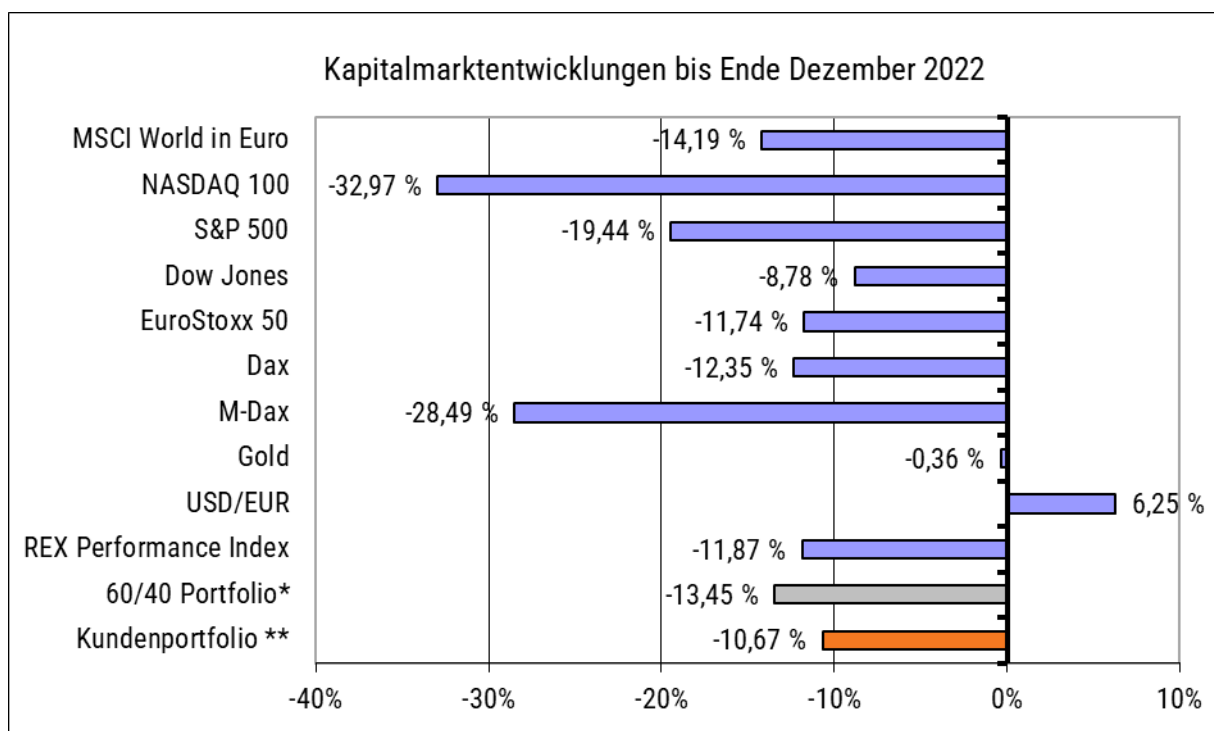


Anlagepolitik I. Quartal 2023

Rückblick

Das Jahr 2022 geht aus Sicht der Kapitalmärkte als das Jahr der Rückkehr von Inflation und Zinsen in die Geschichte ein. Zweistellige Inflationsraten hatte es in der Bundesrepublik zuletzt Anfang der 50er-Jahre gegeben. Die Spätfolgen der Corona-Krise rückten das Thema Inflation und Zinsen bereits Ende 2021 in den Fokus (wie in der Ausgabe zum 1. Quartal 2022 nachzulesen ist). Aber erst mit dem russischen Überfall auf die Ukraine und dem damit verbundenen starken Anstieg der Energiekosten, gingen die Inflationsraten in Europa und den USA durch die Decke. Die Zentralbanken kamen ihrer Aufgabe für Preisstabilität zu sorgen zu Beginn nur sehr zögerlich nach, um dann im weiteren Verlauf umso schneller und dynamischer an der Zinsschraube zu drehen. Die amerikanische Zentralbank hat in nur 9 Monaten den Zinssatz um 4,25 Prozent erhöht. Die europäische Zentralbank begann erst 4 Monate später mit dem ersten Zinsschritt und erhöhte die Leitzinsen in vier Schritten von null auf 2,5 Prozent. Selbst die Zentralbank von Japan, die in der internationalen Geldpolitik eine Sonderrolle einnimmt, weil sie ein fester Bestandteil der staatlichen Stimulierungspolitik ist, hat kürzlich den Zielkorridor für die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen erweitert und somit eine De-facto-Zinserhöhung vorgenommen.

