



207.70

210.95

207.70

24.27

18.92

210.95

149.16

23.26

1.41%

## LUNIS - Jahresrück- und ausblick

4. Quartal 2022

[WWW.LUNIS.DE](http://WWW.LUNIS.DE)



# LUNIS - Kapitalmarktkommentar

---

## Vorwort

Wie jedes Jahr zu dieser Zeit möchten wir unsere Erwartungen zur Entwicklung der Kapitalmärkte für das laufende Jahr mit Ihnen teilen. Für 2022 müssen wir rückblickend festhalten, dass mit dem schrecklichen Angriff Russlands auf die Ukraine jegliche Prognosen für den Jahresausblick zunichte gemacht wurden. Das vergangene Jahr hat an den Kapitalmärkten somit die meisten Erwartungen enttäuscht. Auch wir hatten fest mit einem nachpandemischen Jahr der Erholung gerechnet. Es ist bekanntlich anders gekommen. Im Zuge des Angriffskrieges in Europa war die wirtschaftliche Entwicklung im vergangenen Jahr geprägt von fehlendem Vertrauen der Unternehmen und Konsument:innen in eine Fortsetzung des Aufschwungs. Insbesondere der starke Anstieg der Energie- und Stromkosten und die massive Anspannung in den globalen Lieferketten haben die Teuerung weiter angeheizt und schließlich dazu geführt, dass die Inflation in vielen Ländern das höchste Niveau der vergangenen 40 Jahre erreichte.

Die hartnäckige Inflation hatte in den letzten Monaten aggressive Zinssteigerungen der Notenbanken zur Folge. Selten zuvor wurden Zinsen so schnell und stark erhöht. Deutliche Kursverluste an den Aktienmärkten und ein Ausverkauf an den Anleihemärkten waren die Folge. Bei anhaltend hoher Teuerungsrate und damit einhergehenden deutlichen Einbußen der Kaufkraft geht es längst um gesellschaftlichen Wohlstandsverlust. Der gesellschaftliche Zusammenhalt und die wachsenden Ungleichgewichte bestimmen die aktuelle Debatte.

Für 2023 zeichnet sich ein Rückgang der Inflationsraten für die USA und Europa immer deutlicher ab, einzig wie schnell der Rückgang sein wird, bleibt fraglich. Die Entspannung der Lieferketten und die anhaltend rückläufige Entwicklung der Energiepreise sowie die gut gefüllten Auftragsbücher der Unternehmen sorgen aus unserer Sicht dafür, dass die Lage besser ist, als die Stimmung an den Märkten es aktuell widerspiegelt. Die wirtschaftlichen Aussichten werden sich zunächst aber wohl weiter eintrüben. Eine leichte Rezession wird für viele Staaten, insbesondere in Europa, kaum zu vermeiden sein. Der Druck auf die Gewinnmargen der Unternehmen und damit die Verlangsamung des Gewinnwachstums dürften uns weiterhin in der ersten Jahreshälfte begleiten. Wir glauben aber, dass beides milder und kürzer als der Marktkonsens ausfallen dürfte. Die Geldpolitik der Notenbanken wird die Märkte



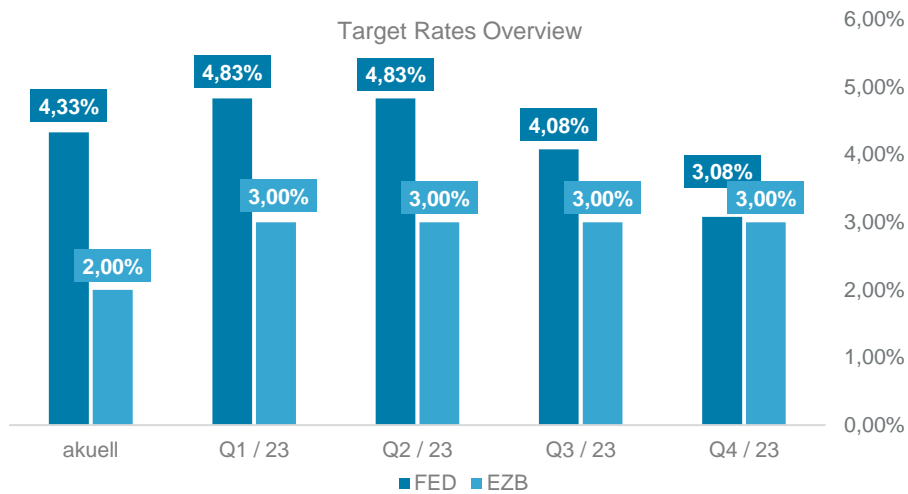
zunächst weiter belasten. Der Zins ist zurück, aber damit auch die Unsicherheit über die Bremseffekte einer sich abkühlenden, globalen Wirtschaft. Anleihen werden mit Blick auf die Zinsentwicklung und Diversifikation aber in diesem Jahr eine wichtige Rolle als Renditelieferantinnen spielen. Aktien bleiben aus unserer Sicht in einem schwächeren Wachstumsumfeld mittel- bis langfristig weiter die Gewinnerinnen. Wir werden die aktuelle Gelegenheit nutzen, um gute Qualität zu angemesseneren Bewertungen in den kommenden Wochen und Monaten weiter aufzubauen. Insbesondere nach den Bewertungsrückgängen im letzten Jahr sollte der Gewinn für uns langfristig im Einkauf liegen. Unsere Zuversicht steigt also, und wir erwarten alles in allem ein Jahr mit Erholungspotenzial für Anleihen und Aktien. Wir sehen die Krise eher als Korrektur in dem langfristigen Aufwärtstrend an den Märkten und werden uns entsprechend aktiv positionieren.

Unsere Einschätzung im Detail zu Konjunktur, Strategie und Marktpositionierung entnehmen Sie bitte den nachfolgenden Ausführungen.

Wir wünschen Ihnen eine informative und interessante Lektüre.

### **Wachstum und Rezession**

Wir glauben, dass wir uns derzeit in der Kontraktionsphase des Konjunkturzyklus mit einem weltweit verlangsamenden Wachstum unter Trendwachstum befinden. Europa, vor allem Deutschland und das Vereinigte Königreich, befinden sich wahrscheinlich in einer Rezession und für die USA erwartet der Kapitalmarkt angesichts des Ausmaßes der geldpolitischen Straffungen zumindest eine leichte Rezession, die aus unserer Sicht bis Ende Q2/23 andauert. Die USA könnten eine Rezession sogar vermeiden. Die verzögerte Wirkung der Geldpolitik könnte die Inflation überraschenderweise nach unten korrigieren und damit das US-Wachstum stützen. Die eingehenden Konjunkturdaten sind nicht annähernd rezessiv. Außerdem wird der negative Wachstumsimpuls durch die restriktiveren Finanzbedingungen abnehmen, da er von der Veränderung der finanziellen Bedingungen und nicht von deren Höhe abhängt. Dies ist der Fall, wenn die US-Notenbank keine drastischere Straffung (aktuelle Prognose für sogenannte Terminal Rate: ca. 5 %) vornimmt, als der Zinsmarkt derzeit erwartet.



