



# Marktausblick und Anlagestrategie 2023

## Sinkende Inflationsdynamik bei stabilem, aber niedrigem Wachstum

2022 war für den Euro-Staatsanleihenmarkt ein historisch schwaches Jahr. Die Verluste der Rentenindizes waren um ein Vielfaches höher als während der Staatsschuldenkrise 2011/12, weil 2022 ausnahmslos alle Emittenten vom Anstieg der Renditen erfasst waren. Viele Investoren fragen sich daher, ob sich jetzt nicht bereits ein guter Zeitpunkt für eine Verstärkung der Euro-Staatsanleihen im Portfolio bietet. Wir bleiben in Bezug auf Euro-Staatsanleihen noch defensiv. Die aktuelle Inflationsdynamik in der Eurozone erlaubt es der EZB noch nicht, den

laufenden Zinsanhebungszyklus bald zu beenden. Erst in der Dezember-Sitzung hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde betont, dass es „noch ein weiter Weg zu gehen“ ist, bis die Kerninflationen in der Eurozone sich wieder auf einem stabilen Pfad in Richtung des Inflationszieles befinden. Erst nach einer signifikanten Verringerung der gemessenen Kerninflationen oder nach weiteren deutlichen Bewertungsverlusten sollte das Exposure zu Euro-Staatsanleihen im Portfolio wieder erhöht werden.

## Unternehmensanleihen im Spannungsfeld zwischen Inflation und Rezession

Für andere Renten-Segmente fällt die Analyse allerdings unterschiedlich aus. Im Spannungsfeld zwischen Inflationsbekämpfung und Rezessionsorgen, in dem sich die Notenbanken derzeit bewegen, haben sich Unternehmensanleihen trotz signifikant geringerem Zinsänderungsrisiko bisher kaum besser halten können als Staatsanleihen, weil sich gleichzeitig mit der Zinskurvenbewegung auch die Kreditaufschläge deutlich ausgeweitet haben. Auch wenn 2023 ein sehr geringes oder sogar negatives reales Wirtschaftswachstum als Basisszenario zu erwarten ist, bildet diese zusätzliche Ertragskomponente doch einen Puffer, der beim Ausbleiben stärkerer Kreditausfälle zu einer zukünftigen Outperformance dieser Assetklasse beitragen sollte. In der Kombination mit einem moderaten Anteil von High Yield-Anleihen kann ein Unternehmensanleiheportfolio ohne allzu große Ausfallsrisiken und ohne Währungsrisiko etwa 6 bis 7 % p.a. Fälligkeitsrendite aufweisen. Beim Ausbleiben einer unerwartet scharfen Rezession, sollte sich diese Jahresrendite bereits im kommenden Jahr großteils erzielen lassen.

## Chance für Schwellenländer-Anleihen

Auch für in Fremdwährung denominierte Anleihen ergeben sich bereits zum Jahreswechsel interessante Ertragsperspektiven. Viele Notenbanken in den Emerging Markets haben schon vor über einem Jahr mit Zinsanhebungen begonnen und können daher aktuell von niedrigen Inflationsdifferenzialen zum Euro und US-Dollar profitieren. Einige dieser Notenbanken nehmen sogar bereits erste Zinssenkungen vor und wirken dadurch positiv auf die Erträge von Staats- und Unternehmensanleihen in Lokalwährung. Ein wesentlicher Risikofaktor dieser Titel ist selbstverständlich der Wechselkurs des Euro zur jeweiligen Fremdwährung. In Bezug auf Hartwährungsanleihen in US-Dollar wird sich hier im Verlauf des Jahres gutes Hedgdepotenzial ergeben. Der Euro hat im vergangenen Jahr deutlich abgewertet, wird durch die nun stärker steigenden Zinsen im Euroraum voraussichtlich jedoch einen Teil dieser Verluste wieder zurückgewinnen. Das schrumpfende Zinsdifferenzial macht das Hedgen des USD-Währungsrisikos im Verlauf von 2023 relativ günstig und EUR-Investoren sollten intensiv von dieser Möglichkeit Gebrauch machen. Auch im Fall von Emerging Markets-Lokalwährungsanleihen aus Ländern, deren Währungen sich mit relativ hoher Korrelation zum

US-Dollar bewegen (das gilt vor allem für lateinamerikanische und asiatische Währungen), sollte diese günstige Gelegenheit zur Reduktion des Risikos genutzt werden.

