

Wissen entscheidet.

Highlights

*aus dem Asset Management –
Märkte & Meinungen*



Inhalt



01

Seite 4

Märkte

Weltbild	5
Renten & FX	6
Credit	7
Aktien	8
Multi Asset	9
Immobilien & Infrastruktur	10
Fazit – Assetklassen	11

02

Seite 12

Meinungen

Mit Kurzläufern von der inversen Zinskurve profitieren	13
China 2023 – Die große Wiedereröffnung	16





Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



Editorial

Liebe Investorinnen und Investoren,

zum Jahreswechsel hatten wir Sie auf ein Kapitalmarktjahr 2023 eingestimmt, das mit hoher Wahrscheinlichkeit zwar von einem geringen Wachstum, aber dennoch von positiver Performance in den meisten etablierten Assetklassen geprägt sein könnte. Ein Blick auf die Wertentwicklung speziell an den europäischen Aktienmärkten, aber auch an den meisten Spreadmärkten erlaubt nach den ersten Kalenderwochen das Resümee, dass viele Investoren zum Jahresauftakt 2023 wohl auf dem „linken Fuß“ erwischt und positiv überrascht worden sind. Schützenhilfe erfahren die risikoreichen Assetklassen dabei zusätzlich durch die Aufgabe der Zero Covid-Politik Chinas.

Für unsere Frühlingsausgabe haben wir daher als Sonderthema „China 2023 – Die große Wiedereröffnung“ gewählt. Darüber hinaus richten wir den Fokus auf die anhaltenden Inflations Sorgen und deren Auswirkung auf das Marktgeschehen sowie die jeweiligen Assetklassen. Im Gegensatz zu den Aktienmärkten ist den zinstragenden Assets in Q1/2023 noch kein Befreiungsschlag gelungen. Ganz im Gegenteil: die Leitzinsprojektionen dies- und jenseits des Atlantiks sind weiter gestiegen und auch die Renditen von z.B. 10-jährigen Bundesanleihen haben jüngst die Höchststände aus dem Jahr 2022 – zumindest temporär – hinter sich gelassen.

Doch bekanntlich gibt es dort, wo Schatten ist, auch Licht. So bietet das aktuelle Renditeumfeld auf Grund der inversen Zinsstruktur die seltene Gelegenheit, mit weniger Laufzeitrisiko mehr Ertrag zu generieren.

In unserem zweiten Sonderthema „Mit Kurzläufers von der inversen Zinskurve profitieren“ zeigen wir auf, wie sich aktuell attraktive Rendite-/ Risikoprofile mit diversifizierten (Unterneh-

mens-) Anleiheportfolios realisieren lassen.

Last but not least geben wir ein Update zu den jüngsten Entwicklungen im Immobiliensektor sowie an den Märkten für Alternatives. Gegenstand der Untersuchungen ist dabei nicht zuletzt das bei Real Assets in besonderer Weise interessante Spannungsfeld zwischen „Zinslast“ und „Inflationsschutz“.

Mark Twain hat einmal gesagt: „Prognosen sind schwierig, vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen“. Uns erscheint es dennoch als sicher, dass ohne eine nachhaltige Abkühlung des Inflationsgeschehens ein neuer globaler, wirtschaftlicher Aufschwung kaum möglich sein dürfte. Die zentrale Herausforderung vor allem von FED und EZB dürfte in den kommenden Quartalen darin liegen, die Gratwanderung über den Leitzinsgipfel mit möglichst geringen konjunkturellen Blessuren zu managen - im Zweifel wohl aber unter Inkaufnahme von Wachstumsverlusten. Das aktuell eher ambivalente Verhältnis von „Wachstum“ und „Inflation“ muss dabei nicht einmal zwingend bedeuten, dass schwächeres Wachstum auch schlecht für die Kapitalmärkte ist. Das Gegenteil könnte der Fall sein.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen nicht nur ein Lesevergnügen mit Erkenntnisgewinn, sondern auch Mut und Entschlossenheit für die richtigen Anlageentscheidungen am Kapitalmarkt.

Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer





01

Märkte

Unsere Einschätzungen zu
den Kapitalmärkten





Dr. Jens Bies, CIIA

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX



Zentralbanken benötigen Fingerspitzengefühl, damit der Markt ohne (weitere) Blessuren über den Zinsgipfel kommt.

Da die Kerninflation hartnäckig ist, wollen die Notenbanken die Leitzinsen intensiver und länger erhöhen. Infolgedessen sind die Renditen am Zinsmarkt (teilweise) in schwindelerregende Höhen geschneit. Ein unmittelbares Ende ist noch nicht in Sicht, auch wenn die jüngst aufkommenden Probleme im Bankensektor zu einem vorübergehenden Renditerückgang führten. Hier bleibt abzuwarten, inwieweit es die Notenbanken schaffen, die Inflation zu bekämpfen, die Märkte zu beruhigen und gleichzeitig ein „Soft Landing“ der Wirtschaft hinzubekommen. Bisher funktioniert das offenbar gut, es ist aber ein schmaler Grat. Ob der Kapitalmarkt nicht zu sorglos mit diesem Risiko umgeht, wird die Zukunft zeigen.



KONJUNKTUR: Rezessionsgefahr wohl nicht aufgehoben, sondern nur aufgeschoben

Für die europäische und speziell die deutsche Wirtschaft sind die schlimmsten Befürchtungen nicht eingetreten. Die Wirtschaft erweist sich aufgrund der weiterhin vorhandenen Arbeitskräfteknappheit und eines robusten Arbeitsmarktes als sehr widerstandsfähig. Bislang konnte die Rezession vermieden werden, jedoch ist die Gefahr bei weitem nicht gebannt. Eine Vielzahl von Frühindikatoren, die deutliche Inversion der Zinsstrukturkurven sowie eine Verschärfung bzw. Verteuerung der Kreditvergaben deuten auf eine Verlangsamung der Wirtschaftsleistung hin. Darüber hinaus gibt es auch wenig Impulse zur wirtschaftlichen Belebung. Für exportorientierte Länder, wie Deutschland, bleiben die internationalen Auftragseingänge mau. Nur staatliche oder staatlich geförderte Investitionen werden durchgeführt, die Privatwirtschaft bleibt abwartend. Solange die Investitions- und Konsumschwäche besteht, bleiben die Aussichten für eine deutliche Wachstumsbelebung eher gedämpft. Belebende Effekte werden sich in Europa aber mit mehrmonatiger Verzögerung zeigen. Kurzfristig Hoffnung macht das Reopening Chinas sowie eine deutliche Entspannung bei den Lieferkettenengpässen. In der Eurozone erwarten wir in diesem Jahr ein leicht positives Wachstum, für Deutschland ein leicht negatives.



INFLATION: Inflationsgespenst noch nicht vertrieben, da Kernraten weiter anziehen

Auch wenn die Inflationsraten dies- und jenseits des Atlantiks eher rückläufig sind, ist das Inflationsgespenst noch nicht vertrieben. Speziell die Kerninflation, die weiterhin stetig ansteigt und noch kein Teuerungsgipfel ausgebildet hat, bleibt v.a. in Europa das Sorgenkind. Perspektivisch ist es sogar wahrscheinlich, dass im Jahresverlauf die Kerninflation die Gesamtteuerungsrate (inkl. Energie und Nahrungsmittel) übertrifft. In der letzten Ausgabe hatten wir bereits darauf hingewiesen, dass sich die Inflation aufgrund einer erhöht bleibenden Kerninflation langsamer zurückbilden wird als vom Kapitalmarkt erhofft und erwartet. Positiv stimmt der geminderte Inflationsdruck durch die gefallen Energie- und Rohstoffpreise. Wir prognostizieren im Jahr 2023 im Schnitt eine Teuerungsrate von ca. 5,5% für die Eurozone, was gegenüber dem letzten Jahr einen deutlichen Rückgang der Inflationsdynamik impliziert



