzen durchsetzen, dürften im Zuge einer abnehmenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage die Teuerungsraten bereits früher zurückkommen.

Wir erwarten im Gesamtjahr 2022 Headline-Inflationsraten von jeweils 7,5 Prozent in Deutschland und der Euro-Zone sowie 8 Prozent in den USA. Im nächsten Jahr rechnen wir im Jahresdurchschnitt mit Teuerungsraten von 3 bis 4 Prozent. Erst 2024 dürften die Inflationsraten wieder in den Bereich des Zielwertes von 2 Prozent zurückkehren.

Auch bei den Kernraten der Inflation ist keine Entlastung in Sicht. Im Gegenteil: Sie werden durch die zahlreichen Zweitrundeneffekte zunächst weiter steigen.

Konjunktur

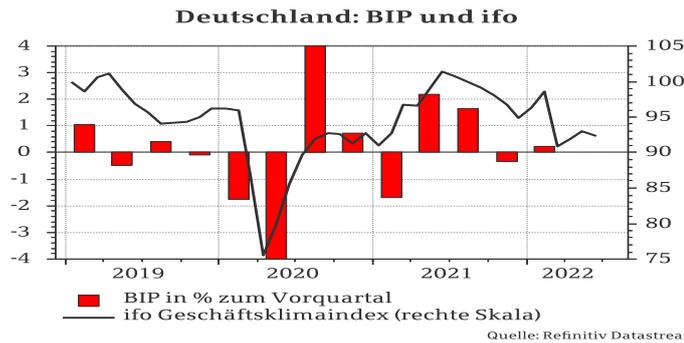
Durch den Krieg in der Ukraine haben sich die konjunkturellen Perspektiven weltweit immer stärker eingetrübt. Statt des erwarteten kräftigen Aufschwungs zeichnet sich ein wachstumsschwaches 2. Halbjahr ab. Selbst ein Abgleiten in eine Phase der Rezession wird zunehmend wahrscheinlicher.

Der Krieg und die hohen Inflationsraten drücken auf die Stimmung der Konsumenten. Rasant gestiegene Energiepreise und stark verteuerte Lebensmittel engen den finanziellen Spielraum der privaten Haushalte ein. Die Industrie wird bei einer guten Auftragslage weiterhin durch Störungen der internationalen Lieferketten und Engpässe bei wichtigen Vorprodukten gebremst.

Der Außenhandel leidet unter der Wachstumsverlangsamung wichtiger Handelspartner, insbesondere Chinas. Die Einfuhren steigen aufgrund stark verteuerter Energieim-

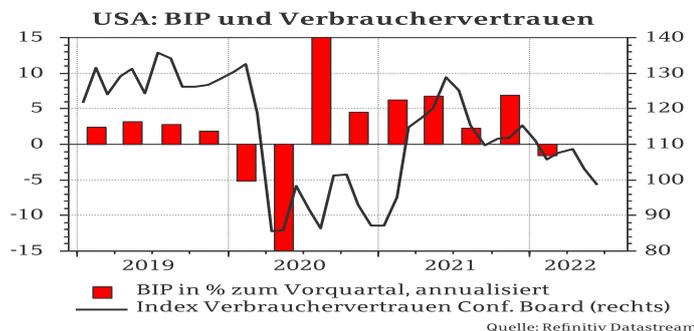
porte, die Ausfuhren wachsen nur verhalten. Vom Außenhandel ist 2022 kein positiver Wachstumsbeitrag zu erwarten.

Der einzige Lichtblick im fundamentalen Datenkranz ist der Arbeitsmarkt, der trotz sich eintrübender Konjunkturperspektiven in einer robusten Verfassung ist. Der anhaltende Fachkräftemangel sollte auch weiterhin für eine hohe Beschäftigungslage sorgen. Selbst eine mögliche Rezession dürfte kaum von einer Massenarbeitslosigkeit begleitet werden.



In Deutschland dürfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in der zweiten Jahreshälfte bestenfalls stagnieren. Für das Gesamtjahr 2022 rechnen wir mit einem Plus von 1,5 Prozent. Der größte Teil davon beruht allerdings auf dem statistischen Überhang aus dem Vorjahr. Mit anderen Worten: Echtes Wachstum findet in diesem Jahr kaum statt. Sollte es zu einem kompletten Lieferstopp russischen Gases kommen, dürfte in Deutschland allerdings der Weg in die Rezession vorgezeichnet sein.

In der Euro-Zone rechnen wir mit einem BIP-Plus von 2,5 Prozent, von dem knapp zwei Prozentpunkte statistischer Überhang aus 2021 sind. Nach dem erfreulichen Jahresauftakt dürften auch im europäischen Währungsraum die Auftriebskräfte zusehends erlahmen. Positiv entwickelt sich allerdings der Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote befindet sich mit 6,6 Prozent auf einem Rekordtief.