Quelle: Eigene Darstellung, UBS, Stand: 09.01.2023

Das begrenzte Energieangebot und die schwächelnde Nachfrage werden die Eurozone in diesem Winter wahrscheinlich in eine Rezession stürzen, während die sich verändernde Wirtschaftsstruktur und die restriktive Geldpolitik zu einer unterdurchschnittlichen Erholung führen werden. Im Vergleich zu den USA wird die Rezession in Europa zwar etwas stärker ausfallen, allerdings vermutlich nur bis in Q1/23 andauern. Die Inflation liegt in einigen Ländern im zweistelligen Bereich, die Verbraucherstimmung ist eingebrochen und die Nachfrage schwächt sich ebenso ab wie das verfügbare Einkommen. Dennoch glauben wir, dass die Gesamtinflation ihren Höhepunkt erreicht hat. Die Dominanz der Geldpolitik wird zunehmende Sorgen um die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung hervorrufen. Der Markt erwartet, dass der Einlagensatz der EZB im zweiten Quartal einen Höchststand von ca. 3 % erreichen wird. Angesichts der rezessiven Aussichten scheint dies die Obergrenze dessen zu sein, was die EZB zulassen kann. Außerdem hat der Kapitalmarkt eine europäische Rezession aus unserer Sicht nahezu vollständig eingepreist. Das Wachstum in Europa dürfte sich verbessern, da sich die Energiekrise nach dem Winter zu entspannen beginnt.

Global wird sich aus unserer Sicht das Wirtschaftswachstum auf unter 2 % belaufen (2022: ca. 3 %), was einer der schwächsten Wachstumswerte der letzten 40 Jahre darstellt. Die relative Gesundheit der Bilanzen von Unternehmen und Privatpersonen hat einen Wirtschaftsabschwung in den USA vorerst hinausgezögert. Die Überschussersparnisse der Verbraucher:innen haben das Wachstum wie von uns erwartet gut unterstützt. Wir gehen davon aus, dass die Inflation aufgrund der nachlassenden globalen Nachfrage sowie des deutlich zurückgehenden Geldmengenwachstums sinken wird. Außerdem wirkt der Basiseffekt in den nächsten Monaten deutlich rückläufig. Dies sollte den Zentralbanken einen Richtungswechsel ermöglichen und könnte die Grundlage für den nächsten Wirtschaftsaufschwung bilden.



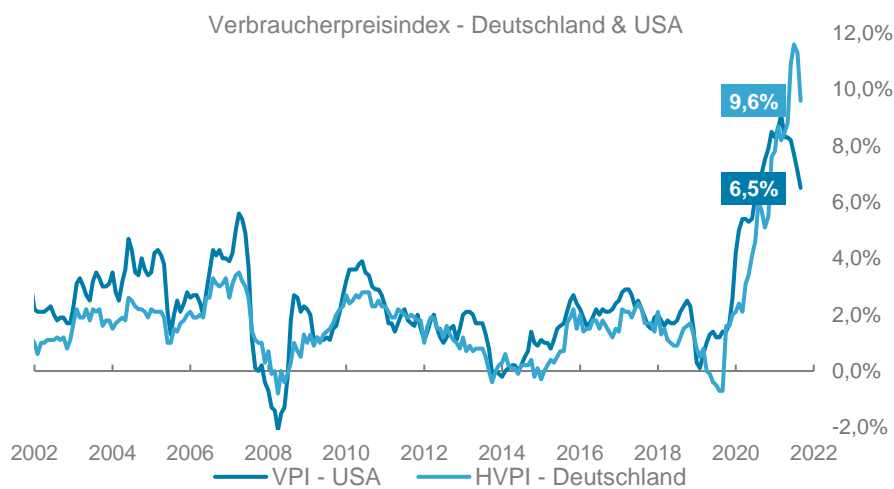
Die Erholung der Lieferketten und der damit verbundene deflationäre Impuls im Gütersektor haben viel länger gedauert als erwartet, sind nun aber eingetroffen. Die Normalisierung der chinesischen Wirtschaft (siehe unten) könnte die Unterbrechungen in der Lieferkette weiter senken. Wir gehen davon aus, dass dieser anhaltende Prozess die Güterkerninflation im Jahr 2023 in den negativen Bereich drückt und den größten Teil des Rückgangs der gesamten Kerninflation verursacht. Die bereits deutlich gefallen Inflationserwartungen deuten ebenfalls mit einer Verzögerung auf fallende Inflationszahlen hin. Der damit verbundene starke Rückgang der Inflation wird das Wachstum fördern. Wir sehen jedoch strukturelle Kräfte hinter einer langfristig erhöhten Inflation (Deglobalisierung, Onshoring) und damit anhaltend höheren neutralen Zinsen, sodass der zu erwartende Rebound nach einer möglichen Rezession im Jahr 2023 im historischen Vergleich eher schwach ausfallen wird und sich das europäische und US-Wachstum über mehrere Jahre unter Trendwachstum Pre-Covid und Pre-Ukraine befinden werden.

