



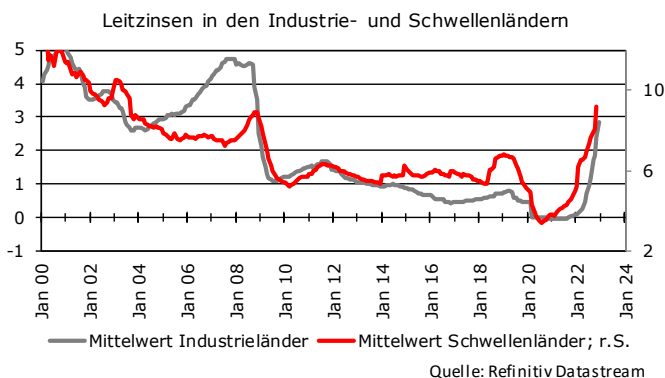
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

1. Dezember 2022

Ausblick 2023 (II): Ende der Zinswende in Sicht

Weltweit haben die Notenbanken im laufenden Jahr den Schalter umgelegt und die Zinswende eingeläutet. Hohe Inflationsraten, die durch den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine das höchste Niveau der vergangenen Jahrzehnte erreichten, haben dazu geführt, dass die Leitzinsen so schnell und deutlich erhöht wurden wie seit langem nicht mehr. Viele Währungshüter tendieren dazu, den Fuß vorerst noch auf dem Bremspedal zu lassen und die Leitzinsen noch weiter anzuheben. Ob der Leitzinshöhepunkt im kommenden Jahr erreicht wird, wie die Anleihenmärkte sich entwickeln, und welche Richtung der Euro gegenüber dem US-Dollar einschlagen wird, lesen Sie heute im zweiten Teil unseres Jahresausblicks. Besuchen Sie auch gerne unseren YouTube-Kanal, auf der Sie unsere Jahresausblicke in Bild und Ton finden:

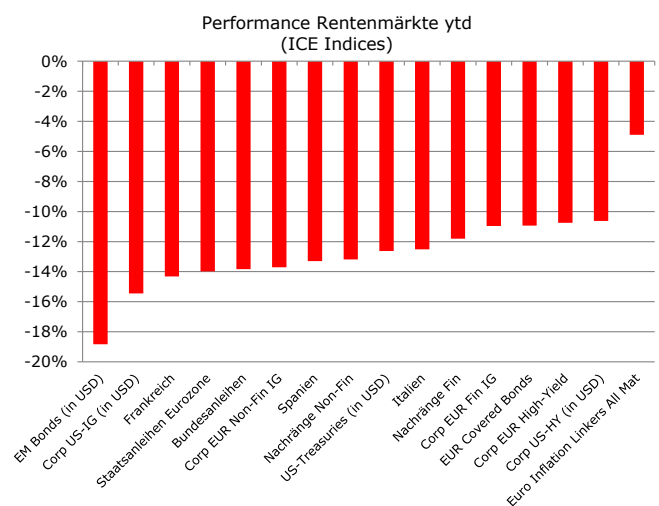
<https://www.youtube.com/c/MMWarburgCO>



Das Kapitalmarktjahr 2022 stand ganz im Zeichen der Zinswende. Weltweit haben die Notenbanken aufgrund der hohen Inflationsraten den Schalter umgelegt und die Leitzinsen deutlich angehoben. Beispielhaft seien hier die US Federal Reserve und die Europäische Zentralbank genannt. Der Offenmarktausschuss der US Notenbank

hat den Leitzins beginnend im März in sechs Schritten um insgesamt 375 Basispunkte angehoben. Der EZB-Rat hat dagegen erst im Juli mit den Leitzinserhöhungen begonnen. Insgesamt wurde der Hauptrefinanzierungssatz in drei Schritten um 200 Basispunkte angehoben.