Der rapide Zinsanstieg hat die Kapitalmärkte in kurzer Zeit fundamental verändert. Die Zeiten von extrem niedrigen und sogar negativen Zinsen sind vorbei. Sich zu verschulden hat wieder einen Preis. Einerseits machen die höheren Renditen Investitionen in Anleihen wieder attraktiv, andererseits sind damit aber auch steigende Finanzierungskosten für Staaten, Unternehmen und Immobilieninvestoren verbunden. Darunter leidet die Konjunktur und die meisten Prognosen sehen für das letzte und das aktuelle Quartal eine Rezession voraus.



Quelle: eigenes Research, * Benchmark-Portfolio: 60 % Aktien (je 20 % S&P 500, EuroStoxx und Dax) und 40 % festverzinsliche Anleihen (REXP Index); ** durchschnittliche Wertentwicklung unserer Kundenportfolios

Mit den Konjunktur- und Rezessionsängsten kamen die **Aktienmärkte** gehörig unter die Räder. Die größten Verlierer im vergangenen Jahr waren die Gewinner des Vorjahres. Für die Technologiebranche war es ein schwarzes Jahr. Der technologieelastige Index NASDAQ 100 verlor mit rund einem Drittel deutlich stärker als der breit aufgestellte

S&P 500, der um 20 Prozent einbrach. Die europäischen Märkte verloren ebenfalls deutlich, wenn auch nicht ganz so stark. Der DAX und EuroStoxx gaben um rund 12 Prozent nach. Die asiatischen Märkte konnten sich dem globalen Trend ebenfalls nicht entziehen, der Nikkei-Index fiel um etwas über 9 Prozent, der Hang Seng- und der Shanghai Composite-Index um über 15 Prozent. Damit lagen nahezu alle namhaften Börsenindices im 2-stelligen Prozentbereich im Minus.

Wer glaubte, mit vermeintlich sicheren Anleihen keine Verluste machen zu können, wurde letztes Jahr eines Besseren belehrt. Denn das wahre Desaster fand an den **Anleihemärkten** statt. Die steigenden Zinsen zogen Kursverluste nach sich. Der Kauf einer 10-jährigen Bundesanleihe führte in 2022 zu einem Verlust von rund 17 Prozent, der einer amerikanischen Staatsanleihe schlug mit 29 Prozent Minus zu Buche, trotz Währungsgewinnen im US-Dollar.

Die Verzinsung der richtungsweisenden 10-jährigen US-Staatsanleihe schoss im vergangenen Jahr von 1,51 Prozent auf 3,88 Prozent. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe sprang von minus 0,20 Prozent im gleichen Betrachtungszeitraum auf 2,50 Prozent. Sowohl in den USA wie auch in Deutschland sind die Zinskurven invers, d.h., die Renditen der kürzer laufenden Anleihen liegen über denen der länger laufenden. Inverse Zinskurven gelten an den Finanzmärkten als Rezessionssignal.

Die Stärke des US-Dollars am **Devisenmarkt** war sehr stark von den Zinserwartungen und der Notenbankpolitik dies und jenseits des Atlantiks geprägt. Nachdem die amerikanische Währung in der 2. Jahreshälfte unter die Parität rutschte, hat sich der Euro gegen Ende des vergangenen Jahres wieder von seinen Tiefstkursen erholt. Unter dem Strich blieb ein Gewinn des US-Dollars von rund 6 Prozent.

Der **Preis für Rohöl** (Sorte Brent) stand natürlich ganz im Zeichen des Krieges in der Ukraine. Nach kräftigen Auf- und Abs im Jahresverlauf blieb ein Anstieg von noch gut 6 Prozent. **Gold** wurde seiner Funktion als Safe Heaven-Anlage gerecht und notierte unverändert zum Vorjahr.