## Zentralbanken und Inflation

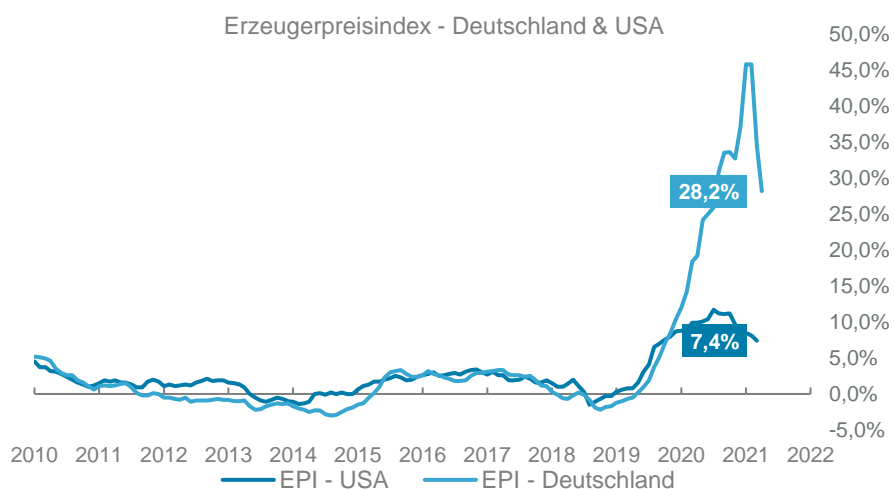
Das abgelaufene Jahr 2022 wird im Rückblick hinsichtlich Zentralbankpolitik und Inflation als eines der geschichtsträchtigsten Jahre in die Historie des Kapitalmarktes eingehen. Rückblick: Im Jahr 2021 begann die Inflation aufgrund der Lieferkettenprobleme mit dem Zurückfahren der Covidbeschränkungen zuzulegen, da die Unternehmen ihre Produktion den Lockdowns angepasst hatten und mit der wieder aufkommenden Nachfrage nicht Schritt halten konnten, da sich in der globalisierten Welt das „Just in time“-Prinzip durchgesetzt hat. Mit der wieder aufkeimenden Nachfrage entstand ein riesiges Angebotsdefizit, das sich insbesondere durch die strikte Coronapolitik in China bemerkbar machte, da diese Volkswirtschaft mittlerweile das größte Exportland für Güter auf dem Weltmarkt geworden ist. Ende 2021 gingen die Zentralbanken davon aus, dass es sich bei den Preissteigerungen um ein temporäres Phänomen handeln würde und hielten weiter an ihrer lockeren Geldpolitik fest. Die Null-Covid-Strategie in China sorgte aber über das gesamte Jahr für Angebotsdefizite und führte zu Preissteigerungen. Mit Beginn des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine verstetigte sich dieser Inflationsschub im ersten Schritt über die steigenden Energie- und Rohstoffpreise und später über die Lebensmittelpreise und Preissteigerungen in anderen Sektoren, welche die erhöhten Erzeugerpreise an die Konsument:innen weitergaben. Auf die ausufernde Inflation reagierten die Zentralbanken daraufhin mit einem historischen Zinserhöhungszyklus, welcher die Kapitalmärkte – insbesondere den Anleihemarkt – nach einem jahrelangen Niedrigzinsniveau in schwere Turbulenzen brachte. Die Inflationsdaten aus dem vierten Quartal zeigen aber, dass insbesondere die Preissteigerungen in den USA ihren Höhepunkt überschritten haben und dies den künftigen Zinspfad der amerikanischen Notenbank FED voraussehbarer machen sollte. Die Herausforderung der Zentralbanken



bleibt aber weiterhin, die Inflation einzudämmen und dabei das Wirtschaftswachstum nicht übermäßig zu belasten. Insbesondere die EZB steht vor einer großen Herausforderung, da die erhöhten Zinsen die Staatshaushalte der EUR-Peripherieländer deutlich belasten werden und eine neuerliche Staatsschuldenkrise verhindert werden muss. Des Weiteren stehen sich in der aktuellen Situation die Geldpolitik mit dem Versuch, dem Markt Liquidität zu entziehen, um die Inflation einzudämmen, und die Fiskalpolitik mit immer neuen Finanzierungspaketen, wie beispielsweise Energie- und Strompreisbremsen, um die Konsument:innen aufgrund der hohen Inflation zu entlasten, konträr gegenüber.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.10.2002 – 31.12.2022



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.11.2010 – 30.11.2022

## China

Im Jahr 2022 standen insbesondere chinesische Aktien durch die Covidpolitik und Nullzinspolitik unter Druck. In den vergangenen beiden Jahren stützte die



Null-Covid-Politik die Wirtschaft und führte zu niedrigen Infektionszahlen. Mit Beginn der Omikron-Variante und der damit einhergehenden neuen Herausforderungen mit drastischen Abriegelungsmaßnahmen von Metropolen wie Shanghai wurde die Verbraucherdynamik mit der Konsequenz rückläufiger Unternehmensinvestitionen und steigender Arbeitslosigkeit gedämpft. Am 20. Parteitag der KP im Oktober wurden als Folge entsprechende Maßnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft und der Unterstützung des in Schieflage geratenen Immobiliensektors angestoßen. Die Kehrtwende mit der klaren Ausrichtung der Covidpolitik an den Rest der Welt und der Wiedereröffnung des Marktes könnten kurzfristig die Lieferketten beeinträchtigen, bis der aktuelle Anstieg der Infektionen abklingt und die Immunität verbessert wird. Trotz einer globalen Wachstumsverlangsamung ist Chinas Konsumwirtschaft für eine starke Erholung in 2023 gerüstet und sollte durch eine lockere Finanzpolitik sowie Infrastrukturinvestitionen im Allgemeinen unterstützt werden. Aus Bewertungsperspektive ist China attraktiv, da die Bewertungen weit unter dem Durchschnitt liegen und das Risiko-Ertrags-Verhältnis für chinesische Aktien günstig ist.

## Assetklassen

### Rückblick Aktien

Das vierte Quartal verlief an den Aktienmärkten wie von uns erwartet überwiegend erfreulich. Damit hat sich unsere Meinung zu Aktien im letzten Kapitalmarktkommentar als richtig erwiesen. Die Inflation befindet sich auf dem Rückgang und wir haben eine weitere Bärenmarktrallye an den Märkten beobachtet und dies zum Anlass genommen, die Aktiengewichtung, insbesondere die Nordamerika Aktienquote, leicht zu reduzieren. In den USA wurde nach zwei aufeinanderfolgenden Quartalen mit negativem Wachstum des BIP, das dritte Quartal mit bescheidenem Wachstum (ca. 3 %) leicht über den Erwartungen abgeschlossen. Für das Q4/22 erwartet die Atlanta-Fed-Prognose ein BIP-Wachstum von knapp 4 % – der Konsens liegt geringer bei ca. 1 %. Allerdings erwies sich über das gesamte Jahr 2022 die Atlanta-Fed-Prognose als deutlich zutreffender. Das BIP der Eurozone wuchs im dritten Quartal 2022 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und blieb damit trotz zunehmend alarmierender Prognosen stabil. Seit Mitte des letzten Quartals wurden daher tendenziell die Wachstumserwartungen leicht nach oben angepasst. Der MSCI World weist für das vierte Quartal eine EUR-Wertentwicklung von ca. 0 % auf. Der S&P500 beendete das Quartal mit einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung von ca. -2 %. Schwächere US-Kerninflationsdaten in Verbindung mit schlechten Daten zum Wohnungsmarkt und einem schwächeren Geschäftsvertrauen haben den Markt dazu veranlasst, Zinssenkungen ab der zweiten Jahreshälfte 2023 zu erwarten und wie erwartet eine weitere Bärenmarktrallye ausgelöst. Angesichts der rückläufigen Inflation gingen sowohl die FED als auch die EZB im Dezember auf eine Anhebung um 50 Basispunkte