## Gute Einstiegschancen für Aktien

Die Entwicklung der Aktienmärkte wird auch 2023 von hoher Volatilität geprägt sein und voraussichtlich ohne klaren Trend erfolgen. Die Unsicherheiten bezüglich der Tiefe der erwarteten Rezession und des Ausmaßes der Margenkompression, die aufgrund steigender Kosten und geringerer Nachfrage erfolgen wird, belasten die Aktienmärkte wohl über weite Strecken des Jahres. Ein Teil dieses Effekts wurde bereits durch eine deutlich günstigere Bewertung der Aktien im Vergleich zum Jahresbeginn 2022 vorweggenommen. Vor allem der äußerst hoch bewertete Technologiesektor musste bereits im Jahresverlauf 2022 signifikante Bewertungsverluste hinnehmen, und dieser negative Trend wird mit hoher Wahrscheinlichkeit auch in diesem Jahr bestehen bleiben, da dort die Bewertungsniveaus immer noch relativ deutlich über den historischen Durchschnitt liegen. Im Verlauf des Jahres sollten sich damit im Zuge der volatilen Entwicklung gute Einstiegschancen für mittel- und langfristig orientierte Anleger ergeben, die jedenfalls für die Rebalancierung des Portfolios und je nach Entwicklung der Szenario-Wahrscheinlichkeiten in manchen Fällen auch für die selektive Erhöhung des Aktienexposures genutzt werden sollten.

## Attraktive Ertragsaussichten für 2023

Die Haupttreiber der Entwicklung der Finanzmärkte im Jahr 2023 werden sicherlich die Tiefe der sich abzeichnenden moderaten Rezession in vielen Industrieländern und die Schärfe der restriktiven Geldpolitik durch die großen westlichen Notenbanken sein. Für die Emerging Markets werden zusätzlich auch die Auswirkungen der gegenwärtig in Planung befindlichen wirtschaftlichen Stimulusmaßnahmen in China und die Entwicklung der aktuellen geopolitischen Spannungen rund um den Ukraine-Krieg sowie den Technologiestreit zwischen den USA und China eine wesentliche Rolle spielen. Insgesamt hat sich die Ausgangslage für Investoren in den vergangenen zehn Monaten nach dem geopolitischen Schock der Ukraine-Invasion und dem darauffolgenden Inflationsschock in den westlichen Industriestaaten doch deutlich verbessert und unsere Szenario-Analyse signalisiert überwiegend positive erwartete Erträge in diesem Jahr.



# Szenario-Analyse für 2023

1

## Stagflation

- Kerninflationen sinken tendenziell von aktuell erhöhtem Niveau
- Reales Wachstum bleibt gering, aber stabil
- Gewinnmargen der Unternehmen gehen zurück, sinken aber nicht unter Pre-Covid-Werte

2

## Harte Landung

- Geldpolitische Straffung führt zu Problemen bei der Refinanzierung schwacher Schuldner
- Banken schränken die Kreditvergabe stark ein
- Nachfrageausfall führt zu einer US-Rezession

3

## Inflationsdynamik bleibt hoch

- Zweitrundeneffekte verhindern Rückgang der Kerninflationen
- Notenbanken gestalten Geldpolitik noch restriktiver, Fiskalpolitik versucht negative Folgen abzumildern
- Zinsanstieg belastet Investitionsnachfrage stärker

4

## Geopolitische Entspannung

- Verhandlungsfortschritte ermöglichen eine Deeskalation in der Ukraine
- Globaler Handel zieht wieder an
- Niedrigere Rohstoffpreise und höhere Staatsausgaben stützen die Unternehmensgewinne

Unsere Szenario-Analyse umfasst die in der Abbildung dargestellten Szenarien und bewertet die Entwicklung der Assetklassen unserer Multi Asset-Portfolios in jedem einzelnen Szenario.