Ausblick

Auch dieses Jahr möchten wir für 2023 einige Thesen aufstellen, die einen Handlungsrahmen für unsere anlagepolitischen Entscheidungen im laufenden Jahr darstellen sollen, wohl wissend, dass die Wahrscheinlichkeit von sogenannten Tail Risks, also extremer Wendungen, stark zugenommen hat. Die im Vorjahr aufgestellten Thesen werden auf Seite 4 rückblickend auf ihren Wahrheitsgehalt hin kommentiert.

1. Die Weltwirtschaft wird vor allem in der ersten Jahreshälfte 2023 eine milde Rezession aufweisen und sich im weiteren Jahresverlauf langsam erholen.
2. Die Inflationsraten werden sich aufgrund von Basiseffekten zwar vorübergehend abschwächen, uns aber hartnäckig erhalten bleiben. Die alte Normalität mit niedriger Inflation und niedrigen Zinsen kommt 2023 nicht zurück.
3. Die Zentralbanken bleiben mit ihrer Zinspolitik der entscheidende Treiber an den Aktienmärkten. Nach weiteren, nicht mehr so drastischen Zinserhöhungen, erwarten wir im Jahresverlauf eine Stabilisierung des Zinsniveaus (*Dies spiegelt aktuell den Konsens der Prognosen wider*).

Es besteht die Gefahr der Überreaktion durch die amerikanische Notenbank. Zudem gibt es über die Auswirkungen des allmählichen Abschmelzens der Anleihebestände (Quantitative Tightening) nur wenig Erfahrungswerte.

4. Viele der negativen Faktoren wurden in den Aktienkursverlusten des vergangenen Jahres bereits eingepreist. Rezessionsphasen eignen sich erfahrungsgemäß gut für antizyklische Aktienkäufe, da eine Erholung der Unternehmensgewinne vorweggenommen wird. Zudem können Unternehmen in inflationären Phasen Preisüberwälzungsspielräume nutzen.
5. Die langfristigen Zinsen verharren unter den Inflationsraten. Damit bleiben langlaufende deutsche Staatsanleihen aufgrund der negativen Realverzinsung uninteressant. Unternehmensanleihen mit kürzeren Laufzeiten können das Ziel des nominellen Werterhalts wieder weitgehend erreichen.
6. Gold bleibt aus Gründen der Diversifikation ein Portfoliobestandteil.

Aus anlagepolitischer Sicht bleibt folgendes festzuhalten:

Chancen

- Die deutlichen Marktkorrekturen des vergangenen Jahres preisen eine Rezession bereits ein. Eine nur milde Rezession käme den Notenbanken entgegen.
- Die Inflationsraten bilden sich stärker und nachhaltiger als erwartet zurück, was den Notenbanken Spielräume für eine weniger restriktive Zinspolitik eröffnet.
- Eine Entspannung der geopolitischen und wirtschaftlichen Risiken ist nicht gänzlich auszuschließen.
- Die hohen Bewertungen von Aktien haben sich mittlerweile deutlich zurückgebildet und können aktuell für zahlreiche Unternehmen und Branchen als günstig angesehen werden.

Risiken

- Rezessionsbedingte Gewinnrevidierungen der Unternehmen führen zu weiteren Bewertungsanpassungen am Aktienmarkt.
- Eine Neusortierung der Globalisierung führt zu Handelskonflikten nicht nur der politischen Systeme (USA - China), sondern auch zu einem verschärften Standortwettbewerb innerhalb des westlichen Lagers.
- Die Inflation erweist sich als hartnäckiger als erwartet, was weitere restriktive Maßnahmen der Notenbanken nach sich zieht.
- Die Notenbanken schätzen die Situation falsch ein, reagieren über und drehen zu stark an der Zinschraube.