Die USA leiden aufgrund ihrer autarken Energieversorgung zwar weniger unter den Folgen des Ukraine-Krieges. Allerdings zehren die extrem hohen Inflationsraten an der Kaufkraft der privaten Haushalte. Das Verbrauchervertrauen schwächte sich zuletzt deutlich ab. Zudem verstärken die voraussichtlich markant steigenden Leitzinsen die

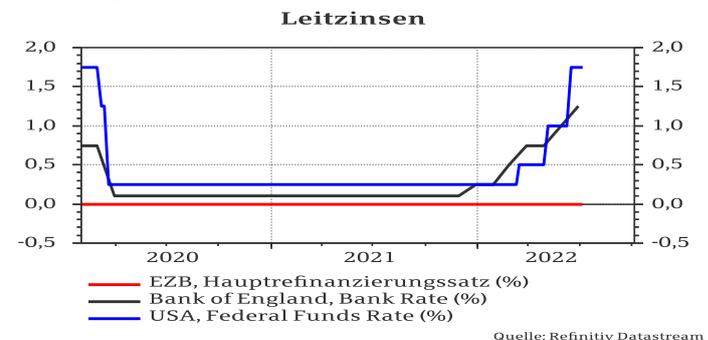
rezessiven Tendenzen. In den USA schrumpfte das BIP zu Jahresbeginn aufgrund des schwachen Außenhandels. Auch im 2. Quartal zeichnet sich ein Rückgang des BIP ab, so dass die größte Volkswirtschaft der Welt in der ersten Jahreshälfte eine technische Rezession durchlaufen haben dürfte. Für das Gesamtjahr 2022 rechnen wir in den USA mit einem Zuwachs des BIP von 1,5 bis 2 Prozent.

China wird sein offizielles Wachstumsziel von „etwa 5,5 Prozent“ nicht erreichen. Im Frühjahr drohte das Reich der Mitte durch die rigide Zero-Covid-Strategie sogar vom Wachstumspfad abzukommen. Mit Hilfe des Programms der „33 Maßnahmen“ und einem milliarden schweren Infrastrukturfonds sollte die Wirtschaft zwar wieder expandieren. Im Gesamtjahr 2022 dürfte das BIP-Plus jedoch bestenfalls 4 Prozent erreichen.

Fazit: Der globale Aufschwung 2022 fällt deutlich schwächer aus als vor dem Ukraine-Krieg erwartet. Die Weltwirtschaft dürfte in diesem Jahr gemessen am BIP lediglich einen Zuwachs von etwa 3 Prozent erzielen, was nach allgemeiner Einschätzung einer Rezession entspricht.

Notenbanken

Die Währungshüter setzten lange Zeit darauf, dass der Anstieg der Inflationsraten lediglich vorübergehender Natur sei. Erst als die Verbraucherpreise im Januar weit höher ausfielen als erwartet, leiteten sie die Abkehr von der extrem expansiven Geldpolitik ein und begannen mit ersten Straffungsmaßnahmen.



Die US-Notenbank beschloss im März die Leitzinswende und hob die Federal Funds Rate auf mittlerweile 1,50 bis 1,75 Prozent an. Weitere kräftige Anhebungen sind zu erwarten. Wir rechnen am Jahresende mit einer Spanne von 3,25 bis 3,50 Prozent. Das Ausmaß der tatsächlichen Leitzinserhöhungen dürfte letztendlich von der Entwicklung der Verbraucherpreise abhängen. Erst wenn klar erkennbar ist, dass die Inflationsraten in den USA dauerhaft zurückkommen, dürfte die Normalisierung der Geldpolitik beendet werden. Neben den Leitzinserhöhungen strafft die US-Notenbank ihre Geldpolitik auch durch den Abbau der Anleihebestände, die in den vergangenen Jahren erworben wurden, um den Markt in Corona-Zeiten mit ausreichend Liquidität zu versorgen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) reagierte erst mit Verzögerung auf die immer höheren Inflationsraten. Sie beendete die Anleihekäufe zur Jahresmitte, beschloss bisher jedoch keinen Abbau der Bestände. Die Euro-Leitzinsen werden voraussichtlich im Juli angehoben. Es ist der erste Zinsschritt seit April 2011.

Gemäß der EZB-Präsidentin wird es allerdings nicht bei einigen wenigen Schritten bleiben. Vielmehr begibt sich die EZB auf eine „Leitzins-Reise“. Vor diesem Hintergrund dürfte der Hauptrefinanzierungssatz bis zum Jahresende von aktuell 0,00 Prozent auf mindestens 1,00 Prozent steigen. Der Einlagesatz („Strafzins“) ist angesichts der hohen Überschussliquidität seit einiger Zeit der bedeutendste der drei Leitzinsen der EZB. Er wird voraussichtlich im September das negative Vorzeichen verlieren und sollte bis zum Jahresende auf mindestens 0,75 Prozent klettern.

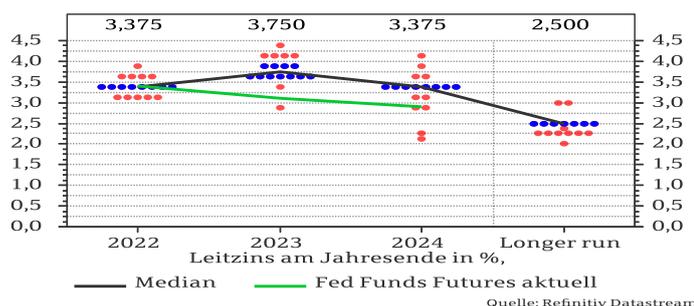
Wie geht es weiter?

Die Äußerungen der Notenbanken deuten darauf hin, dass die Leitzinsen solange erhöht werden, bis die Inflationsraten erkennbar zurückkommen.

Eine bedeutende Rolle spielt dabei der „neutrale Zins“. Es ist der Leitzinssatz, der die Konjunktur weder bremst, noch ihr Impulse verleiht. Er kann allerdings nicht gemessen, sondern lediglich geschätzt werden und hängt u. a. vom Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft ab.