NOTENBANKEN: Trotz Wachstumsrisiken genießt Inflationsbekämpfung Priorität

Die Inflationsbekämpfung hat bei den Notenbanken weiterhin höchste Priorität. Die Marktteilnehmer hatten gehofft, dass das Umschalten von Zinserhöhungen auf stabile Zinsen absehbar wird („Fed Pivot“). Das zeichnet sich jedoch noch nicht ab. Die Phase der Zinssteigerungen dürfte sich für den Fall, dass die aktuellen Probleme im Bankensektor nicht nachhaltig sind, mit etwas höheren Endzinssätzen verlängern. Die Notenbanken werden wohl bis zum Sommer die Zinsen weiter anheben. Davon dürfte es kaum Signale geben, dass der Endzinssatz in Sicht ist. Wir erwarten für die EZB eine Depositenrate von ca. 3,75% und bei der US-Notenbank Fed eine Fed Funds Rate um 5,25%. Im weiteren Jahresverlauf sollten die Leitzinsen dann auf diesen Niveaus verharren. Zinssenkungen sind ohne exogene Schocks angesichts einer zukünftig strukturell höheren Kerninflation im Jahr 2023 eher nicht zu erwarten.



KAPITALMÄRKTE: Ein solides Kapitalmarktjahr, wenn auch mit geändertem Pfad

Aufgrund besser als erwarteter Konjunkturdaten und eines überaus robusten Arbeitsmarktes sind wir bei den risikotragenden Assetklassen besser als erwartet ins Jahr 2023 gestartet. Diese positive Entwicklung hatten wir erst für die zweite Jahreshälfte erwartet. An der generellen Aussage, dass wir grundsätzlich ein freundliches Kapitalmarktjahr 2023 erwarten, ändert sich deshalb nichts, jedoch hat sich der Pfad dahin verändert. Am aktuellen Rand ist zu viel Positives im Markt eingepreist, so dass wir eine Marktkorrektur als wahrscheinlich ansehen. Die aufkeimenden Probleme im Bankensektor sprechen aktuell auch eher für eine zunehmende Risikoaversion. Nach (deutlicheren) Marktkorrekturen loten wir aber Einstiegsniveaus aus. Ebenfalls spiegelverkehrt hat sich seit dem Jahreswechsel die Einschätzung am Zinsmarkt entwickelt. Da die Notenbanken weiter im Zinserhöhungsmodus sind, wird ein Auslaufen des Zinsanstiegs wohl frühestens im Verlauf des zweiten Quartals stattfinden. Wir erachten Rentenpapiere besonders am kurzen Ende der Zinskurve weiterhin als attraktiv. Diese bieten einen erträglichen Renditepuffer bei vergleichsweise geringem Risiko. Im Multi Asset-Kontext sehen wir in der Beurteilung der relativen Attraktivität der Assetklassen für das Gesamtjahr weiterhin zins- und spreadtragende Wertpapiere vor Aktien. ■





Dr. Jens Bies, CIIA

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Bundesanleihen/Zinskurve: Zinsgipfel bald erreicht?

