



BEWEGENDE FRAGEN 2023 – BERUHIGEN SICH DIE FALKEN, DRACHEN UND BÄREN?

Zu Beginn letzten Jahres haben wir gefragt, ob es das Jahr der Zentralbanken oder des schwächelnden Drachen, Chinas, werde. Es wurde beides, und ein aggressiver russischer Bär kam hinzu.

Jener Drache und Bär trieben durch Lieferkettenstörungen und explodierende Energiepreise die Inflation nach oben und lösten so historische Zinsanhebungen der Notenbanken aus. Diese haben die Kurse von Anleihen wie Aktien fast gleichermaßen in die Knie gezwungen. Ein Ausgleich, eine Abfederung von Aktienverlusten durch Anleihen im Portfolio wurde ins Gegenteil verkehrt.

Haben wir nun bald Höchststände bei Inflation und Zinsen und Tiefstände bei Anleihen- und Aktienkursen gesehen? Wurde die Risiken ausreichend eingepreist, so dass wir vor einer historischen Investitionschance stehen?

Es antworteten uns Dr. Uwe Rathausky, Vorstand der GANÉ Aktiengesellschaft und Marcus Hüttinger, Kapitalmarktstratege bei GANÉ, Dr. Ulrich Kaffarnik, Mitglied des Vorstandes der DJE Kapital AG, Peter Rieth, Portfoliomanager des ODDO BHF Polaris Moderate Fonds und Philipp Vorndran, Kapitalmarktstratege der Flossbach von Storch AG.

- ▶ *Wir bleiben in der Tierwelt. Die Falken stehen „hawkish“ für straffe Geldpolitik und steigende Zinsen und dominieren derzeit die Notenbankpolitik in den USA und Europa. Den größten Teil der Zinserhöhungen sollten wir mit 4,5% in den USA – erwartet werden 5% – und 2,5% in Europa hinter uns haben. Der globale Anleihenmarkt hat mit durchschnittlich 13% massiv verloren, viele zinsensible Wachstumsaktien haben sich mehr als halbiert. Die Inflation in den USA ist rückläufig. Wann übernehmen in den Notenbanken die Tauben „dovish“ mit einer lockeren Geldpolitik und wieder sinkenden Zinsen? Sehen Sie hieraus eine historische Investmentchance erwachsen?*



Dr. Uwe Rathausky

Für viele scheint der Höhepunkt der Inflationsentwicklung in den USA überschritten. Gleichzeitig schreitet die Normalisierung der globalen Lieferketten voran. Sie hat sich zwar aufgrund des Krieges in der Ukraine und der lange anhaltenden Zero-Covid-Strategie in China verzögert, sie trägt aber nun zu einer deutlichen Entspannung der Preisentwicklung bei. Zusätzlich sind die Gaspreise dank des milden Winters und der geringeren Nach-

frage in Europa wieder auf das Vorkriegsniveau gefallen. Langsamer vollzieht sich dagegen die Normalisierung am Arbeitsmarkt. Zwar steigt das prozentuale Lohnwachstum in den USA nicht weiter an, aber es gibt immer noch viel mehr offene Stellen als verfügbare Arbeitnehmer. FED-Chef Jerome Powell wird daher nicht müde, deutlich zu machen, dass kommende Zinsentscheidungen in Abhängigkeit der Datenlage zur Teuerung getroffen werden. Solange die Inflation nicht stark einbricht oder die Arbeitslosigkeit rezessionsbedingt emporschnellt, sind Zinssenkungen bis auf Weiteres unwahrscheinlich. Für uns ist daher wichtig, vor allem auf unverschuldete Unternehmen zu setzen, die nicht an hohen Refinanzierungskosten leiden.