Vor allem diese Entwicklung und die Auswirkungen des russischen Angriffskrieges in der Ukraine haben dafür gesorgt, dass das laufende Jahr in Bezug auf die Wertentwicklung von Staats- und Unternehmensanleihen mit großer Sicherheit als das schwächste Jahr überhaupt in die Geschichte eingehen wird.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Egal auf welches Segment des Anleihemarktes man schaut, fast überall sind negative Wertentwicklungen im zweistelligen Prozentbereich zu verzeichnen. Staatsanleihen aus der Eurozone weisen Kursverluste zwischen minus 12 Prozent und minus 15 Prozent auf. Bei US-Treasuries in lokaler Währung schlägt ein Verlust von 13

Prozent zu Buche. Dasselbe Bild ergibt sich bei den Unternehmensanleihen, auch hier kam es zu Verlusten zwischen minus 11 Prozent und minus 16 Prozent. Am schwächsten entwickelten sich Emerging Markets Staatsanleihen mit einer Performance von rund minus 19 Prozent.

Welche Entwicklungen erwarten wir für den Anleihemarkt in 2023?

Die konjunkturellen Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen Monaten spürbar verschlechtert. Auch wenn die Realwirtschaft noch keine rezessiven Tendenzen aufweist, so zeigen wichtige Frühindikatoren wie zum Beispiel die Einkaufsmanagerindizes mit Werten unter der 50er-Marke in Richtung einer zumindest leichten Rezession. Die starke, schnelle und synchrone Strafung der globalen Geldpolitik scheint langsam ihre Wirkung zu entfalten, 2023 dürften die Bremseffekte noch deutlicher werden. Ungünstige geopolitische Entwicklungen tragen zur wirtschaftlichen Unsicherheit bei, vor allem aufgrund der Spannungen zwischen dem Westen und Russland sowie China.

Haupteinflussfaktor für die Anleihemärkte bleibt die Notenbankpolitik, die maßgeblich von der Inflationsentwicklung beeinflusst wird. Hier gibt es Unterschiede zwischen den USA und Europa. Die Inflation in den USA ist hauptsächlich auf eine Angebotsverknappung aufgrund gestörter Lieferketten zurückzuführen, die durch eine starke Nachfrageausweitung aufgrund staatlicher Fiskalprogramme massiv verstärkt wurde, während die Inflation in Europa überwiegend aus stark gestiegenen Kosten resultiert. Bisher war die Rentabilität der Unternehmen auf beiden Seiten des Atlantiks widerstandsfähig, weil es den Firmen gelang, die höheren Kosten auf die Preise zu überwälzen. Der Nachfragerückgang, den die Zentralbanken mit den deutlichen Leitzinserhöhungen beschleunigen, wird aber wahrscheinlich Druck auf die Gewinnmargen ausüben und den Anstieg der Verbraucherpreise bremsen. Wir gehen daher davon aus, dass die Inflation in den USA und in der Eurozone bis Ende nächsten Jahres auf etwa drei Prozent sinkt.

Die Zentralbanken werden ihre restriktive Geldpolitik jedoch so lange beibehalten, bis sie sicher sind, dass die Inflation sich nachhaltig in Richtung ihrer Ziele bewegt. Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen in den USA bei fünf Prozent und in der Eurozone bei drei Prozent ihren Höhepunkt erreichen werden. Dies sollte im zweiten Quartal 2023 der Fall sein. Ob dann allerdings die Leitzinsen, wie derzeit von den Marktteilnehmern erwartet

wird, im vierten Quartal schon wieder leicht gesenkt werden, wird sich erst noch zeigen. Im Moment sind wir da eher skeptisch.