In den USA verortet die Notenbank den neutralen Zins „zwischen 2 und 3 Prozent“. Gibt es bei einem Leitzins von 3 Prozent keine Anzeichen für einen bevorstehenden deutlichen Rückgang der Inflationsraten, dürfte die Federal Funds Rate weiter angehoben werden. Auch um den Preis einer Rezession. In den aktuellen Projektionen der Zentralratsmitglieder der US-Notenbank („Dot Plots“) ist dies bereits in diesem Jahr der Fall.

US-Notenbank: Dot Plots

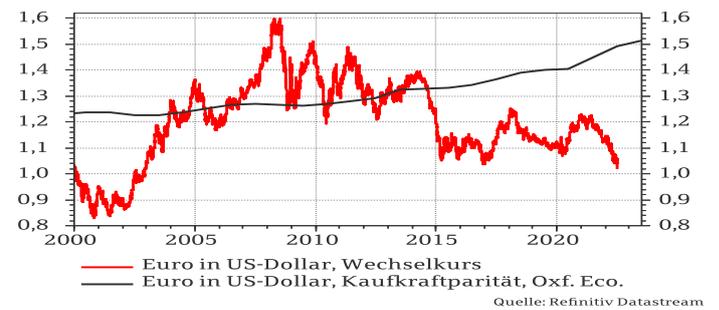


In der Euro-Zone wird der neutrale Zins auf lediglich 1 bis 1,5 Prozent geschätzt. Die von uns erwartete Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes auf 1,00 Prozent zum Jahresende 2022 würde daher die Konjunktur noch nicht dämpfen. Sind auch Anfang 2023 keine Anzeichen für deutlich rückläufige Inflationsraten erkennbar, dürfte die EZB den Leitzins im nächsten Jahr an den oberen Rand des neutralen Bereichs von 1,50 Prozent führen.

Währungen

Die europäische Gemeinschaftswährung geriet in der ersten Jahreshälfte kräftig unter Druck. Das wesentlich entschlosseneren Vorgehen der US-Notenbank bei der Inflationsbekämpfung und der Renditevorsprung amerikanischer Anleihen ließen den Euro in Richtung Gleichstand von 1:1 zum US-Dollar zurückfallen.

Euro: Kaufkraft

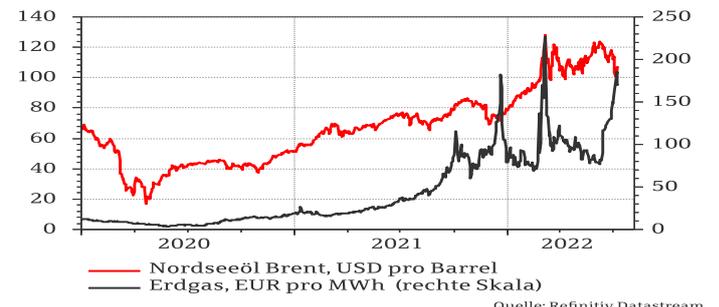


Der Euro ist größeren ökonomischen und politischen Belastungen aus dem Ukraine-Krieg ausgesetzt als die US-Währung. Diese wird durch die wachsenden amerikanischen Rezessionsängste gedämpft, profitiert jedoch von der aggressiveren US-Notenbankpolitik. Wir halten es für realistisch, dass sich der Wechselkurs am Jahresende im Bereich um 1,00 US-Dollar pro Euro bewegen wird. Damit entfernt er sich weiter von seiner Kaufkraftparität, die zwischen 1,35 und 1,50 US-Dollar pro Euro verortet wird.

Öl und Gas

Die Notierungen für die Energierohstoffe brachen im Corona-Jahr 2020 massiv ein. Ein Barrel Nordseeöl Brent kostete zeitweise weniger als 20 US-Dollar (heute um 100 USD). Die Megawattstunde Erdgas war im Mai 2020 für rund 3 EUR zu haben (heute um 150 EUR).

Öl und Gas



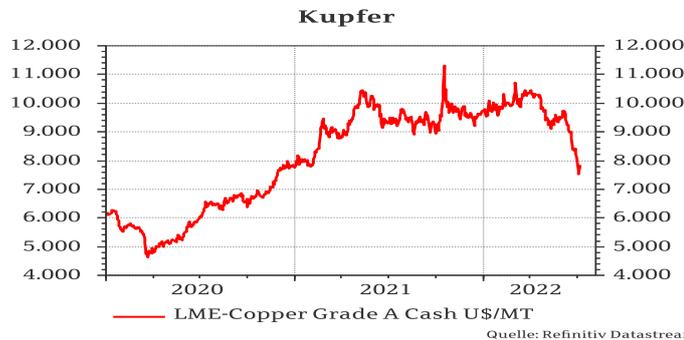
Die Erholung der Weltwirtschaft nach dem pandemiebedingten Einbruch sorgte 2021 für eine stark steigende Energienachfrage, die auf ein nicht ausreichendes Angebot traf. Die Preise legten kräftig zu. Extrem verschärft wurde die Situation nach dem russischen Überfall auf die Ukraine im Februar 2022. Die forcierte Abkehr europäischer Staaten von russischen Energieträgern sorgte für

weitere Preissteigerungen, denn diese Nachfrage traf nun zusätzlich auf das nicht-russische Angebot am Weltmarkt. Die in der OPEC+ zusammengeschlossenen Ölförderländer begrenzen seit einigen Jahren das Ölangebot, um höhere Preise am Markt behaupten zu können. Selbst nach dem Kriegsbeginn in der Ukraine erhöhen sie die monatliche Förderung nur begrenzt, um die aktuellen rekordhohen Einnahmen nicht zu gefährden.