Dr. Ulrich Kaffarnik

Die restriktive Notenbankpolitik wird sich noch einige Monate fortsetzen. Allerdings dürfte der Inflationshöhepunkt in den USA bereits überschritten und in der Eurozone gerade erreicht sein. Insofern könnten die kommenden Zinsschritte der FED und der EZB nurmehr 25 Basispunkte betragen. Gegen Jahresmitte sollten die bisher durchgeführten Zinserhöhungen die Konjunktur soweit verlangsamt haben, dass die ersten Notenbankvertreter eine Beendigung der bisherigen Politik in Aussicht stellen. Dies ist jedoch nicht gleichbedeutend mit Zinssenkungen. Allerdings dürften diese durch die Investoren mehr und mehr eingepreist werden und dadurch sowohl die Renten- als auch die Aktienkurse stützen. Eine historische Investmentchance sehe ich aber nicht, da dafür die Marktbewertungen nicht niedrig genug sind und viele Probleme weiter bestehen bleiben.



Peter Rieth

Wir erwarten aufgrund der hohen Inflationsraten weitere Zinserhöhungen in den USA und in Europa. Wie hoch die Leitzinsen steigen werden, hängt primär von der Inflations- und der Konjunkturentwicklung ab. Ein Angebotsschock ebbt typischerweise erst dann ab, wenn die Kerninflation (ohne Lebensmittel und Energie) den breiten Inflationsindex übersteigt. Anleger müssen daher vorerst mit weiteren Belastungen rechnen. Nach einem Jahr mit herben Kursverlusten selbst für Staatsanleihen gibt es aber auch einen positiven Aspekt: Die Zeit der Niedrig-, Null- und Negativzinssätze scheint hinter uns zu liegen. Mit Anleihen, vor allem

Unternehmensanleihen, lässt sich wieder eine akzeptable Rendite verdienen. Nach unserer Einschätzung kompensieren diese Renditen die noch bestehenden Kursrisiken, vor allem wenn man bei der Duration, der durchschnittlichen Laufzeit, defensiv (kurz) bleibt. Hier sehen wir Chancen für 2023.



Philipp Vorndran

Wann und ob die Tauben übernehmen werden, kann Ihnen leider niemand mit Gewissheit sagen. Die Notenbanken nehmen die Inflationsbekämpfung ernst. Sie werden ihre restriktivere Politik erst dann beenden, wenn ein nachhaltiger Rückgang der Inflation erkennbar ist – oder Kollateralschäden auftreten, die größer sind als der Nutzen ihrer Antiinflationpolitik. Die US-Notenbank ist von den bedeutenden Zentralbanken weltweit wohl am nächsten dran, die ausufernde Inflation unter Kontrolle zu bringen. Ihr Chef Jerome Powell zitiert dazu gerne einen seiner Vorgänger, Paul Volcker, der Anfang der 1980er Jahre mit Leitzinsanhebungen auf zeitweise 20 Prozent die US-Inflation damals erfolgreich bekämpft hat. Powells Kommunikation klingt ähnlich „hawkish“ wie damals das Wording von Volcker. Seine Maßnahmen jedoch haben bisher diese Dimension nicht erreicht. In der Eurozone liegen wir noch deutlich weiter hinter der Kurve. Die Börsen werden sich in den kommenden Monaten voraussichtlich von einer Notenbanksetzung zur nächsten hangeln und versuchen, ein Ende des Zinserhöhungszyklus auszuloten. Das bedeutet erst einmal ein ständiges Auf und Ab der Kurse, ohne klaren Trend. Dennoch sind die Bewertungen bereits zurückgekommen und das Chance-Risiko-Profil ausgewählter Titel hat sich verbessert.

- ▶ *Chinas Wirtschaft schwächelt, das Wachstum soll hinter dem globalen liegen, es wird schlagartig von der Null-Covid-Politik abgewichen und versucht, sehr spät die Immunisierung voranzutreiben. Führt die aktuelle Schwäche nach den konstruktiven Tönen im Rahmen des G20-Gipfels nun zu mehr Kooperation oder zu einer möglichen Aggression in Richtung Taiwan nach russischem Muster? Welche weiteren Risiken sehen Sie 2023 auf Kapitalanleger zukommen?*