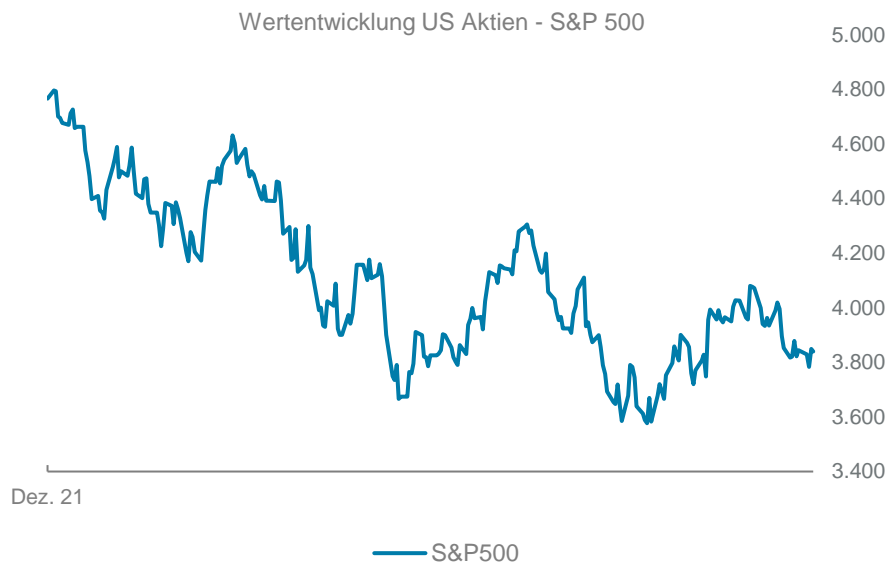


zurück, blieben aber in beiden Fällen vorsichtig und kündigten weitere Zinserhöhungen für 2023 an. Deutsche Aktien konnten sich überdurchschnittlich entwickeln und mit knapp 15 % zulegen. Europäische Aktien legten ca. 10 % zu. Mit niedrigeren Gaspreisen aufgrund des ungewöhnlich warmen Herbstwetters wurde der Stimmungsabschwung in Europa vorübergehend gestoppt, obwohl die meisten Indikatoren schwach bleiben. Chinesische Aktien legten um ca. 4 % zu und entwickeln sich seit Anfang November relativ stark. Seit dem chinesischen Parteikongress im Oktober hat die Regierung die beiden Hauptprobleme, die Chinas Wirtschaft und Markt in den letzten 18 Monaten nach unten gezogen haben, verstärkt angegangen. Erstmals ist eine klare Wende in Chinas Null-Covid-Politik zu erkennen. Die Verlangsamung des Wohnimmobilienmarktes wird in den nächsten Jahren unweigerlich zu einem langsameren Wirtschaftswachstum in China im Vergleich zum Trend vor der Pandemie führen. Die proaktive Bewältigung der Probleme im Immobiliensektor hilft China jedoch, viele strukturelle Probleme zu lösen und die Wirtschaft auf lange Sicht auf nachhaltigeres Wachstum auszurichten. Schlusslicht an den Aktienmärkten war wiederum der Nasdaq mit einem Minus von knapp 9 %. Vom ehemaligen Wall Street Darling hat die US-Technologiebörse damit über das gesamte Jahr 2022 durch die steigenden Zinsen einen erheblichen Abschwung erlebt.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.12.2021 – 30.12.2022

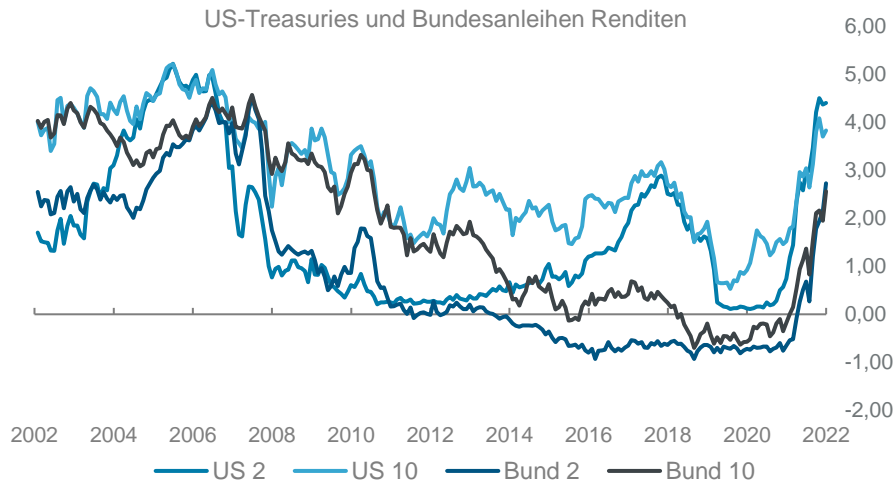




Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.12.2021 – 30.12.2022

## Rückblick Anleihen

Auch das vierte Quartal war in den Anleihemärkten aufgrund der Inflation und der restriktiven Geldpolitik der Zentralbanken von hoher Volatilität geprägt und sorgte für einen deutlich negativen Performancebeitrag im Jahr 2022. Insbesondere die hohe Korrelation zu den Aktienmärkten im letzten Jahr stach heraus, weil die Preissteigerungen hauptsächlich durch exogene Ereignisse, wie Covid-19 und geopolitische Risiken, entstanden und nicht durch eine heiß laufende Konjunktur. Die im ersten Quartal noch zögerliche Haltung der Währungshüter, weg von einer expansiven Geldpolitik, führte mit den steigenden Inflationsdaten im Laufe des Jahres zu deutlichen Verwerfungen im Anleihemarkt und erhöhte den Druck auf die Zentralbanken, die mit einem historischen Zinserhöhungszyklus reagierten. Daraufhin stiegen zum Beispiel die Renditen der 2-jährigen US-Treasuries im November auf ein Jahreshoch von ca. 4,9 %, nachdem diese zu Beginn des Jahres noch bei 0,75 % lagen. Diese extremen Renditeanstiege schlugen sich dementsprechend in Kursverlusten bei Anleiheinvestments nieder. Die zunehmende Abkehr der Notenbankpolitik von unterstützenden Maßnahmen der Wirtschaft hin zur Eindämmung der Inflation ließ die Renditen der Anleihen deutlich steigen, insbesondere in der Eurozone am Jahresende, da die EZB auf ihrer letzten Sitzung im Jahr 2022 die Inflationsprojektionen für die nächsten Jahre nochmals anhub und mit der Reduktion der Bilanz dem Markt weitere Liquidität entzieht.