## Stagflation

Unser Basisszenario der globalen „Stagflation“ geht von einer sinkenden Inflationsdynamik im Verlauf des Jahres aus. Analog zur zuletzt in den USA beobachteten Entwicklung gehen auch in der Eurozone und den übrigen OECD-Staaten die Kerninflationen zurück und geben den Notenbanken dieser Länder den nötigen Spielraum zur Pausierung der Zinsanhebungen im ersten Halbjahr 2023. Das reale Wachstum bleibt in diesem Szenario niedrig, es kommt jedoch nicht zu einem abrupten Nachfrageausfall, und die Arbeitslosenquoten bleiben überwiegend unter den historischen Durchschnittsniveaus. Auch die Gewinnmargen der Unternehmen kommen in diesem Szenario zwar unter Druck, sinken aber im Durchschnitt nicht mehr unter die Pre-Covid-Werte. Das Szenario ist demnach gekennzeichnet von zweistelligen Erträgen auf den Aktienmärkten und schwach positiven Erträgen auf den Renten- und Rohstoffmärkten. Unternehmensanleihen performen besser als Staatsanleihen, und der Euro wertet gegenüber dem US-Dollar moderat auf.

## Harte Landung

Im Szenario der „harten Landung“ sind die Wachstumsauswirkungen der aktuellen geldpolitischen Straffung durch die OECD-Notenbanken stärker als aktuell erwartet. Die starke Liquiditätsreduktion auf den Finanzmärkten verringert das verfügbare Kreditvolumen für die schwächsten Schuldner und führt dadurch zu Problemen bei deren Refinanzierung. Steigende Ausfallraten bei Unternehmens- und Kreditkartenfinanzierungen führen in den USA und der Eurozone auch zu einer stärkeren Einschränkung der Kreditvergabe durch die Banken. Der darauffolgende Nachfrageausfall im privaten Konsum führt zu einer spürbaren US-Rezession und deutlich steigende Arbeitslosenquoten. Auch die Unternehmensgewinne brechen deutlich ein, und die Notenbanken beginnen über Zinssenkungen nachzudenken. In diesem Szenario erwarten wir einen weiteren spürbaren Rückgang der Aktienmärkte und der Rohstoffpreise. Staatsanleihen und der US-Dollar sollten sich in diesem Szenario jedoch klar positiv entwickeln. Unternehmensanleihen performen knapp positiv, und auch die Total Return Indizes von Emerging Markets-Anleihen sollten sich sowohl in Hartwährung als auch in Lokalwährung wertstabil entwickeln.

## Inflationsdynamik bleibt hoch

Bleibt die Inflationsdynamik in den OECD-Staaten, trotz der sich zuletzt abzeichnenden Stabilisierung durch – intensiver als erwartet – auftretende Zweitrundeneffekte hoch, wird die zuletzt beobachtete Entwicklung der Finanzmärkte bis ins Jahr 2023 hinein verlängert. Der fehlende Rückgang der Kerninflationen zwingt dann die Notenbanken, ihre Geldpolitik noch restriktiver als bisher kommuniziert zu gestalten. Auch fiskalpolitische Maßnahmen zur Eindämmung der negativen Effekte hoher Inflation werden wieder verstärkt beschlossen. Durch den weiteren Zinsanstieg wird in Folge auch die Investitionsnachfrage stärker belastet. In diesem Szenario können auch 2023 nur Rohstoffe eine klar positive Performance abliefern. Die Renten-Assetklassen sind durch die neuerlichen Renditeanstiege weiter belastet und können kaum positiv bilanzieren. Unternehmensanleihen sollten wiederum leicht besser als Staatsanleihen performen. Auch die Aktienmärkte fahren wieder Verluste ein, und der EUR-USD-Wechselkurs sollte sich mit hoher Volatilität seitwärts bewegen.