Es ist davon auszugehen, dass das Barrel Nordseeöl Brent auch weiterhin rund 100 US-Dollar kosten wird. Ein spürbarer Ölpreisrückgang ist allerdings im Fall einer ausgeprägten globalen Rezession zu erwarten. Der Gaspreis dagegen dürfte auch weiterhin ein Vielfaches seines früher üblichen Niveaus behaupten, da die fehlenden russischen Liefermengen durch Gas aus anderen Ländern sowie teureres Flüssiggas ersetzt werden müssen.

Kupfer

Der Preis für Kupfer („Dr. Copper“) gilt als relativ guter Frühindikator für die Entwicklung der Weltwirtschaft. Das rötliche Metall ist der Superstar unter den Metallen. Es ist nicht nur in der Bauwirtschaft ein unverzichtbarer Rohstoff, sondern wird als hervorragender Wärme- und Stromleiter auch für Windturbinen, Energiespeicher, Sonnenkollektoren und die Elektromobilität gebraucht.



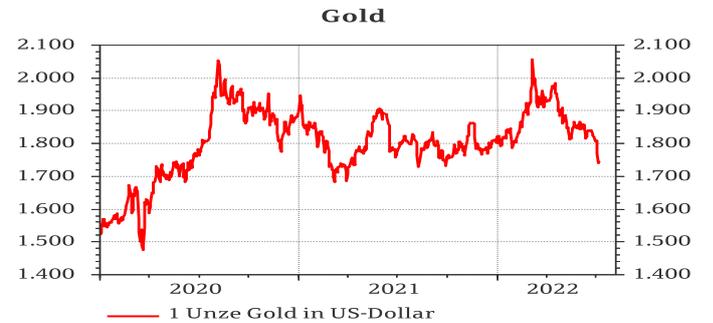
Der Kupferpreis zog nach dem Corona-bedingten Rezessionsjahr 2020 kräftig an und markierte neue historische Höchststände. Der Höhenflug endete mit dem Krieg in der Ukraine. Seither hat Kupfer rund ein Viertel an Wert verloren. Auch dies ist ein klares Signal, dass eine Rezession immer wahrscheinlicher wird.

Gold

Der Goldpreis sprang nach dem russischen Überfall auf die Ukraine über die Marke von 2.000 US-Dollar pro Feinunze und erreichte fast die historischen Höchststände. Danach korrigierte er und bewegt sich seither seitwärts im Bereich um 1.800 US-Dollar.

Der Goldpreis leidet unter den stark gestiegenen Renditen der als sicher geltenden Staatsanleihen der USA und

Deutschlands. So haben Gold-Engagements durch die erhöhten Opportunitätskosten an Attraktivität verloren. Selbst die hohen Inflationsraten erzeugen derzeit keinen Aufwind für den Goldpreis, da die langfristigen Inflationserwartungen wegen der immer strafferen Geldpolitik und zunehmender Rezessionsängste wieder deutlich zurückgekommen sind.



Vor diesem Hintergrund dürfte sich der Preis für die Feinunze Gold weiter im Bereich um 1.800 USD bewegen. Angesichts der ausgeprägten ökonomischen und politischen Unsicherheit sollte das gelbe Metall einen festen Platz im Depot haben.

Anleihemarkt

Eine der größten Überraschungen des 1. Halbjahres 2022 war die Geschwindigkeit und Heftigkeit des Zinsanstieges. Dies gilt besonders für die Euro-Zone. Damit hat der Anleihemarkt auf die quasi laufend unterschätzten Inflationsraten reagiert. Mit einer Klettertour von minus 0,18 Prozent auf in der Spitze Werte von 1,92 Prozent hat die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe einen Anstieg hingelegt, wie er seit der deutschen Wiedervereinigung 1989/90 innerhalb weniger Monate nicht mehr zu beobachten war. Berücksichtigt man das deutlich niedrigere Ausgangsniveau und betrachtet kürzere Teilabschnitte, kann die Heftigkeit schon als „historisch“ bezeichnet werden.



Damit ist das Thema Anlage in festverzinslichen Wertpapieren, das in der langen Ultraniedrigzinsphase vom Radar der meisten Anleger verschwunden ist, ganz plötzlich wieder als Handlungsoption aufgetaucht.

Der Blick sollte dabei nach vorne gerichtet sein: Es gibt viele Gründe dafür, dass die hohen Inflationsraten in den nächsten Monaten ihren Höhepunkt erreichen werden. Damit sollte der wichtigsten Antriebsquelle für einen weiteren Zinsanstieg die Kraft ausgehen. Bei der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe gehen wir deshalb davon aus, dass wir uns trotz einer erst einsetzenden Serie von Leitzinsanhebungen der Europäischen Zentralbank im 2. Halbjahr unter Schwankungen wieder unserer veränderten Zielmarke von 1,75 Prozent nähern sollten. Neben der Perspektive auf rückläufige Inflationsraten dürften preisdämpfende Effekte einer weniger dynamischen Konjunkturwicklung eine wichtige Rolle spielen. Für die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe erwarten wir zum Jahresende 2022 Werte um 3,50 Prozent. Auch in den USA sollte die wirtschaftliche Dynamik schwach bleiben. Die mittelfristigen Inflationserwartungen sowohl in den USA als auch in der Euro-Zone sind zuletzt deutlich gesunken. Bezüglich der Zinsstrukturkurve gehen wir jetzt aufgrund der kurzfristig inflationsbedingt restriktiveren Notenbankpolitik von einem sehr flachen Verlauf entlang der Laufzeiten sowohl in den USA als auch in der Euro-Zone aus. Dies passt auch zu einer von uns erwarteten wenig dynamischen Wirtschaftsentwicklung. Sollten sich die Wachstumserwartungen in Europa z. B. durch einen vollständigen russischen Gaslieferstopp weiter eintrüben, können wir uns mit Blick auf 2023 auch einen inversen Verlauf der Zinsstrukturkurve vorstellen, d. h. kurz- und mittelfristige Anleihen würden höhere Renditen aufweisen als 10-jährige Papiere.