Auch die rezessiven Tendenzen in der globalen Wirtschaft im letzten Jahr brachten die Anleihen von Emittenten mit niedrigerer Bonität unter Druck, da die Risikoprämien mit einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit deutlich anzogen, und so für die Investor:innen verlustreich war.

### Rückblick Rohstoffe

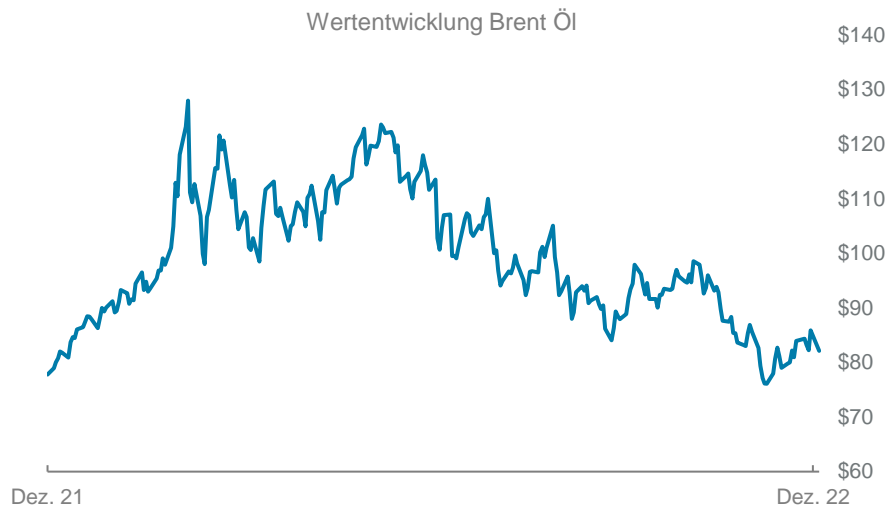
Im Rückblick waren Rohstoffe im zweiten Jahr in Folge die Assetklasse mit der besten Performance über den Jahresverlauf. Der breit aufgestellte Bloomberg-Commodity-Index in Euro verzeichnet eine positive Entwicklung von 23 % im Jahr 2022 im Vergleich zu 38 % im Jahr 2021. Trotz der fallenden Rohölpreise vor Beginn der zweiten Jahreshälfte weist der Bloomberg-Brent-Crude-Subindex eine positive Entwicklung mit 17 % in USD auf. Ebenso trägt der Bloomberg-Gold-Subindex zu einer Aufwärtsdynamik des Bloomberg-Commodity-Index in Euro durch eine Erholung des Goldpreises zum Jahresende und einer günstigen Wechselkursentwicklung des Währungspaares (EUR/ USD) aus Sicht der Euro-Anleger:innen bei.

Auch im vergangenen Jahr erzielten breit angelegte Rohstoffinvestitionen eine starke Performance und verdeutlichten die erhebliche Diversifizierungsvorteile für Multi-Asset-Portfolios. Die Turbulenzen für die Rohstoffmärkte im Jahr 2022, getrieben durch eine knappe Versorgung der physischen Märkte bereits zu Jahresbeginn und weiteren Angebotsrisiken im Jahresverlauf durch den Ukraine-Krieg und seine Auswirkungen auf die Lieferketten, führten zu erhöhter Volatilität und gestiegenen Preisen. Allerdings sorgte der makroökonomische Gegenwind für eine weltweite Konjunkturabschwächung durch die aggressive Zentralbankpolitik und die Nachfragereaktion auf hohe Preise. Infolgedessen ist eine kurzfristige Entlastung der Lagerbestände spürbar, jedoch bleibt der Druck einer strukturellen Angebotssituation weiter bestehen.



Längerfristig dürfte die Energiewende mit dem Megathema „Nachhaltigkeit“ die Nachfrage nach Rohstoffinvestitionen weiter stützen. Dieses Thema ist unserer Meinung nach vergleichbar mit den Chancen der Internettechnologie um die Jahrhundertwende. Während das Internet eine deflationäre globale Kraft darstellte, wirkt die Energiewende als inflationäre Kraft. Zahlreiche Rohstoffe für den Bau von Windkraftanlagen, Solaranlagen, Batterien usw. benötigen viel Energie für den Abbau und die Verarbeitung. Des Weiteren wurden durch unzureichende Investitionen und mehrere Versorgungsschocks durch russische Gasexportkürzungen, unerwartete nukleare Ausfälle sowie fehlende Beiträge aus erneuerbaren Energien eine Rezession in der Eurozone ausgelöst. Demzufolge wird die Energiewende mit mehr Unabhängigkeit, Sicherheit und Nachhaltigkeit im Energiebereich die Nachfrage nach Rohstoffen stützen.

Das Rohöl verzeichnete einen sehr guten Jahresstart trotz prognostizierter Nachfragedelle durch anhaltende Auswirkungen des Coronavirus, der Steuerung der Produktionserhöhung seitens der OPEC+ sowie der geopolitischen Spannungen. Durch den Beginn des Ukraine-Kriegs stiegen die Ölpreise trotz fallender Risikoneigung an den Kapitalmärkten auf eine Preisspitze von 130 US-Dollar je Barrel. Infolgedessen reagierte die Angebotsseite mit der Erhöhung der Erdölförderung und die Freigabe weiterer strategischer Ölreserven der US-Regierung als Ausgleich auf die Lieferunterbrechungen. Im weiteren Jahresverlauf stellten die weltwirtschaftliche Eintrübung mit hoher Rezessionsangst, die anhaltende Null-Covid-Strategie in China mit einem schwachen chinesischem Immobiliensektor und Abflüsse aus der strategischen Reserve („SPR“) der USA belastende Faktoren dar, resultierend in einen Preisrutsch unter die Marke von 80 USD je Barrel. Aufgrund hoher Belastungen für den Rohölpreis und eine nachlassende Nachfrage beschloss die OPEC+ eine Produktionskürzung zur Stabilisierung des Marktes. Die jüngsten Lockerungen von Covid-19-Beschränkungen in China könnten ursächlich dafür sein, dass die OPEC+ auch im Jahr 2023 weiter an der Förderpolitik festhält. Eine weitere Verknappung der Angebotssituation erfolgte durch die von der EU verhängten Embargos für russisches Rohöl.