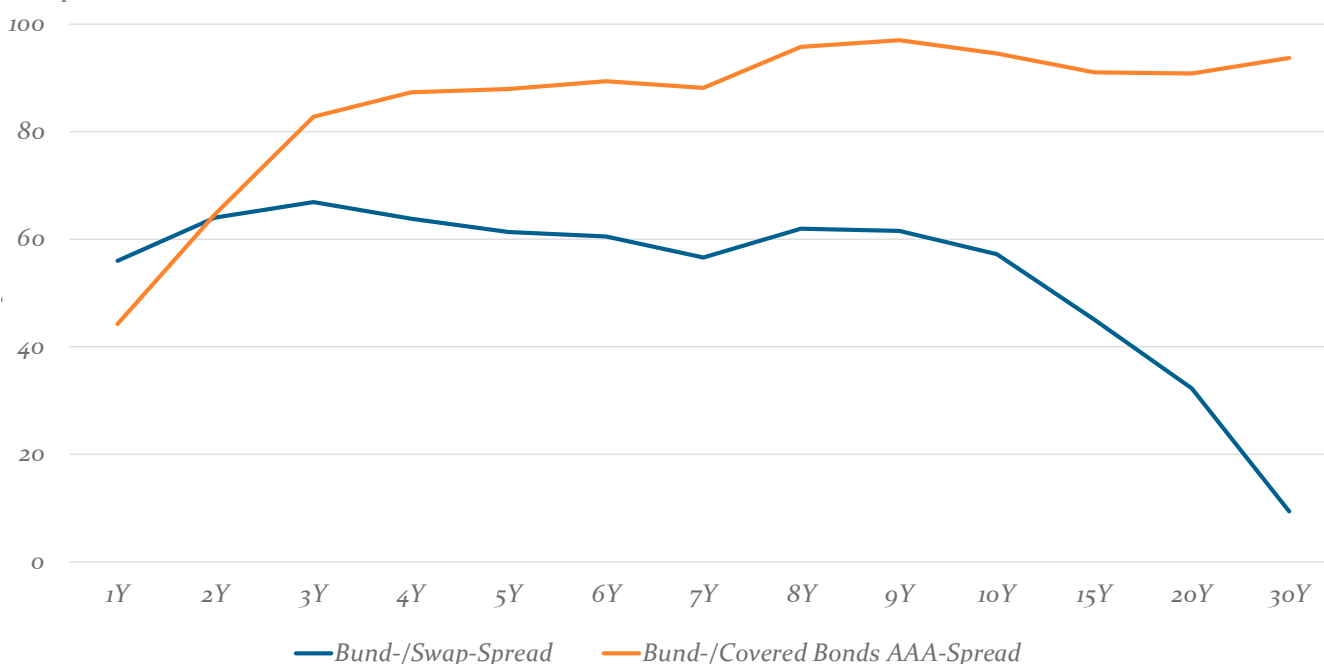
Auch wenn es als gute Nachricht bezeichnet werden kann, dass deutsche Bundesanleihen wieder stark positive Renditen aufweisen, verhindert die Aussicht auf weiterhin restriktive Notenbanken und eine hartnäckige Kerninflation, dass die Renditen schon ihren Zinsgipfel erreicht haben. Nichtsdestotrotz erwarten wir im Laufe des zweiten Quartals, dass Bundesanleihen ihren Zinsgipfel erreichen und sich im weiteren Jahresverlauf gut behaupten können - auch weil dann an den Märkten die von uns erwarteten Rezessionsängste zurückkehren sollten und die Gesamtinflationrate weiter rückläufig ist. Im Zuge dessen sollte sich auch die derzeit stark inverse Zinskurve wieder normalisieren. Aktuelle Niveaus um -0,5% bei der 10/2 Zinskurve sollten sukzessive zum Einstieg in einen "Curve Steepner" genutzt werden.

Staaten Euroland: Italien sticht heraus, ansonsten kaum Potenzial

Im Bereich der europäischen Staatsanleihen gilt es, im Jahr 2023 einen besonderen Blick auf Italien zu werfen. Die neue Regierung um Meloni macht bisher keine finanzpolitischen Fehler. Stärkere Ausweitungen der Risikoprämien sollten unseres Erachtens durch die EZB begrenzt werden. Neuengagements empfehlen wir bei einem BTP-/Bund-Spread oberhalb von 200 BP. Dazu existiert weiterhin eine attraktive „Carry“ sowie die im Eurozonenvergleich steilste Zinskurve, welche auch als Puffer für Renditeanstiege dient. Abgesehen von Italien sehen wir Core- und Semi Core-Staatsanleihen vs. Bundesanleihen eher als teuer an. Hohe Nettoneuemissionen bei den besseren Bonitäten belasten zusätzlich. In Summe erwarten wir daher keine nennenswerten Outperformance europäischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen, so dass wir hier unsere positive Einschätzung auf eine Neutral-Empfehlung anpassen.

Kurvenverlauf Aufschläge Asset Swap und Covered Bonds AAA vs. Bundesanleihen

Basispunkte



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 10.03.2023

Covered Bonds: Attraktive Renditen mit kurzer Duration und hoher Bonität!