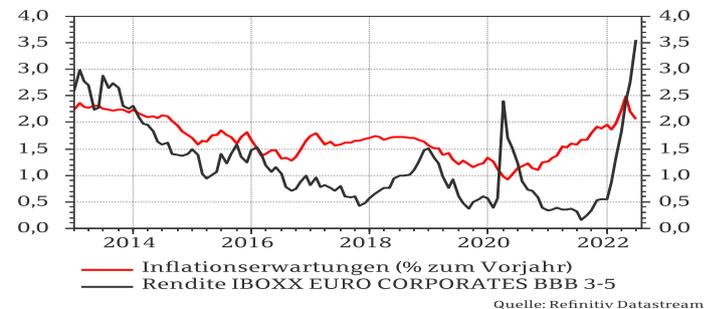
Anleger sind in solch einer unsicheren Situation gut beraten, trotz vermeintlich geringer Renditeunterschiede eine ausgewogene Laufzeitenstruktur anzustreben. Auch Investitionszeitpunkte sollten nach Möglichkeit gestreckt werden, d. h. auch mit Käufen begonnen werden, wenn die Zielrendite noch nicht erreicht ist. Die vergangenen Wochen haben gezeigt, dass die Anleihemärkte stark schwanken. Mit einer Folge von zeitlich gestreckten Käufen lassen sich (erst im Nachhinein bekannte „gute“ und „schlechte“) Kaufzeitpunkte ausgleichen.

In welche Segmente sollten Anleger investieren?

In den vergangenen Jahren beschränkten sich Anleiheinvestments häufig auf risikoreichere Segmente, da nur dort eine wenigstens nominal positive Rendite zu erreichen war. Gleichzeitig waren die Risiken durch die enorme Geldschwemme der Notenbanken, die Anleger in risikoreichere Anlagen trieben, begrenzt. Diese Situation hat sich nun geändert: Risiken müssen wieder stärker bezahlt werden, da die Unterstützung der Notenbank entfällt, zudem haben die konjunkturellen, politischen und sonstigen Risiken (Gasversorgung) zugenommen. Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen haben deutlich angezogen. Dies hat zur Folge, dass es im mittelfristigen Laufzeiten-

bereich wieder Renditen gibt, die oberhalb der mittelfristigen Inflationserwartungen liegen, d. h. auf längere Sicht wieder ein realer Kapitalerhalt in Reichweite kommen könnte.

Mittelfr. Inflationserwartungen + BBB-Rendite



Angesichts der erwarteten nachlassenden wirtschaftlichen Dynamik und der Risiken durch einen Gaslieferstopp ist eine weitere Ausweitung der Risikoaufschläge nicht auszuschließen. Deshalb empfehlen wir Unternehmensanleihen nur für einen Teil des Anleiheportfolios.

Sparprodukte bieten teilweise wieder sehr attraktive Renditen bis zu 1,70 Prozent, so dass Produkte wie Festzinssparen eine gute Ergänzung des festverzinslichen Teils eines Anlageportfolios sein können.

Als liquide Alternative bzw. Ergänzung hierzu empfehlen wir Inhaberschuldverschreibungen bonitätsstarker Finanzinstitute. Hier können zur Beimischung auch Varianten attraktiv sein, die eine variable Verzinsung bzw. die Partizipation an einem sehr langfristigen Zins bieten.

Ein Bestandteil des festverzinslichen Portfoliobausteins bleiben Fremdwährungsanleihen solider Schuldner. Hier sehen wir sowohl aufgrund des im Vergleich zur US-Notenbank verhaltenen geldpolitischen Straffungskurses der Europäischen Zentralbank als auch aufgrund der besonderen Herausforderungen in Europa durch den russischen Angriffskrieg (Gasversorgung), eine gute Möglichkeit zu diversifizieren.

Die Tatsache, dass neben den Anleihemärkten auch die Aktienmärkte im 1. Halbjahr stark korrigiert haben, macht ein weiteres Segment interessant: Wandelanleihen. Der Zinsanstieg sorgt nun auch bei Investmentgrade-Papieren für eine positive laufende Verzinsung, daneben profitiert der Anleger von einer späteren Erholung des Aktienmarktes, ohne übermäßige Risiken nach unten eingehen zu müssen.

Aktienmarkt

Eine Reihe von Belastungsfaktoren hielt die Anlegerschaft in den ersten sechs Monaten des Börsenjahres 2022 beständig in Atem. Die Stimmung auf dem Parkett war im Angesicht des Krieges in Europa, der sich hochschaukelnden Inflations- und Konjunkturrisiken sowie der eingeleiteten

Trendumkehr bei der Geldpolitik der wichtigsten Notenbanken ohne größere Erholungspausen von einer erhöhten Nervosität geprägt. Das viele Jahre geltende Reaktionsmuster, dass nahezu jede Schwächephase am Aktienmarkt prompt als lukrative Einstiegschance interpretiert wurde, funktionierte nicht mehr. Die in den Handelssälen fortwährend beherzigte Investorementalität in Gestalt der Akronyme TINA („There is no Alternative“) und FOMO („Fear of missing out“) verlor sichtbar ihre Daseinsberechtigung. Denn der Schutzpatron der vergangenen Dekade in Persona der Währungshüter hatte seine Politik im Sinne einer entschlossenen Inflationsbekämpfung offensichtlich geändert.