## Geopolitische Entspannung

Das positivste Szenario für globale Investoren würde sich aus einer durch Verhandlungsfortschritte ermöglichten nachhaltigen Deeskalation in der Ukraine ergeben. Konkrete Friedensverhandlungen ermöglichen eine Stärkung des globalen Handels und begünstigen damit einen Wiederaufschwung der verarbeitenden Industrie. Entspannt sich parallel auch der Technologiestreit zwischen den USA und China, ist mit einem Rebound der Technologiewerte zu rechnen. Die Angebotserweiterung auf den Rohstoffmärkten dämpft die Rohstoffpreise und verbessert dadurch das Wachstums- und Investitionsumfeld. Höhere Staatsausgaben für die Finanzierung des Wiederaufbaus in der Ukraine stärken die Unternehmensgewinne und ermöglichen höhere Unternehmensinvestitionen. Die Aktienmärkte können in diesem Szenario zu einem Aufwärtstrend ansetzen und erzielen über alle Regionen Erträge jenseits der 20 % mit einer leichten Outperformance der Emerging Markets-Aktien. Staats- und Unternehmensanleihen bleiben insgesamt stabil, und auf dem US-Geldmarkt werden deutlich negative Euro-Erträge aufgrund einer starken Aufwertung des Euro erzielt.

# Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Portfoliogewichtung

Die Abbildung zeigt die erwarteten Wahrscheinlichkeiten der zuvor beschriebenen Szenarien unter deren Berücksichtigung es nun möglich ist, für jede Assetklasse Ertragserwartungen zu definieren, und in Verbindung mit der aktuellen Kovarianz der Erträge der Assetklassen eine mathematische Portfolio-Optimierung durchzuführen. Dem dafür eingesetzten Black-Litterman-Ansatz liegt ein langfristiges Anker- oder Benchmark-Portfolio zugrunde, welches das Aktienexposure mit insgesamt 30 % gewichtet. Euro-Staatsanleihen haben ein deutlich größeres Gewicht von 50 %, nicht in Euro denominierte Staatsanleihen und Unternehmensanleihen kommen zusammen auf 14 % und Rohstoffe sind mit 6 % gewichtet.