Quelle: Refinitiv, 31.12.2021 – 31.12.2022

In Zeiten hoher Unsicherheit an den Kapitalmärkten und eines inflationär geprägten Umfelds war in der Vergangenheit Gold als „sicherer Hafen“ die Anlage erster Wahl. In früheren Zeiten einer strafferen monetären Ausrichtung der FED mit Zinsanhebungen war das Rezessionsrisiko eine wichtigere Triebkraft für den Goldpreis als die Realzinsen. Im Jahr 2022 führte eine grundlegende Neubewertung der 10-jährigen Zinssätze und damit einhergehende Opportunitätskosten für Anleger:innen zu Investitionsabflüssen in Verbindung mit dem Anstieg des bärenstarken US-Dollars auf ein 20-Jahreshoch, der im Vergleich zu anderen Währungen deutlich aufwertete. Eine Kehrtwende zum Jahresende für die Preisentwicklung von Gold leitete der aufbauende Konsens zum Endstand des US-Leitzinses und die darauf folgende Korrektur der Erwartungen zum USD ein. Die positive Entwicklung des gelben Metalls, insbesondere für Euro-Anleger:innen, trotz geldpolitischen Gegenwinds stellte den Diversifizierungsvorteil im Portfoliokontext erneut unter Beweis.



Quelle: Refinitiv, 31.12.2021 – 31.12.2022

## Ausblick und taktische Positionierung Aktien

Die hohe Inflation und Zinsen dürften an den Aktienmärkten weiterhin für Volatilität sorgen. Doch Anzeichen für einen Rückgang der Inflation und die damit einhergehende Markterwartung für ein Ende der Zinserhöhung durch die Zentralbanken sowie mögliche Zinssenkungen im zweiten Halbjahr dürften die Märkte im Jahr 2023 eher stützen. Die Nachfrage schwächt sich in vielen Volkswirtschaften ab, und die Herausforderungen auf der Angebotsseite verbessern sich rasch. Diese disinflationären Kräfte können zu einem baldigen Aufschwung führen, was zu einer Outperformance von Risikovermögenswerten führen sollte. Allerdings ist es in Anbetracht unserer Annahme einer leichten Rezession, aber der Möglichkeit einer harten Landung wichtig, vorsichtig zu bleiben, selektiv Chancen für Portfoliobeimischungen zu suchen und damit im Laufe des Jahres 2023 stetig Risiko aufzubauen. Der Marktkonsens ist, dass die Wachstumserwartungen für die Gewinne der Unternehmen zu optimistisch erscheinen, da die Aussichten für das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern im nächsten Jahr bei etwa 0 % liegen und Rezessionen zu erwarten sind, weshalb Abwärtskorrekturen des Wachstums erwartet werden, welche die Bewertungen verschlechtern und damit ggf. zu weiteren Kursrückgängen führen. Die Bewertungen von Risikoassets (Aktien, Bonds) sind bereits im Vorfeld deutlich gefallen und bieten damit bessere Einstiegsmöglichkeiten bei besserer Risikoasymmetrie als zu Beginn des Jahres 2022. Die Bewertungen sind nicht auf das Niveau früherer Rezessionen oder großer Wachstumsschocks gesunken. Die Mehrheit der Marktteilnehmer wird allerdings Wachstums- und Gewinnerwartungen in der ersten Jahreshälfte weiter nach unten korrigieren. In milden Rezessionen seit den 1950er-Jahren fielen



die Gewinne durchschnittlich um ca. -10 % (aktueller Konsens: ca. + 4 %). Daher müssten die 2023er-Gewinne noch um ca. 14 % nach unten korrigiert werden, was in Anbetracht der aktuellen Revisionsrate von durchschnittlich ca. 2 % pro Monat noch in etwa sieben Monate andauern wird. Da die Märkte vorausschauend sind und schlechte wirtschaftliche Ergebnisse sowie den Tiefpunkt der Wirtschaftstätigkeit und der Unternehmensgewinne in der Regel drei bis neun Monate im Voraus einpreisen, ist es möglich, dass wir die schlimmsten Einbrüche an den Kapitalmärkten bereits erlebt haben, vor allem wenn die USA im Jahr 2023 nur eine leichte Rezession erlebt. Die Kombination aus einer leichten Rezession und der höheren Qualität der Unternehmen deutet darauf hin, dass die Märkte bei höheren Bewertungen als in der Vergangenheit Unterstützung finden könnten. Da das erwartete langsamere Wachstum zu einem Rückgang der Anleiherenditen führt, dürften die Aktienbewertungen zusätzliche Unterstützung finden. Abgesehen von der Inflation gibt es keine nennenswerten offensichtlichen wirtschaftlichen Ungleichgewichte. Man kann davon ausgehen, dass bei einer Rezession im Jahr 2023 das BIP weniger stark schrumpfen und die Arbeitslosigkeit weniger stark steigen wird als im Durchschnitt der jüngsten Rezessionen, und die Märkte im Vergleich zu historischen Rezessionen unterdurchschnittlich stark korrigieren. Somit könnten sich Anleger:innen verstärkt bereits mit dem Jahr 2024 auseinandersetzen und bereit sein, Risiko aufzubauen. Zudem werden die hohen Makro- und Ertragsorgen durch den extremen Pessimismus ausgeglichen. 75 % aller Fondsmanager:innen halten eine Rezession in den nächsten 12 Monaten für wahrscheinlich – ein Wert, der in etwa dem maximalen Pessimismus während der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 und der Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 entspricht. Vor diesem Hintergrund erwartet der Konsens schwache Aktienrenditen im ersten Halbjahr und eine Erholung in der zweiten Jahreshälfte. Die Wirtschaft, vor allem in den USA, erweist sich allerdings als widerstandsfähig, sodass der drohende Einbruch der Erträge ein weiteres Quartal lang ausbleiben könnte. Je länger dies der Fall ist, desto stärker könnten Anleger:innen bereits das Jahr 2024 bewerten und über die kurze Rezession hinwegsehen. Ähnlich wie in früheren Zyklen (2009 und 2020) werden die Aktienkurse wahrscheinlich viel schneller steigen, als sich die Erträge erholen können, was zu überdurchschnittlichen KGV-Multiplikatoren und damit zu unserer antizyklischen Ansicht für stärkere HJ-1 -Renditen (Hoffnung auf US Soft Landing) und schwächere HJ-2 -Renditen (höheres Drawdown-Risiko) führt. Nach unserer Ansicht erhalten Anleger:innen in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2023 mehr Klarheit über eine glaubwürdige Wende der Notenbankpolitik, was die Möglichkeit bieten könnte, Portfolios auf mehr Risiko auszurichten, was entgegengesetzt zum Konsens zu einem steigenden Aktienmarkt führen dürfte. So planen wir, während des ersten Quartals die Aktienquote auf neutral anzuheben.