Covered Bonds waren zum Jahreswechsel unser Top Pick im Rentenbereich und sind es trotz der starken Einengung der Bund-/Swap-Spreads und der bereits aufgelaufenen positiven Performance weiterhin. Auch wenn die Bund-/Swap-Spreads historisch gesehen immer noch zu hoch sind, erwarten wir nicht unmittelbar weitere starke Einengungstendenzen. Jedoch weisen Covered Bonds immer noch einen sehr attraktiven Renditevorteil gegenüber Staatsanleihen der Kernländer auf. Aufgrund der stark inversen Zinskurve bieten Covered Bonds besonders im kurzen Laufzeitbereich (bis 4 Jahre) ein attraktives Total Return-Potenzial bei insgesamt sehr guter Bonität (siehe Abbildung). Einstiegsrenditen um 4% p.a. bei gleichzeitig kurzer Duration, die gleichsam vor potenziellen Renditeanstiegen schützen, sind dort zu erzielen.

EUR/USD: Trotz USD-Revival hat der EUR im Jahresverlauf Aufwertungspotenzial

Trotz der starken Rallye des USD in den letzten Wochen glauben wir nicht an neue Tiefstände im EUR/USD-Währungspaar. Wir erachten die Aufwertung des USD als Gegenbewegung und würden Niveaus nahe der Parität eher nutzen, um strategisch EUR-Long, USD-Short Positionen aufzubauen. Gründe dafür sind höhere Kerninflationen in der Eurozone, ein überbewerteter USD sowie die höhere Attraktivität von Aktieninvestments in der Eurozone. Kurzfristig sprechen hingegen für den USD die höheren Notenbankzinsen und die aufkommende Risikoaversion, falls die Konjunktursorgen verstärkter eingepreist werden. ■





Thorsten Lang, CCRa
Abteilungsleiter
Asset Management Credit

Guter Jahresauftakt für Credit

Die ersten Wochen des Jahres 2023 waren für Credit-Investoren durchaus erfreulich. Per 09.03.2023 verzeichneten alle von uns gemanagten Marktsegmente im laufenden Jahr eine positive Wertentwicklung.

Segment	Gesamtertrag (%)	Credit Return (%)	Spreadveränderung (bp)
Investment Grade Corporates (EUR)	0,37	1,40	-23
High Yield (EUR)	2,96	3,91	-86
High Yield (Global)	1,96	2,34	-55
EM Staatsanleihen (USD)	0,43	0,31	+8
EM Corporates (USD)	1,45	1,27	-14

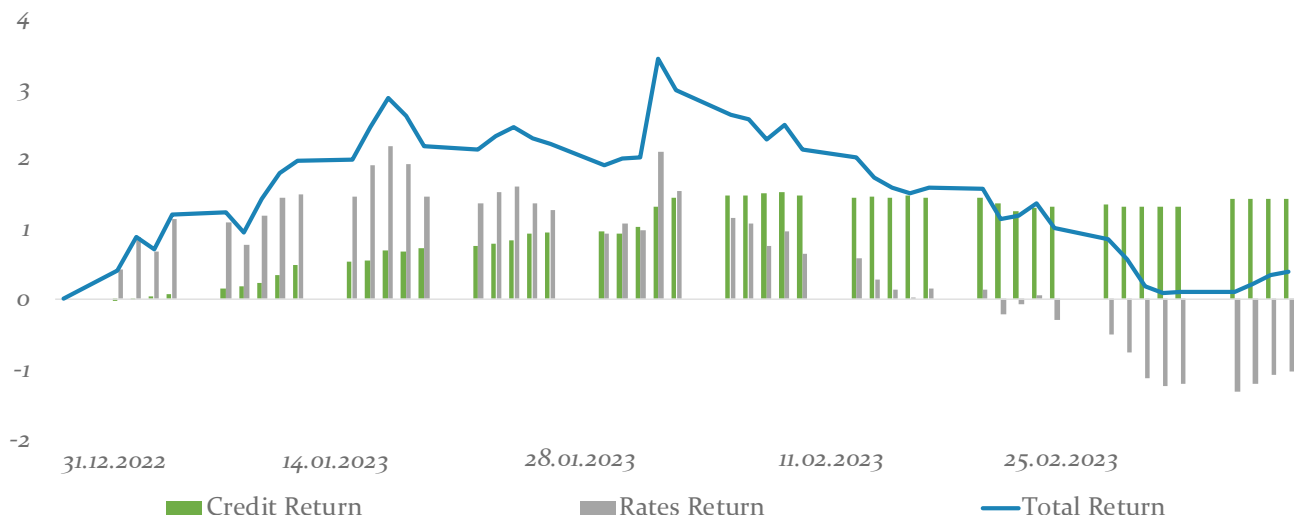
Dabei war das Ergebnis vor allem begünstigt durch die gute Spreadentwicklung. Risikoprämien engten sich bis auf EM-Staatsanleihen in allen Marktsegmenten ein. Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, lag der Credit Return noch deutlich über dem Gesamtertrag. Credit Return ist definiert als erzielte Rendite, z.B. einer Unternehmensanleihe, abzüglich der erzielten Rendite einer durationsgleichen Staatsanleihe im selben Zeitraum. Der weitere Zinsanstieg verhinderte so also ein besseres Ergebnis.