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
14.12.2022	0,0%	0,0%	0,0%	79,4%	20,6%	0,0%	0,0%		
01.02.2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	49,2%	42,9%	7,8%	0,0%	0,0%
22.03.2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	18,7%	46,8%	29,6%	4,8%	0,0%
03.05.2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,7%	42,3%	32,4%	8,9%	0,8%
14.06.2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,2%	41,4%	32,7%	9,6%	1,0%
26.07.2023	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%	19,7%	39,9%	28,7%	8,1%	0,9%
20.09.2023	0,0%	0,0%	0,8%	7,8%	25,8%	36,6%	22,5%	5,9%	0,6%
01.11.2023	0,0%	0,4%	4,5%	17,3%	31,5%	29,2%	13,8%	3,1%	0,3%
13.12.2023	0,3%	3,3%	13,7%	27,5%	29,8%	18,0%	6,1%	1,1%	0,1%

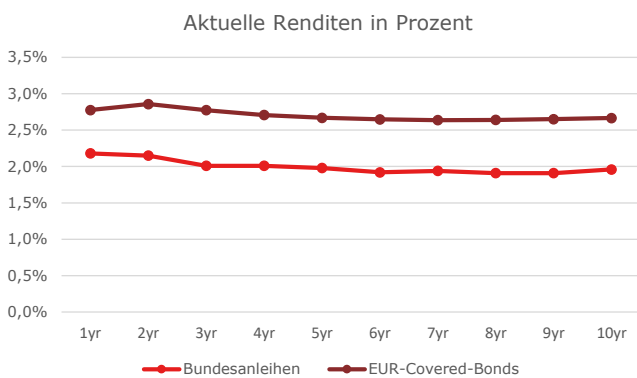
Quelle: CME Fed-Watch-Tool, 01.12.2022, 16.15 Uhr

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Rendite von 10-jährigen US-Treasuries und 10-jährigen Bundesanleihen im ersten Halbjahr 2023 wieder ansteigen werden. Sobald allerdings erkennbar sein wird, dass die Notenbanken die Leitzinsen nicht weiter erhöhen, sollten die Renditen wieder spürbar sinken. Wie stark dieser Rückgang sein wird, hängt maßgeblich von der Stärke einer möglichen Rezession und der Schnelligkeit des Inflationsrückgangs ab. Wir gehen davon aus, dass der Höhepunkt der 10-jährigen US-Renditen im Bereich von 4,25 bis 4,5 Prozent liegen wird, zum Jahresende rechnen wir mit einem Wert von 3,75 bis 4 Prozent. Einen ähnlichen Verlauf sollten die 10-Jahres-Renditen für Bundesanleihen nehmen. Hier sehen wir den Höhepunkt im Sommer bei Werten von 2,25 bis 2,5 Prozent und zum Jahresende einen Rückgang auf 1,75 bis 2 Prozent.

Für die Durationspositionierung in den Portfolien bedeutet dies, dass bis zur Jahresmitte 2023 noch eine vorsichtige Haltung eingenommen werden sollte. Beginnend mit dem zweiten Halbjahr sollte man aber wieder in längere Laufzeiten investieren, um vom einsetzenden Rückgang der Renditen zu profitieren. Für Anleger bedeutet dies, dass man sowohl mit Staatsanleihen aus der Eurozone als auch aus den USA ab dem zweiten Halbjahr aufgrund des gestiegenen Renditeniveaus und der zu erwartenden Kursgewinne im nächsten Jahr eine positive Wertentwicklung erzielen wird, ganz im Gegensatz zu der enttäuschenden Entwicklung in diesem Jahr.

Im Segment der europäischen Staatsanleihen sind wir nicht davon überzeugt, dass die aktuelle relative Schwäche von Bundesanleihen im Vergleich zur Peripherie anhalten wird. Denn die fundamentalen Rahmenbedingungen sprechen gegen einen nachhaltigen Einengungstrend bei Staatsanleihen aus der südeuropäischen Peripherie. Ursächlich hierfür ist zum einen der technische Ausblick. Wir gehen davon aus, dass die EZB im kommenden Jahr