Marcus Hüttinger

Die Kehrtwende von Null-Covid zur vollen Öffnung mit Hoffnung auf schnelle Herdenimmunität kam sicherlich überraschend. Die Kapitalmärkte reagieren positiv, weil die Weltwirtschaft, insbesondere Deutschland, stark von einer erfolgreichen Wiedereröffnung Chinas profitieren kann. Ob der erhoffte Wachstumsschub, wie man ihn nach den Lockdowns in Europa und den USA beobachten konnte, auch in China einsetzt, bleibt abzuwarten. Der Anteil der vollständig geimpften Senioren ist deutlich niedriger als in Deutschland. Zusätzlich ist die Datenlage sehr unübersichtlich. Auch die geopoliti-

schen Spannungen werden uns im Konflikt mit Taiwan in diesem Jahr erhalten bleiben. Als fundamental getriebene Investoren machen wir unsere Investitionsentscheidung aber nicht von geopolitischen Spekulationen abhängig. Vielmehr setzen wir auf Unternehmen, die von einer Wiedereröffnung Chinas profitieren und von einem unternehmensspezifischen Event zusätzlich beflügelt werden.

Dr. Ulrich Kaffarnik

Die bisherige Covid-Politik in China stellt international einen Sonderfall dar, der die ökonomische Aktivität im letzten Jahr stark gehemmt hat. Der schnelle Umschwung bei den Covid-Maßnahmen hat aber die Hoffnungen auf eine konjunkturelle Besserung deutlich erhöht. Ich glaube auch, dass sich das Wirtschaftswachstum in China, welches im vergangenen Jahr niedriger als in der Eurozone gewesen sein könnte, deutlich verbessert. Zu erwähnen ist hier besonders, dass China die Immobilienkrise bisher gut gemanagt hat. Der aggressive Grundton gegenüber Taiwan dürfte zwar beibehalten werden, einen Überfall auf Taiwan erwarte ich nicht. Das größte Risiko für 2023 könnte ein „Nichtverschwinden“ der Inflation sein. Dies würde die Aussichten für alle Asset-Klassen deutlich verschlechtern.

Peter Rieth

Es ist kaum möglich, solche politischen Entwicklungen bis hin zu Konflikten hinreichend gut zu prognostizieren. Meine Aufgabe als Portfoliomanager ist es jedoch im Rahmen der Risikoanalyse, die Gelder unserer Anleger zu schützen. Hierbei achten wir auch stark auf die politische Großwetterlage und meiden Unternehmen, die bei einer Verschlechterung der globalen Beziehungen besonders betroffen wären. Eine Eskalation des Taiwan-Konflikts hätte zum Beispiel gravierende negative Folgen für die Weltwirtschaft, da viele Halbleiterprodukte in Taiwan hergestellt werden. Daher haben wir diese wie andere geopolitischen Risiken im Blick.

Philipp Vorndran

China vollzog im Jahr 2022 gleich zwei Erkenntniswenden. Im März glaubte man, erkannt zu haben, dass nur ein brutaler Lockdown die unzureichend geimpfte Bevölkerung und das schwache Gesundheitssystem schützen könne. Doch das Virus ließ sich davon nicht beeindrucken. Als die Bevölkerung aufbegehrt und dem Land der wirtschaftliche Kollaps drohte, kam es zum Jahresende zu einer erneuten Erkenntniswende. Weitreichende Lockerungen führten zu chaotischen Zuständen in den Spitälern, geben aber immerhin Hoffnung, dass China in wirtschaftlicher Hinsicht wieder zurück zur Normalität und zum Wachstum findet. Die politischen Risiken sind aus unserer Sicht allerdings in den vergangenen Jahren in China gestiegen. Daher haben wir die Risikoprämien für chinesische Anlagen erhöht. Zumal der chinesische Präsident Xi Jinping die Einvernahme von Taiwan ganz offen auf die Agenda für seine Regierungszeit gesetzt hat, auch wenn niemand sagen kann, wann genau er dieses Ziel wie umsetzen wird.