Nachdem der Deutsche Aktienindex (DAX) noch in den ersten Januar-Tagen heftig mit seinem Allzeithoch knapp unterhalb von 16.300 Punkten flirtete, gerieten die Aktienkurse alsbald immer mehr ins Rutschen. Und spätestens mit dem russischen Überfall auf die Ukraine schnellte die Risikoaversion nach oben.

Im ersten Quartal konnten sich die tonangebenden US-Indizes relativ zu den europäischen Pendanten noch besser aus der Affäre ziehen - wenn auch im negativen Terrain. Spiegelbildlich dazu litten die technologielastigen amerikanischen Barometer im zweiten Vierteljahr stärker unter den hochtrabenden Zinserhöhungserwartungen.

Im Gegensatz zu den kräftig nachgebenden Notierungen an den globalen Börsenplätzen kletterten die Gewinn-schätzungen der Analysten schnurstracks weiter nach oben - selbst in Anbetracht, dass zahlreiche Belastungsfaktoren für die operative Entwicklung greifbar auf dem Tisch liegen. So sollten je nach Geschäftsprofil höhere Inputkosten (Energie, Logistik, Personal) potenziell Bremswirkung entfalten und die Margen bedrohen.

DAX versus 12-Monats-Gewinnschätzungen



Aber noch einmal: Bis zum heutigen Tag zeigen sich die Ertragsprognosen von diesen handfesten Beeinträchtigungen auf der Kostenseite, aber auch den wenig erbaulichen konjunkturellen Perspektiven vollkommen unbeeindruckt - ein Phänomen dieser turbulenten Zeit.

Keine Frage, viele Unternehmen meistern die herausfordernde Situation besser als gedacht. Davon zeugen auch die Rekordergebnisse aus dem ersten Geschäftsquartal. In einem bereits mauen weltwirtschaftlichen Umfeld gelang

es vielen börsennotierten Konzernen augenscheinlich, die höheren Eingangspreise an die Kunden weiterzugeben und die Profitabilität mindestens aufrecht zu halten. Die Erlöse und operativen Erträge der DAX-Gesellschaften legten in der Berichtsperiode Januar bis März 2022 jeweils prozentual zweistellig zu.

Wenden wir unseren Blick aber nach vorne. Kurzum, die konsensweiten Gewinnannahmen sind aus unserer Sicht spürbar zu hoch. Alleine der jüngste Anstieg in Höhe von 9 Prozent seit Beginn der kriegerischen Auseinandersetzungen in Europa weckt unser Erstaunen und unsere Ungläubigkeit. Konkret prognostizieren wir für die aggregierten Ertrags-schätzungen des deutschen Leitindex einen Abschlag von 25 Prozent - passend zu den Rückgängen in vergangenen Krisen. Angesichts der resilienteren Geschäftsmodelle nehmen wir in den USA eine pauschale Reduktion von 15 Prozent vor.

Nicht minder wichtig für die Kurszielbestimmung ist vor allem im Vergleich zum Jahresausblick die Anpassung der Diskontierungssätze in den Bewertungsmodellen. Höhere Zinsannahmen führen ceteris paribus in der Konsequenz zu niedrigeren Barwerten und damit Kurszielen.

Ferner ist es angebracht und statistisch sehr gut belegbar, dass in dem beschriebenen makroökonomischen Umfeld mit nachhaltig höheren Inflationsraten und der darbedingten Unterstützung der Währungshüter die Bewertung der Anlageklasse Aktien per se etwas niedriger anzusetzen ist als in einer Welt des monetären Dopings und daraus abgeleitet einer relativen Konkurrenzlosigkeit von Dividendenpapieren.

Unter Einbeziehung aller Determinanten und Anwendung der bekannten Bewertungsmethoden veranschlagen wir unter anderem für den DAX ein Kursziel von 13.300 Punkten per Jahresende 2022. Dieses Level impliziert wie dargestellt eine Gewinnrezession der größten inländischen Unternehmungen. Auf der anderen Seite des Großen Teiches ergäbe sich für den S&P 500 eine Zielmarke von 3.450 Zählern. Zudem gehen wir für die anstehenden Sommermonate vor dem Hintergrund des absehbaren Liquiditätsentzuges der Notenbanken von einer anhaltend hohen Schwankungsbreite aus. Im Sinne der Stilrichtungen präferieren wir angesichts der gestiegenen konjunkturellen Risiken weiterhin defensive Sektoren.

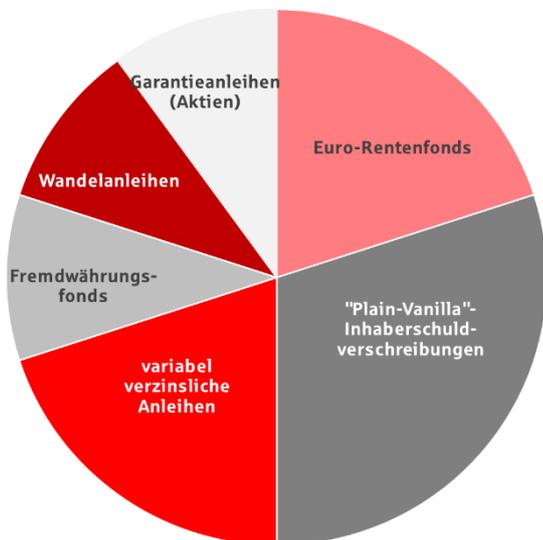
Anlagestrategie

Das 1. Halbjahr 2022 war mit Ausnahme weniger spezieller Investments insbesondere im Rohstoffbereich von Rückschlägen und Vermögensverlusten gekennzeichnet. Angesichts eines schwachen Euro gegenüber dem US-Dollar konnte ein Teil dieser Entwicklung kompensiert werden. Als stabilisierend erwiesen sich Immobilien/Immobilienfonds und Gold in Euro. Der Start in die Silbernen Zwanziger erweist sich nicht als holprig, sondern stolpernd.