beginnen wird, ihre Anleihebestände aus dem APP zu reduzieren. Insbesondere für Italien steht also einer nachlassenden Nachfrage ein steigendes Angebot aufgrund der weiterhin expansiver Fiskalpolitik gegenüber. Zum anderen bleiben die geopolitischen Unsicherheiten und die Energiekrise auch in 2023 bestehen, sodass die Nachfrage nach Staatsanleihen höherer Qualität wieder zunehmen dürfte. Allerdings könnte es sich im nächsten Jahr lohnen, einen Blick in Richtung Südosten zu werfen. Denn zum 1. Januar 2023 wird Kroatien Mitglied der Eurozone und somit erstmalig von Anleihekäufen der EZB und von der Aufnahme in wichtige Fixed-Income-Indizes profitieren. Das Land hat eine Reihe von Anleihen mit einem attraktiven Risiko- und Renditeprofil ausstehen und weist mit einem Rating von Baa2/BBB+/BBB+ mit stabilem Ausblick deutlich weniger Risiko auf als zum Beispiel Italien, das sehr nahe an ein High-Yield-Rating herangekommen ist.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Der starke Renditeanstieg im laufenden Jahr hat zusammen mit der deutlichen Ausweitung des Bund-Swap-Spreads zur Folge, dass ein Anleihesegment, welches lange wenig Berücksichtigung fand, sich aktuell hoher Nachfrage bei attraktiven Konditionen erfreut. Die Rede ist von Covered Bonds (Pfandbriefe). Für Covered Bonds aus der Eurozone lässt sich mit einer Laufzeit von drei Jahren und einem Rating von AAA aktuell eine Rendite von rund 2,75 Prozent erzielen. Vor dem Hintergrund der hohen Sicherheit, den viele der mit den Anleihen verbundenen Deckungsstöcke versprechen, ist dies eine interessante Beimischung im Portfoliokontext mit Buy-and-Hold-Charakter. Regional sollte hier aufgrund der höheren Qualität der Gesetzesrahmen der Schwerpunkt auf Deutschland und Frankreich gesetzt werden.

Da wir davon ausgehen, dass die konjunkturellen, geldpolitischen und geopolitischen Rahmenbedingungen zumindest im ersten Halbjahr 2023 weiter zur Unsicherheit an den Anleihemärkten beitragen, sollte insbesondere bei

den Unternehmensanleihen die hohe Volatilität erst einmal anhalten. In diesem Segment wird sich zeigen müssen, ob alle Unternehmen dazu in der Lage sind, sich am Kapitalmarkt zu den angespannteren Konditionen refinanzieren zu können. Zudem gehen die Ratingagenturen davon aus, dass die Ausfallraten in Europa ansteigen werden. Dieser Sachverhalt wird aus unserer Sicht dazu führen, dass sich die Kreditaufschläge 2023 zunächst ausweiten werden. Erst wenn absehbar sein sollte, dass die erwartete Rezession nicht so stark ausfällt, könnte es im zweiten Halbjahr dazu führen, dass sich die Risikoaufschläge im Einklang mit den Renditen wieder zurückbilden.

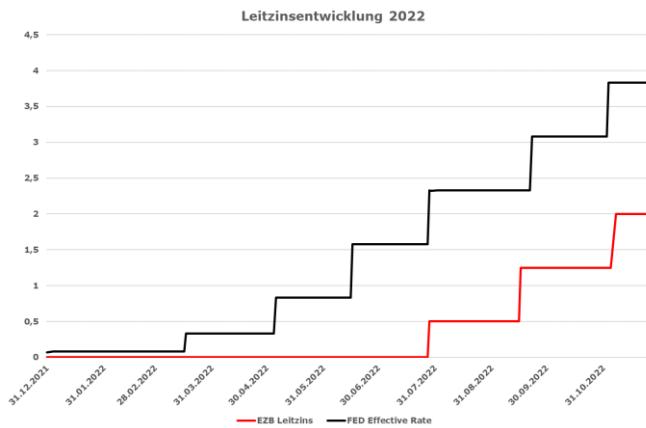
Auch wenn die aktuelle durchschnittliche Rendite für Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Rating bei rund vier Prozent liegt und im High-Yield- und Nachrangsegment noch deutlich höhere Renditen von durchschnittlich mehr als sieben Prozent bezahlt werden, raten wir im Gegensatz zur Vergangenheit für den Beginn des Jahres 2023 dazu, vorerst keine zusätzlichen Risikopositionen aufzubauen, sondern Neuinvestition am kurzen Ende der Kurve in hoher Qualität mit Buy-and-Hold-Charakter vorzunehmen. Erst mit Entspannung in Bezug auf die Leitzinspolitik und dem Abklingen der konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheiten ist wieder ein positiver Performancebeitrag von Unternehmensanleihen zu erwarten.