► *Die naive Politik der letzten Jahre hat Deutschland in eine fatale Abhängigkeit von russischer Energie geführt. Energieengpässe in diesem Winter und der Niedergang des Industriestandortes scheinen – auch durch massive Intervention mit Steuermitteln der kommenden Generationen – vorerst nicht einzutreten. So könnte man die vor diesem Hintergrund geringen Verluste des DAX 2022 lesen. Auf der anderen Seite drohen Gefahren durch die Abhängigkeit von China. Wie sehen Sie das, welche Schlüsse ziehen Sie hieraus für Investitionen in deutsche, in europäische Aktien?*

Marcus Hüttinger

Die Beziehungen der Bundesregierung mit Russland wurden in den vergangenen Jahren von der außenpolitischen Strategie „Wandel durch Handel“ bestimmt. Durch eine gegenseitige wirtschaftliche Abhängigkeit sollte die Wahrscheinlichkeit eines Konfliktes reduziert werden. Mit dem Angriffskrieg Putins in der Ukraine ist diese Strategie endgültig gescheitert. Rückblickend muss man festhalten, dass sich Deutschland in eine gefährliche Abhängigkeit von russischen Rohstoffen begeben hat. Seit Ausbruch des Krieges muss die Ampelkoalition unter maximalem Druck Schadensbegrenzung betreiben. Als Erfolg kann gewertet werden, dass ein erstes LNG-Terminal in Wilhelmshafen im Rekordtempo in Betrieb genommen werden konnte. Trotzdem bleibt die zukünftige Gasversorgung der heimischen Industrie eine große Herausforderung. Da eine erneute Eskalation des Ukraine-Krieges oder ein schneller Anstieg der Nachfrage aus China Rohstoffpreise jederzeit wieder in die Höhe schnellen lassen kann, halten wir uns von kapitalintensiven Industrieunternehmen weiterhin fern. Wir setzen auf Unternehmen, die „Asset Light“ sind – also mit wenig Kapitaleinsatz wirtschaften und so auch gut mit steigenden Energiepreisen umgehen können.

Dr. Ulrich Kaffarnik

Die Entwicklung der Energiekosten bleibt natürlich ein ganz wichtiger Punkt. Im Jahresverlauf 2022 sind die Preise jedoch von den vorher erreichten Hochs für Erdöl deutlich zurückgekommen und für Erdgas regelrecht abgestürzt. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass praktisch alle Marktteilnehmer dies nur für eine vorübergehende Entwicklung halten. Der positive Überraschungseffekt sowohl auf die Inflationsrate als auch auf die Konjunktur wäre also groß, wenn die Energiepreise nicht wieder deutlich steigen. Die starke Abhängigkeit Deutschlands von China wird von der Bundesregierung mehr und mehr thematisiert. Eine kurzfristige Lösung ist allerdings nicht möglich. Andererseits gehe ich nicht von einer Eskalation in den chinesisch-deutschen Beziehungen aus, da dadurch auch für China politische und wirtschaftliche Nachteile entstehen würden. Unter Bewertungsaspekten und unter Betrachtung der relativen Positionierung der internationalen Fondsmanger haben Europa und die Emerging Markets Vorteile gegenüber den USA.

Peter Rieth

Die aktuellen politischen Entwicklungen haben auch Konsequenzen für Investoren. Zum einen dürfte die Beschaffung von Energie zukünftig volatil und vermutlich auch teurer werden. Zum anderen wird das Verhältnis zu China neu bewertet. Wir versuchen deshalb, die Risiken auf Portfolioebene zu begrenzen. Das bedeutet konkret, dass wir Unternehmen mit hoher Abhängigkeit von Energie und einer hohen Abhängigkeit von China eher meiden. Positiv sehen wir das inzwischen deutlich günstigere Bewertungsniveau europäischer Aktien, die im Zuge der Verwerfungen hart abgestraft worden sind. Das rechtfertigt aus unserer Sicht eine neutrale Positionierung am Aktienmarkt.

Philipp Vorndran

Als langfristig ausgerichtete Investoren sind attraktive Geschäftsmodelle für uns immer der erste Grund, um in ein Unternehmen zu investieren, nicht die Makro-Analyse. Und wir finden mit Abstand am meisten Investments in den USA. Auch so manches Unternehmen aus der Schweiz und aus Asien ist dabei; der Euroraum ist in unseren Portfolios deutlich weniger repräsentiert. Insgesamt ist das Umfeld in den USA sehr unternehmerfreundlich. Im Euroraum steigen hingegen tendenziell die Auflagen und Erschwernisse für Unternehmen. Hier ist die Energiepolitik nur ein Aspekt.