Vor diesem Hintergrund planen wir ebenso, im Laufe des ersten Halbjahres das Engagement von zyklischen Sektoren (vor allem Industrie, zyklische Konsumgüter, Grundstoffe) und Wachstumswerten relativ zu defensiven Sektoren (Gesundheit, Basiskonsumgüter) und Qualitätsaktien auszubauen. In diesem Zusammenhang wird die Outperformance der Sektoren Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter zum Stillstand kommen. Der Konsens sieht für diese Sektoren ein höheres Gewinnwachstum als für globale Aktien, aber im Jahr 2023 wird der Wendepunkt erreicht. In diesem Fall werden wir Mittel aus diesen Sektoren umschichten. Das Gewinnwachstum zyklischer Sektoren sollte im zweiten Halbjahr gegenüber defensiven Sektoren attraktiv werden, was zusätzlich zur sehr hohen Bewertung von defensiven Sektoren und einer Normalisierung der wirtschaftlichen Bedingungen gegen Ende des Jahres 2023 sowie zu einer Schließung der Bewertungslücke und damit Outperformance von Zyklikern führen sollte. Für den Energiesektor gehen wir davon aus, dass die langfristigen Angebotsbeschränkungen letztlich zu höheren Preisen für die zugrunde liegenden Rohstoffe führen werden. Die Bewertungen sind unserer Ansicht nach attraktiv, und obwohl sich die Kapitalerträge im Vergleich zu 2022 etwas abschwächen könnten, liegt die Dividendenrendite des Sektors deutlich über dem Gesamtmarkt. Europäische Konsumgüter (zum Beispiel Luxusgüter) und Automobilunternehmen sollten zudem überproportional vom verstärkten Momentum in Chinas Wiedereröffnung (siehe unten) über eine Wiederbelebung der chinesischen Nachfrage und des chinesischen Imports profitieren, was den entwickelten Volkswirtschaften einen wichtigen Auftriebsimpuls geben wird. Der disinflationäre Trend in der ersten Jahreshälfte dürfte sich zu Gunsten von Wachstumsaktien wenden. Gleichzeitig hat der Technologiesektor die höchsten Gewinnspannen und wir erwarten einen unterdurchschnittlichen Rückgang der Margen, da der Technologiesektor nicht so sehr von der privaten Nachfrage abhängig, sondern eher industrieorientiert (lange Verträge) ist. Kommunikationsdienstleistungen waren der Sektor mit der schlechtesten Performance im Jahr 2022, da die höheren Zinsen zu einer deutlichen Herabstufung führten. Die anhaltende makroökonomische Abschwächung wird wahrscheinlich weiterer Gegenwind für die Werbemaßnahmen sein, aber wir glauben, dass das Schlimmste hinter uns liegt und dass sich Chancen ergeben werden, sobald die Zinsen ein Plateau erreichen. Bei der regionalen Allokation bevorzugen wir die asiatischen und europäischen Märkte und planen, das Engagement in den USA zu reduzieren. Zum einen, da diese Märkte das größte Potenzial bei einem wirtschaftlichen Aufschwung ab Ende 2023/Anfang 2024 haben werden und zum anderen, da diese aktuell noch untergewichtet sind. Europa bietet deutlich höhere Gewinnrenditen (Europa ca. 6 %, USA ca. 1 %) und damit einen höheren Bewertungsabschlag zur USA als üblich (und dies über nahezu alle Sektoren hinweg), welche zusätzlich zur stärkeren relativen Gewinnentwicklungsdynamik relativ zur USA die Region weniger anfällig für Enttäuschungen macht. Außerdem wird die Dominanz des Dollars nachlassen, da ein aggressiver US-



Zinszyklus hinreichend eingepreist ist, was die Performance am US-Aktienmarkt für EUR-Anleger:innen reduziert. Wir erwarten, dass Asien 2023 eine Rezession vermeiden wird. Der entscheidende Wendepunkt ist China, wo sich das Wachstum, vor allem durch die Erholung des privaten Konsums, von 3,5 % auf 4,5 % erholen dürfte. In den meisten anderen asiatischen Ländern wird sich das Wachstum im Jahr 2023 verlangsamen, aber immer noch gesund bleiben. Dank China wird sich das reale BIP-Wachstum in Asien insgesamt in den nächsten zwei Jahren beschleunigen, anders als in der Eurozone und den USA. Je schneller sich Omikron in China ausbreitet, desto eher ist der Pandemiezyklus vorbei. Das sollte bedeuten, dass sich die chinesische Wirtschaft im zweiten Quartal in Normalität befinden sollte. Zudem wird eine Trendwende der USD-Wechselkursentwicklung Schwellenländer (vor allem zyklische Märkte wie Korea oder Taiwan) über eine Erholung der Halbleiterindustrie und des Handels positiv beeinflussen. Für China bieten deutlich unterdurchschnittliche Bewertungen auf einem Niveau, das mit früheren Reform- und Regulierungszyklen (2008, 2011, 2015, 2018) einherging, ein positives Chancen-Risiko-Verhältnis. Innerhalb Chinas präferieren wir Unternehmen, die auf asiatische Verbraucher:innen ausgerichtet sind. Der chinesische Konsummarkt hat die USA bereits überholt, und trotzdem ist der Sektor zyklische Konsumgüter in den chinesischen Indizes geringer gewichtet als in den US-Pendants. Der Nachholbedarf in einem wiedereröffneten China, gepaart mit der hohen Sparquote, bedeutet, dass es viel Spielraum für eine Wiederbelebung des Konsums gibt. Des Weiteren sollten vor allem chinesische Internetunternehmen überproportional von einer Reversion zum Mittelwert profitieren. Zusätzlich planen wir die Aktienquote im Bereich Japan leicht auszubauen. Wir erwarten eine erholende Inlandsnachfrage in Japan, welche sich positiv auf die Unternehmen auswirken sollte, was aus unserer Sicht zu einer Stabilisierung und Erhöhung der im globalen Vergleich aktuell deutlich unterdurchschnittlichen Bewertungen führen sollte.