Die Belastungsfaktoren mit dem Krieg in der Ukraine und extrem gestiegenen Energie- und Rohstoffpreisen, anhaltenden Lieferengpässen sowie einer aus dem Ruder laufenden Inflation dürften die wesentlichen Bestimmungsgründe für die Wertentwicklungen darstellen. Auch wenn diese Belastungsfaktoren weiterhin das ökonomische und politische Geschehen prägen werden - wir sprechen ja nicht von ungefähr von einer Zeitenwende oder Gratwanderung - erscheint das Abrutschen der Wirtschaft in die Rezession mehr und mehr als wahrscheinlich. Vor diesem Hintergrund wechseln wir zwar nicht die Vorzeichen, aber lassen den erwarteten wirtschaftlichen Abstieg als dominierenden Faktor in die Anlagestrategie einfließen. Im Kern heißt dies, die Vermögensstruktur wetterfest zu gestalten, die Risiken zu minimieren und möglichst auf Breite und Qualität zu setzen.

Ausgesprochen hilfreich ist es dabei, wieder auf zinstragende Anlagen setzen zu können. Das unbedingte Bekenntnis zahlreicher Notenbanken, der viel zu hohen Inflation unter Inkaufnahme einer wirtschaftlichen Talfahrt wieder Herr zu werden, sollte auf mittlere Sicht zu vertretbaren Inflationsraten führen. Daraus ergibt sich die Möglichkeit, ein umfangreiches Spektrum von Anleihen wieder zu integrieren. Da sich die langfristigen Renditen auch bonitätsstärkerer Emittenten (z. B. Unternehmensanleihen) oberhalb der mittelfristig erwarteten Inflationsraten befinden, erwirtschaften wir hier wieder einen positiven Ertrag, auch nach der mittelfristig veranschlagten Preissteigerung.

Musterallokation Anleihen



Die hier abgebildete Musterallokation für **Anleihen** zeigt Möglichkeiten auf, auch innerhalb der Anlageklasse unterschiedliche Aspekte zu berücksichtigen. Es ist jedoch allen Anleihearten gemein, dass diese nur mit einer bestimmten Mindestlaufzeit „funktionieren“. Dies liegt einfach an dem Umstand, dass die Notenbankzinsen im kurzfristigen Bereich, z. B. von der EZB, ja noch gar nicht angehoben worden sind, aber die Kapitalmarktzinsen den Anstieg bereits vorweggenommen haben. Mit anderen Worten: Wir

empfehlen ein breites Spektrum - je nach Kapitalmarktsituation - unterschiedlich wirkender Zinsanlagen, die entsprechende Mindestlaufzeiten voraussetzen. So partizipiert der Anleger bei steigenden Zinsen von Floatern/variabel verzinslichen Anleihen, bei Fremdwährungsanleihen von den Renditeaufschlägen und möglichen Abwertungen des Euro. Wandelanleihen weisen eine zwar geringere Verzinsung auf, steigende Aktiennotierungen wirken sich hier werterhöhend aus. Bei Unternehmensanleihen setzen wir auf ein aktives Management, breite Streuung und angesichts der konjunkturellen Ausgangsbasis auf qualitativ hochwertigere Emittenten. Strukturierte Produkte in Form von Garantieranleihen profitieren von einem mittelfristig nachhaltigen Anstieg der Aktienmärkte. Die Basis bilden „normale“ Festzinsanleihen hoher und höchster Bonität.

Auch wenn sich die (Buch-)Verluste bei internationalen **Aktien** für den Euro-Investor durch die Aufwertung des US-Dollar spürbar reduziert zeigen, befinden sich die allermeisten Börsen mit einem Abschlag von 20 Prozent in einem sogenannten Bärenmarkt. Insbesondere die zinsempfindlichen Wachstumsmärkte gehören zu den stärksten Verlierern, gefolgt von den konjunktursensiblen Unternehmen und Branchen. Die teilweise noch sehr hohen Gewinnerwartungen sollten eine Korrektur erfahren. Da ein Ende der konjunkturellen Talfahrt noch nicht absehbar ist, erscheint es noch verfrüht, das gedrückte Kursniveau für einen Einstieg auf breiter Front in konjunktur- oder zinsreagible Unternehmen zu nutzen. Allerdings dürften viele zyklische Aktien mittlerweile ein Bewertungsniveau erreicht haben, auf dem sich Verkäufe nicht mehr anbieten. Verstehen wir die notwendige Rückkehr des Zinses als einen Schritt der Normalisierung, der sicherlich noch nicht abgeschlossen ist, werden Aktien auch weiterhin ihre Position in der Vermögensstruktur verteidigen können. Angesichts der allgegenwärtigen Belastungsfaktoren favorisieren wir qualitativ hochwertige Unternehmen, die sich durch eine hohe Stabilität ihrer operativen Geschäftsmodelle auszeichnen. Zumeist weisen die Aktien dieser Unternehmen eine deutlich verringerte Schwankungsintensität auf. Nicht zuletzt hilft den Unternehmen die in aller Regel starke internationale Ausrichtung bei der Abfederung regionaler Belastungen. Neben dem Block dieser Basisanlagen gilt es nach unserer Überzeugung aber auch, die strukturellen Trendthemen von Morgen und Übermorgen zu berücksichtigen. Hierzu zählen wir Investments in:

- Klimawandel/energetische Transformation
- Digitalisierung/Automatisierung
- Herausforderungen aus der Demographie

Diese thematischen Investments werden in der Regel von Unternehmen geprägt, die eher dem Wachstums- als dem Substanzsegment zuzuordnen sind. Das mittlerweile gedrückte Kursniveau kann nach unserer Einschätzung auch aktuell für den sukzessiven Bestandsaufbau genutzt werden. Wir empfehlen derzeit allerdings eine Untergewichtung dieses Blockes gegenüber den oben beschriebenen Basisanlagen. Wann und in welchem Umfang der Block der

strukturellen Wachstumsthemen wieder einen überproportionalen Wertbeitrag zum Erfolg liefert, hängt einerseits von der generellen Risikoeinstellung der Marktteilnehmer ab und andererseits - und dies sollte weitgehend mit Ersterem einhergehen - mit welcher Vehemenz die strukturellen Trend-Themen wieder Platz greifen, wenn die heute noch vorrangigen Belastungsfaktoren als beherrschbar angesehen werden.

Im Rahmen der **taktischen Allokation** empfiehlt sich angesichts des anhaltenden Negativtrends noch eine Untergewichtung der Anlageklasse. Da aus (schlechten) Timing-Entscheidungen häufig eine weniger zufriedenstellende Wertentwicklung resultiert, empfehlen wir einen abgestuften (regelbasierten) Einstieg in die Märkte. Die in der Prognosetabelle angegebenen Kursuntergrenzen können dabei eine Orientierung geben. Aus heutiger Sicht sollten sich für eine Höhergewichtung von Aktien in der Allokation Signale eines generellen Trendwechsels ableiten lassen. Den Fokus würden wir dann eher auf den Bereich der zyklischen und wachstumsorientierten Unternehmen legen.

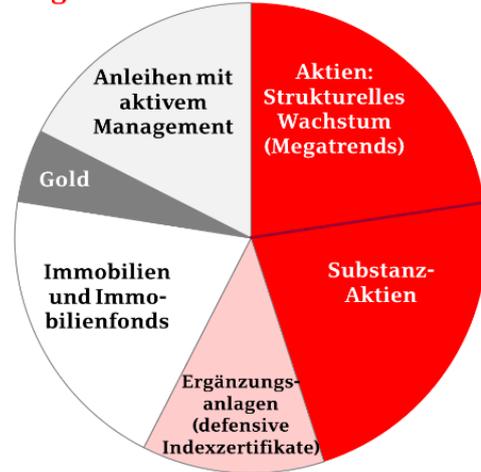
Aktienengagements bieten sich auf aktueller Kursbasis gerade im Bereich der **Ergänzungsanlagen** an. Die mit großen Risikoabschlägen versehenen defensiven Indezertifikate bieten eine reduzierte Teilhabe an der Aktienrendite, aber eben auch eine deutliche Risikoreduzierung. Auch Wandelanleihen ermöglichen einen „abgepufferten“ Einstieg in den Aktienmarkt und werden je nach Ausgestaltung bei Anleihen oder auch Ergänzungsanlagen einsortiert.

Auch auf den Block der **Immobilien** wirken sich die allgemeinen Rahmenbedingungen belastend aus: Zinssteigerungen, deutlich gestiegene Baukosten auch aufgrund hoher energetischer Anforderungen einhergehend mit rezessiven Tendenzen und hohen Energiepreisen. Dennoch sollten sich Gewerbeimmobilien mit einer inflationsindexierten Mietanpassung und einem zeitgemäßen Standard vergleichsweise gut halten können. Und auch Wohnimmobilien mit einer entsprechenden Energieeffizienz dürften aufgrund der guten Verfassung der Arbeitsmärkte in gesuchten Lagen weitgehend robust gegenüber den äußeren Einflüssen sein. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir die Engagements in Immobilien als Stabilitätsblock. In den Vermögensstrukturen mit einem höheren Risiko verlagern sich die Gewichte in der Allokation leicht in Richtung Anleihen.

Gold dürfte in einem Umfeld mittelfristig erwartet fallender Inflationsraten, abnehmender Liquidität, resolut agierender Notenbanken und der Rückkehr des Zinses auch bei erstklassigen Emittenten weniger Strahlkraft besitzen. Da die Welt nun aber alles andere als frei von Krisen ist, verteidigt es seine Stellung in der Allokation.

Vermögensstruktur

Beispielhafte Asset Allokation für einen Anleger mit mittlerer Risikobereitschaft



Prognosen 2022 auf einen Blick

	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	11.600 - 14.500	13.300
Euro Stoxx 50 Index	3.000 - 3.700	3.400
S&P 500 Index	3.100 - 3.900	3.450
MSCI World Index	2.250 - 2.700	2.400
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	1,25 - 2,00	1,75
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	3,00 - 3,75	3,50
Euro in US-Dollar	0,95 - 1,05	1,00
Gold (USD pro Feinunze)	1.700 - 1.900	1.800