► *Es zeichneten sich 2022 auch positive Entwicklungen ab: Lula da Silva löst den Trumpisten Bolsonaro ab und wird mit dem Amazonasschutz einiges für das Klima, durch keine straff linke Agenda auch etwas für die wirtschaftliche Entwicklung Brasiliens tun. Trump scheint durch Zwischenwahlen und Steueroffenlegung geschwächt zu sein und kann durch einen Wahlkampf der Fakenews möglicherweise das Land nicht noch mehr entzweien. Welche positiven Aspekte in der globalen Entwicklung würden Sie hinzufügen, die auch die Kapitalmärkte stabilisieren und nach oben bewegen können?*

Dr. Uwe Rathaucky

Positiv ist, dass westliche Demokratien eine nicht geglaubte Einheit gegenüber Russland demonstrieren. Demokratien sind seit Jahren weltweit auf dem Rückzug, Diktaturen auf dem Vormarsch. Vielleicht ändert sich daran durch die Entwicklung im Iran und in Russland etwas. Für uns gehören aber weder politische noch volkswirtschaftliche Prognosen zum Kerngeschäft. Wir müssen Unternehmen analysieren und deren Geschäftsaussichten bewerten. Unser langfristiger Erfolg hängt mehr von den Produkten und Dienstleistungen und der Kundenorientierung der Unternehmen ab, weniger, ob sich die Märkte früher oder später stabilisieren. Für letzteres gibt es aber zumindest mit der Robustheit der Arbeitsmärkte, dem möglichen Inflationspeak und einem bevorstehenden Ende der Zinserhöhungen gewisse Anzeichen.

Dr. Ulrich Kaffarnik

Unter Klimagesichtspunkten ist die Wahl von Lula da Silva zu begrüßen. Was seine ökonomische Agenda anbelangt, bin ich weniger zuversichtlich, wie auch die ersten Marktreaktionen (schwächere Aktien, Renten und Währung) zeigen. Donald Trump bleibt ein Unsicherheitsfaktor, solange er Aussichten auf eine Kandidatur zum Präsidenten hat. Sollte er Kandidat der Republikaner werden, wird wohl eine neue Dimension von „schmutzigster Wahlkampf aller Zeiten“ auf uns zukommen. Das größte Positivum wäre für mich ein Waffenstillstand in der Ukraine, was die Kapitalmarktperspektiven schlagartig verbessert.

Peter Rieth

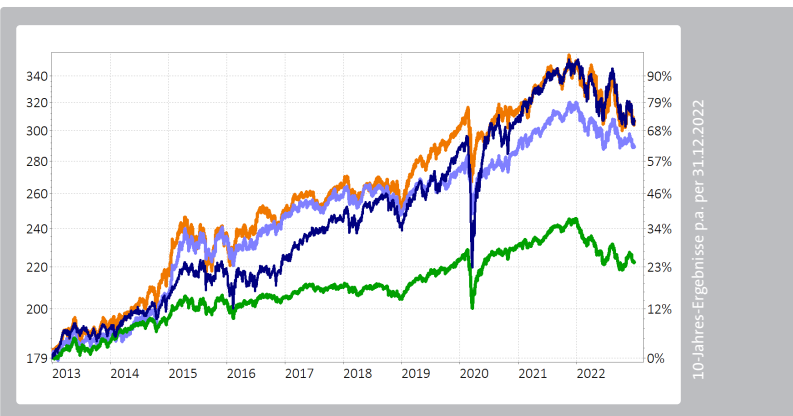
Politische Börsen haben zum Glück kurze Beine. Die internationalen Kapitalmärkte weisen generell eine große Resilienz gegenüber politischen Krisen auf. Worauf es an den Märkten ankommt, ist die Gewinnentwicklung der Unternehmen. Wenn die Gewinne durch politische Entscheidungen belastet oder gefördert werden, müssen wir reagieren. Ansonsten aber orientieren wir uns an unseren bewährten Maßstäben: Die Finger lassen sollte man von Unternehmen mit viel Hoffnung für die Zukunft und wenig Substanz. Wir empfehlen, auf Qualitätsaktien zu setzen, also Unternehmen mit hoher Kapital-effizienz, starker Wettbewerbsposition, wenig Schulden und strukturellem Wachstumspotenzial.