Anlagepolitische Schlussfolgerungen

- Für den langfristig denkenden Aktieninvestor ändert sich an der grundsätzlichen Vorteilhaftigkeit der Aktienanlage nichts. Im Gegenteil, gerade in Rezessions- und Krisenphasen bieten sich günstige Einstiegschancen.
- Die Portfolios sollten auf dividendenstarke Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht und gesunden Bilanzen ausgerichtet werden. Gleichzeitig ist auf eine sinnvolle Diversifikation über Branchen, Länder und Währungen zu achten.
- Aufgrund der inversen Zinsstruktur kommen (Unternehmens-)Anleihen mit kurzen Laufzeiten wieder als Anlage in Betracht.
- Gold gilt zwar als Safe Haven-Anlage, verliert aber mit steigenden Zinsen an Attraktivität.

Disclaimer: Diese Publikation dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Ausführung sonstiger Finanztransaktionen dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Meinungen und Informationen reflektieren die Ansichten der Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können jederzeit, ohne Ankündigung, geändert werden. Obwohl die Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernommen werden. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für die laufende oder zukünftige Performance. Ohne vorhergehende schriftliche Einwilligung durch die Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH darf die Anlagepolitik weder vervielfacht noch verteilt noch veröffentlicht werden.

Nachfolgend die Anfang 2022 formulierten anlagepolitischen Thesen mit entsprechender aktueller Kommentierung (*blau*):

1. Die Konjunktur bleibt in 2022 aufwärtsgerichtet, die regionale und sektorale Entwicklung wird aber sehr unterschiedlich verlaufen. Der Euroraum könnte in diesem Jahr stärker als die USA wachsen.
Die globale Konjunktur entwickelte sich schwach, was hauptsächlich auf den Krieg in der Ukraine und den damit verbundenen Auswirkungen zurückzuführen war.
2. Die Inflationsraten werden insbesondere in der ersten Jahreshälfte ein Thema sein. Die Verbraucherpreise in den USA werden mit über 4 Prozent deutlich über denen im Euro-Raum mit unter 3 Prozent liegen. Der Druck auf die Löhne, und damit für einen dauerhaft höhere Inflation, ist in den USA sehr viel ausgeprägter als im Euro-Raum.
Diese These ist so aufgrund der durch den Ukrainekrieg ausgelösten Energiekrise nicht eingetreten.
3. Damit steht das Jahr 2022 ganz im Zeichen der Zinsentwicklung:
 - a. Die Divergenzen in der Geldpolitik nehmen als Folge der unterschiedlichen Inflationsentwicklung zu. Die amerikanische Notenbank wird im laufenden Jahr mehrere Zinserhöhungsschritte vornehmen und den Abbau der Bilanzsumme einleiten. Die europäische Zentralbank bleibt hinsichtlich einer Zinserhöhung und dem Abbau der Bilanzsumme deutlich zurückhaltender.
Die These hinsichtlich der Verhaltensweisen der Notenbanken traf zu, allerdings war die Geldpolitik deutlich restriktiver.
 - b. Die langfristigen Zinsen in den USA werden leicht auf etwas über 2 Prozent ansteigen. Die Kapitalmarktzinsen in Europa können sich diesem Sog nicht entziehen und die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen wird wieder positiv rentieren.
Diese Aussage traf zwar tendenziell zu, aber nicht hinsichtlich des Ausmaßes des Zinsanstiegs.
 - c. Die reale Verzinsung bleibt aber negativ.
Dies war zutreffend.
4. Aktien bleiben auch in 2022 die bevorzugte Anlageklasse. Die Gewinnmarge der amerikanischen Unternehmen kommt durch höhere Löhne stärker unter Druck als in Europa. Dennoch bleibt der Gewinnrend positiv, allerdings mit nachlassender Dynamik. Technologiewerte aus der zweiten und dritten Reihe werden durch die Zinsentwicklung stärker belastet.
Mit Kursverlusten haben wir nicht gerechnet, von daher war diese Aussage falsch. Technologiewerte der zweiten und dritten Reihe zu meiden, war allerdings richtig.
5. Gold bleibt aus Gründen der Diversifikation ein wichtiger Portfoliobestandteil.
Der Goldpreis notierte unverändert zum Vorjahr und hat damit zur Stabilisierung des Portfolios beigetragen.