## Anleihen

Unser Untergewicht im Anleihesegment im letzten Jahr hat sich positiv auf die Gesamtperformance unseres Portfolios ausgewirkt. Wir gehen in diesem Jahr von einer Stabilisierung des Anleihemarktes aus, da die inflationären Tendenzen aufgrund von Basiseffekten und einer Normalisierung der Lieferkettenproblematik zu einem Zinsplateau der Zentralbanken führen und sich so Opportunitäten im Anleihemarkt ergeben sollten. Insbesondere auf dem kurzen Ende der Zinskurve sehen wir die erreichten Renditen für attraktiv, da die Zentralbanken trotz aller Unwägbarkeiten auf die wirtschaftliche Entwicklung schauen müssen. Wir haben bereits im Dezember die Gelegenheit genutzt, um die Liquidität zugunsten kurzlaufender EUR-Anleihen zu reduzieren. Die erhöhte Inflationsprojektion der EZB deutet darauf hin, dass wir unseres Erachtens demnächst den Zinspeak im kurzfristigen Bereich bei ca. 3 % sehen werden, aber die wirklich zugrunde liegende Inflation und damit





einhergehende Zinsen sehr vage bleiben. Ein ähnliches Szenario haben wir bei amerikanischen Anleihen, der Renditepeak aber bei 5 % liegt, wobei hier das Risiko der Dollarabwertung aufgrund der abnehmenden Zinsdifferenz gegenüber dem Euro und einem Mehrjahreshoch des US-Dollar-Index gegen eine Investition sprechen.

Unser Untergewicht im Anleihesegment werden wir in den nächsten Monaten weiter abbauen. Unser Fokus liegt hier in erster Linie auf EUR-Investment-Grade-Anleihen, außerhalb von Staatsanleihen, da sich hier noch zeigen muss, inwieweit der Markt die fehlende Nachfrage der EZB und die erhöhte Ausgabebereitschaft der Staaten aufgrund der Energiekrise kompensieren kann. Wieder interessant werden im Laufe des Jahres unseres Erachtens Segmente aus dem High-Yield-Bereich, da die Rezession sowohl in den USA als auch in Europa bei weitem nicht so tief werden wird, wie viele Ökonom:innen vor einigen Monaten angenommen haben, die Risikoprämien zwar nicht auf den Höchstständen aus der Dot-Com-Blase und Finanzkrise sind, aber sich deutlich ausgeweitet haben. Des Weiteren werden sich aus unserer Sicht Opportunitäten im Wandelanleihebereich ergeben, da diese hauptsächlich aus dem Technologiesektor bedient werden und dann bei einer anstehenden Zinswende überproportional profitieren sollten.

## Rohstoffe

Die Aussichten für Rohstoffe sind angesichts der Rezessionsängste durch die erwartete Abkühlung der Weltwirtschaft gemischt. Während die starke Entwicklung der Rohstoffpreise in erster Linie auf das mangelnde Angebot in den Jahren 2021 und 2022 zurückzuführen ist, wird möglicherweise in der ersten Jahreshälfte 2023 die Nachfrage nach zyklischen Rohstoffen eingeschränkt bleiben. Basismetalle und Energie reagieren sensibler auf den Konjunkturzyklus als Edelmetalle wie beispielsweise Gold, das eher von einem defensiven Charakter geprägt ist.

Während der Goldpreis immer noch durch die gestiegenen Realzinsen belastet wird, verbleibt wenig Überraschungspotenzial für die zukünftige Zinsentwicklung durch die bisherigen Straffungsbemühungen der Zentralbanken. Eine geldpolitische Lockerung und niedrigere US-Zinssätze dürften weiteren Druck vom Goldpreis nehmen und zu einer Abschwächung des Dollarkurses führen. Des Weiteren sind die geopolitischen Risiken weiterhin sehr ausgeprägt und die Nachfrage von Zentralbanken erneut hoch. Von der Unsicherheit des globalen Wachstums und der länger anhaltenden Inflation als erwartet sollte der Goldpreis in 2023 profitieren und wird auch weiterhin ein fester Bestandteil unseres strategischen Anlagekonzeptes als Absicherung und Diversifikation im Portfoliokontext darstellen.



Auch im Laufe des Jahres 2023 dürfte der Ölmarkt weiter angespannt bleiben. Trotz rückläufiger Nachfragedynamik ist er weiterhin knapp durch die Angebotsverluste europäischer Sanktionen für russisches Rohöl in Verbindung mit anhaltenden Kürzungen der OPEC+ resultierend in einen Nachfrageüberhang. Wegweisend für die weitere Entwicklung des Ölpreises werden die Meldungen der Zentralbanken über die Zinspolitik sowie die Covid-19-Entwicklung in China sein.

Wir bleiben für Rohstoffe mittel- bis langfristig weiterhin positiv, da die Anlageklasse dem Druck einer strukturellen Angebotssituation unterliegt und von der Beschleunigung der Energiewende profitieren sollte. Die Diversifikationsvorteile für traditionelle Multi-Asset-Portfolios sollten auch kurzfristig überwiegen, während die hohe Zyklizität bei der Anlage zu berücksichtigen ist. In diesem Zusammenhang prüfen wir, auch ein Exposure in steigenden Rohstoffpreisen indirekt über Investitionen in Länder, Währungen und Aktiensektoren abzubilden.

### **Währungen**

Der US-Dollar erfuhr aufgrund der aggressiven Zinserhöhungspolitik der US-Notenbank und den Ängsten vor einer globalen Rezession Unterstützung und markierte in 2022 ein 20-Jahreshoch. Er sollte sich allerdings stabilisieren und im Laufe des Jahres eher zur Schwäche neigen, sobald die US-Geldpolitik weniger restriktiv wird und die Wachstumsrisiken abnehmen. Wir denken, dass eine Trendwende im US-Dollar ein wichtiger positiver Faktor für Risikoanlagen für das Jahr 2023 darstellen wird.

Ihre  
LUNIS Vermögensmanagement AG

Investment Office

(17.01.2023)



## Disclaimer

---

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der LUNIS Vermögensmanagement AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch auf vollständige Darstellung erhebt.

Sie stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung/Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und ersetzt nicht die Beratung und Risikoaufklärung, durch Ihren persönlichen Berater.

Individuelle Steuer- und/oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Obwohl diese Unterlagen mit großer Sorgfalt erstellt wurden, kann die LUNIS Vermögensmanagement AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen.

Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

LUNIS Vermögensmanagement AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.