Philipp Vorndran

2022 war ein schlechtes Jahr für Aktien und ein katastrophales für Anleihen. Doch als langfristig denkende Investoren sind wir zuversichtlich, dass die Zukunft wieder bessere Jahrgänge für Anleger bereithält, auch wenn der Weg dorthin erst einmal steinig sein dürfte. Was war also 2022 positiv? Die Gesellschaft für deutsche Sprache hat den Begriff „Zeitenwende“ zum Wort des Jahres gekürt. Zeitenwende bedeutet das Ende eines Zeitalters und den Beginn eines neuen. Kanzler Olaf Scholz

hatte das Wort in seiner Bundestagsrede zum russischen Angriff auf die Ukraine benutzt, um den Beginn einer neuen Ära in der europäischen Nachkriegsordnung zu beschreiben. Doch die Annexion der Krim durch Putin liegt schon acht Jahre zurück. So lange hat es gedauert, bis die Erkenntnis gereift ist, dass es sich bei Putin um einen kriegswilligen Herrscher handelt. Die im Februar 2022 beschworene Zeitenwende war also eine Erkenntniswende. Und so erleben wir derzeit eine besonders erkenntnisreiche Zeit, die hoffen lässt, dass manche Weichen für die Zukunft bessergestellt werden als bisher.

Das Jahr 2022 bestimmten Bären, Drachen und Falken. Auch nach der Erkenntniswende wird dies 2023 so bleiben, aber wohl mehr Chancen für langfristige Investoren, wie unsere befragten Verwalter, bereithalten. Der Rücksetzer des letzten Jahres sollte wie die anderen in der grafischen Betrachtung über zehn Jahre bald ausgeglichen werden.



FvS Multiple Opportunities: 5,6% p.a.

Acatis Value Event (ehem. Acatis Gané Value Event): 5,6% p.a.

DJE Zins & Dividende: 4,9% p.a.

ODDO BHF Polaris Moderate: 2,2% p.a.

Mit diesem Investment im Fokus wollen wir eine hohe Transparenz und einen direkten Zugang zu den Sichtweisen der Vermögensverwalter schaffen. Vielen Dank für Ihr Interesse.



HABEN WIR IHR INTERESSE GEWECKT?

Gerne erläutern wir Ihnen alle Details in einem persönlichen Gespräch.

WWW.VERMOEGENSWERK.COM

BÜRO MÜNCHEN

Gottfried Krebs
Tel.: (089) 215 299 933
Fax: (089) 215 299 930
muenchen@vermoegenswerk.com

BÜRO HAMBURG

Florian Baumgartner
Tel.: (040) 794 163 66
Fax: (040) 794 163 67
hamburg@vermoegenswerk.com

BÜRO BERLIN

Tel.: (030) 450 866 11
Fax: (030) 450 866 12
berlin@vermoegenswerk.com

HINWEIS

Datenstand: 31.12.2022, Quelle: VWD. Die vorliegenden Unterlagen wurden von VermögensWerk AG auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft werden, erstellt. VermögensWerk AG hat keine Garantie für die Richtigkeit der Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit ändern. VermögensWerk AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile sowie das Einkommen aus Anteilen können schwanken und nicht garantiert werden. Diese Unterlage stellt kein Angebot zum Kauf von Investmentfondsanteilen oder Aktien dar. Die Grundlage für den Kauf von Investmentfondsanteilen sind die jeweiligen gültigen Verkaufsprospekte und aktuellen Halbjahres- und Jahresberichte. Diese können jederzeit bei VermögensWerk AG, Ludwig-Ganghofer-Str. 1, 82031 Grünwald angefordert werden. Im Prospekt sind wichtige Angaben zu Risiko, Kosten und Anlagestrategie enthalten.



VERMÖGENSWERK AG
VERMÖGEN | VERWALTER | AUSWAHL