Wie schon im letzten Jahr empfehlen wir auch in diesem Ausblick wieder, in einem Portfolio Alternativen zu den klassischen Anleihesegmenten beizumischen. Hierzu gehören für Katastrophenanleihen (Cat-Bonds) und Mikrofinanzprodukte. Der Charme dieser Spezialthemen liegt vor allem darin, dass sie sich weitgehend unkorreliert zum klassischen Anleihemarkt entwickeln. Auch wenn der Hurrikan Ian die Performance der Cat-Bonds im laufenden Jahr etwas verhagelte, so lag die Wertentwicklung in diesem Segment doch deutlich besser als es in allen klassischen Anleihesegmenten der Fall war. Völlig uneindruckt von den Kapitalmarkturbulenzen zeigten sich die Mikrofinanzprodukte. Hier wurde wie erwartet eine positive Rendite von rund zwei Prozent erwirtschaftet. Diese Entwicklung sollte sich in 2023 fortsetzen.

Einer der großen Gewinner des Jahres 2022 war der US-Dollar, der sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber den meisten anderen Währungen deutlich aufwertete. Der Treiber für die Aufwertung war in der massiven

Konjunktur und Strategie

Ausweitung des Zinsvorteils des US-Dollars auszu-
machen.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Getrieben durch die weltweit hohen Inflationsraten waren die Zentralbanken gezwungen, eine Kehrtwende ihrer Geldpolitik auf den Weg zu bringen. Die US-Zentralbank tat dies, wie so oft, schneller und entschlossener als ihr europäisches Pendant. Auch die globalen Unsicherheiten durch den Krieg in der Ukraine und die Zero-Covid-Politik Chinas erhöhten die Nachfrage nach dem Greenback.