**Stagflation**

1

**40 %**

**Harte Landung**

2

**20 %**

**Inflationsdynamik  
bleibt hoch**

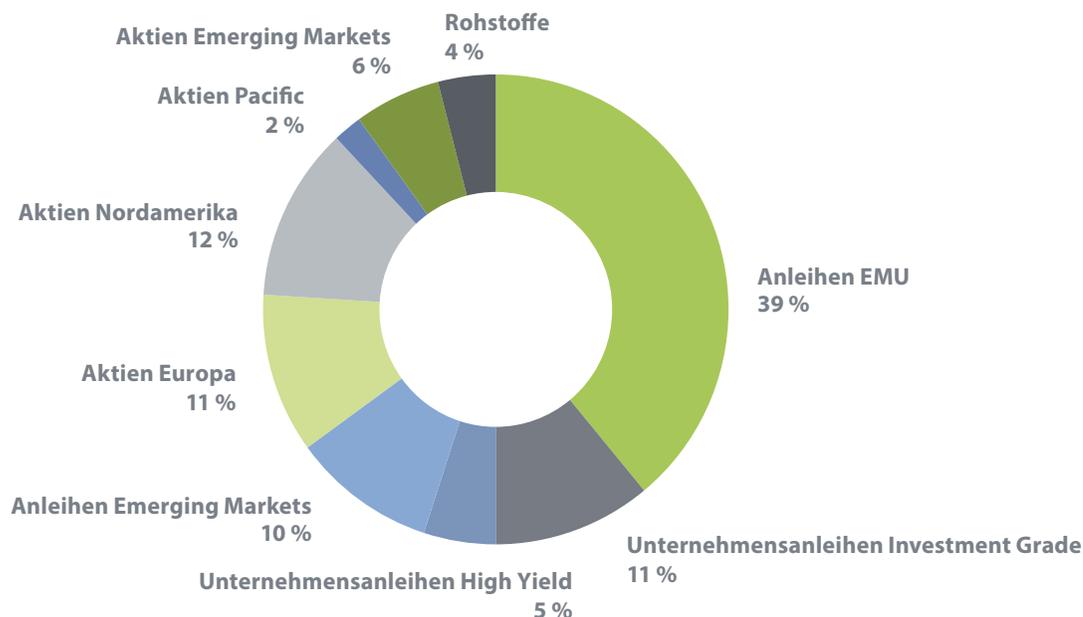
3

**24 %**

**Geopolitische  
Entspannung**

4

**16 %**



Strategisches Total Return Portfolio 2023

### Das strategische Total Return Portfolio für 2023

Im strategischen Portfolio bleiben Euro-Staatsanleihen gegenüber dem Ankerportfolio mit nur 39 % weiterhin stark untergewichtet. Während zu Jahresbeginn das Durationsrisiko dieser Komponente defensiv gestaltet werden sollte, ist im weiteren Verlauf des Jahres je nach Dynamik der Inflations- und Renditeentwicklung ein höheres Exposure sinnvoll. Sinkende Kerninflationen in der Eurozone oder weiter starke Verluste bei Rentenindizes sind als Signale für eine Erhöhung des Durationsrisikos geeignet. Eine deutliche Übergewichtung bei Unternehmensanleihen erhöht die durchschnittliche Rendite des Rentenportfolios bei geringer Inkaufnahme von Ausfallsrisiken mit Investment Grade Corporates im Ausmaß von 11 % des Portfolios.

Noch höheres Ertragspotenzial im Jahr 2023 besitzen Unternehmensanleihen mit High Yield-Rating und Anleihen von Emerging Markets-Emittenten. Aufgrund der höheren Volatilität dieser Assetklassen und der mit der Investition verbundenen Ausfalls- und Währungsrisiken wird ein gemeinsames Gewicht

von 15 % empfohlen, das zu zwei Drittel auf Emerging Markets fallen sollte. Gemeinsam mit der empfohlenen Rohstoffgewichtung von 4 % und dem Exposure zu Emerging Markets-Aktien im Ausmaß von 6 %, besitzt das empfohlene Total Return Portfolio eine Gewichtung der Emerging Markets-nahen Assetklassen von etwa 20 %.

Das höchste Ertragspotenzial und die höchste erwartete Volatilität besitzt die Aktienkomponente des Portfolios. Die Aktienkomponente ist im Wesentlichen neutral gewichtet und entspricht etwa 30 % des Portfolios. Das Hauptexposure entfällt knapp auf US-Aktien mit 12 % des Portfolios. Gegenüber einer Standard-Benchmark sind US-Aktien damit jedoch untergewichtet, und das relative Gewicht der europäischen Aktien ist deutlich erhöht. Einzeltitel mit günstiger Bewertung (Value) und starker Preisdynamik (Momentum) sind in diesem Portfolio höher zu gewichten als Qualitätsaktien mit stabilen Erträgen. Der für 2023 erwartete Ertrag dieses strategischen Portfolios beträgt etwa +6,3 % und variiert je nach Szenario innerhalb einer Spanne von +0,5 % bis +11,3 %.

**DR. THOMAS STEINBERGER**  
CIO, Geschäftsführer von IQAM Invest