Für das Jahr 2023 erwarten wir, dass der Zinsvorteil des US-Dollars zurückgehen wird. Die Inflation in den USA wird unserer Erwartung nach früher und deutlicher sinken als dies in Europa der Fall ist und es damit der US-Notenbank erlauben den Zins zum Jahresende 2023 wieder zu senken. Damit einhergehend erwarten wir den EUR/USD-Wechselkurs bei 1,10 zum Jahresende 2023.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum					
	01.12.2022 17:08	24.11.2022 -1 Woche	31.10.2022 -1 Monat	31.08.2022 -3 Monate	30.11.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Dow Jones	34265	0,2%	4,7%	8,7%	-0,6%	3,4%	-5,7%
S&P 500	4081	1,3%	5,4%	3,2%	-10,6%	-3,4%	-14,4%
Nasdaq	11466	1,6%	4,3%	-3,0%	-26,2%	-12,1%	-26,7%
Russell 2000	1883	1,0%	2,0%	2,1%	-14,4%	-3,1%	-16,1%
DAX	14486	-0,4%	9,3%	12,9%	-4,1%	-1,0%	-8,8%
MDAX	25983	-0,3%	9,7%	3,0%	-23,3%	-18,5%	-26,0%
TecDAX	3138	0,4%	10,3%	7,3%	-18,2%	0,0%	-19,9%
EuroStoxx 50	3981	0,5%	10,0%	#WERT!	-2,0%	0,2%	-7,4%
Stoxx 50	3814	1,3%	7,6%	8,9%	6,1%	4,2%	-0,1%
SMI (Swiss Market Index)	11243	0,8%	3,8%	3,6%	-7,5%	-5,9%	-12,7%
FTSE 100	7562	1,3%	6,6%	3,8%	7,1%	0,8%	2,4%
Nikkei 225	28226	-0,6%	2,3%	0,5%	1,5%	6,7%	-2,0%
Brasilien BOVESPA	110897	-0,8%	-4,4%	1,3%	8,8%	-1,0%	5,8%
Russland RTS	1124	-2,0%	1,1%	-10,7%	-31,7%	-6,7%	-29,6%
Indien BSE 30	63284	1,6%	4,2%	6,3%	10,9%	10,6%	8,6%
China CSI 300	3895	3,7%	11,0%	-4,5%	-19,4%	-15,8%	-21,2%
MSCI Welt	2721	0,5%	6,8%	3,6%	-12,3%	-6,5%	-15,8%
MSCI Welt SRI	2599	0,7%	7,7%	2,8%	-16,6%	-7,8%	-19,7%
MSCI Emerging Markets	972	2,8%	14,6%	-2,2%	-19,8%	-19,4%	-21,1%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	140,88	-126	244	-709	-3149	-2511	-3049
Bobl-Future	120,85	45	118	-223	-1465	-1013	-1239
Schatz-Future	107,00	16	6	-161	-542	-470	-503
3 Monats Euribor	1,97	57	133	206	255	250	256
3M Euribor Future, Dez 2022	2,95	4	-7	0	353	215	290
3 Monats \$ Libor	4,78	4	32	168	461	428	457
Fed Funds Future, Dez 2022	4,55	-14	-7	43	447	236	319
10-jährige US Treasuries	3,59	-12	-48	45	217	161	210
10-jährige Bunds	1,82	-3	-33	34	216	162	200
10-jährige Staatsanl. Japan	0,25	1	1	3	20	6	18
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,05	10	-11	21	129	77	118
US Treas 10Y Performance	584,06	-0,3%	3,0%	-4,0%	-16,5%	-12,6%	-16,4%
Bund 10Y Performance	553,42	-0,8%	2,0%	-3,1%	-17,8%	-13,4%	-16,5%
REX Performance Index	440,63	-0,1%	0,7%	-2,3%	-11,1%	-8,4%	-10,2%
IBOXX AA, €	3,09	5	-37	36	269	201	261
IBOXX BBB, €	4,25	5	-59	35	340	252	337
ML US High Yield	8,66	-4	-43	17	348	280	375
Wandelanleihen Exane 25	6683	0,0%	3,9%	1,0%	-18,0%	-11,4%	-18,4%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	621,11	1,0%	-2,5%	-6,7%	18,9%	-5,7%	10,7%
MG Base Metal Index	405,17	1,5%	11,5%	4,7%	-9,0%	-18,4%	-12,2%
Rohöl Brent	88,72	4,2%	-7,4%	-8,1%	26,1%	-8,5%	13,2%
Gold	1798,62	2,4%	9,8%	4,6%	1,0%	-5,7%	-1,3%
Silber	21,67	1,8%	12,8%	19,4%	-5,0%	-11,6%	-6,9%
Aluminium	2447,50	4,7%	10,4%	3,3%	-7,1%	-26,3%	-12,8%
Kupfer	8226,75	2,8%	9,4%	4,9%	-13,5%	-17,0%	-15,5%
Eisenerz	101,83	10,8%	10,2%	-2,8%	7,2%	-28,8%	-9,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1355	9,1%	-7,4%	40,4%	-55,1%	-39,6%	-38,9%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0490	0,7%	5,8%	4,9%	-7,7%	-7,5%	-7,4%
EUR/ GBP	0,8553	-0,3%	-0,4%	-1,0%	0,5%	2,4%	1,9%
EUR/ JPY	142,46	-1,0%	-3,4%	2,7%	11,1%	9,1%	9,3%
EUR/ CHF	0,9846	0,3%	-0,8%	0,5%	-5,6%	-5,6%	-4,7%
USD/ CNY	7,0424	-1,6%	-3,6%	2,2%	10,5%	11,5%	10,8%
USD/ JPY	138,05	-0,4%	-7,2%	-0,7%	22,0%	20,1%	19,9%
USD/ GBP	0,8154	-1,0%	-6,1%	-5,1%	7,9%	10,6%	10,4%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.