Der Carry wirkt

Am Beispiel von Investment Grade-Anleihen zeigt sich damit ein Phänomen, auf das wir in unserer letzten Ausgabe hinwiesen: Der Carry ist zurück. Durch die deutlich gestiegenen Rendite-niveaus sind Anleiheportfolios robuster als im letzten Jahr. Bei Investment Grade-Anleihen liegt die durchschnittliche Rendite per 09.03.2023 höher als am Ende des letzten Jahres. Trotzdem ist der Gesamtertrag noch positiv.

Entwicklung der Ertragskomponenten

in %



Quelle: ICE BofA; Stand: 09.03.2023

Die Abbildung zeigt das Zusammenspiel der beiden Ertragskomponenten. Während zu Beginn des Jahres ein Zinsrückgang für eine positive Wertentwicklung sorgte, bauten sich die Credit Returns langsamer auf. Allerdings blieben sie im Februar, als die Zinsen wieder stiegen und der Performancebeitrag der risikofreien Komponente negativ wurde, stabil. Das wird nicht das ganze Jahr so bleiben. Während dieser Artikel entsteht, sorgt aufkeimende Probleme im Bankensektor für eine genau gegenteilige Marktbewegung. Das Schöne ist aber: Beide Ertragskomponenten sind auf einem Niveau, das es ermöglicht, dass eine Ertragskomponente die andere kompensieren kann.

Positionierung „Close to Home“

Das reicht aus unserer Sicht allerdings nicht aus, um Credit übergewichtet zu allokalieren. Zumal die Unsicherheit aus dem Bankensektor aktuell sehr in den Vordergrund tritt. Wir erwarten Spreads am Jahresende dennoch in etwa auf dem aktuellen Niveau. Dieses Niveau ist unseres Erachtens fair für eine nach wie vor diffuse Melange aus einer zwar angeschlagenen, aber doch erstaunlich robusten Konjunktur und hoher Inflation sowie dem daraus resultierenden geldpolitischen Gegenwind. Spreadvolatilität wird aber bei entsprechender Nachrichtenlage immer wieder aufflackern.

Diese Situation eignet sich nicht für eine direktionale Positionierung. Daher sind wir in allen Teilsegmenten neutral positioniert. Innerhalb der Segmente bieten sich unseres Erachtens aber gute Möglichkeiten, die Portfolios auf bestimmte Themen auszurichten und durch Selektionsentscheidungen Mehrwert zu stiften. So reduzieren wir z.B. Exposure im Technologie- und Pharma-Sektor zugunsten einer höheren Kassequote, weil diese Sektoren inzwischen recht teuer und die Opportunitätskosten überschaubar sind. Gleichzeitig gewinnen wir so Handlungsfähigkeit, um im Fall von Spreadausweitungen Risiko in schwächeren Bonitäten und Hybridanleihen aufbauen zu können.

Auch im EM-Segment positionieren wir die Portfolios in Form einer „Risiko-Barbell“ mit einer hohen Kassequote und einem Übergewicht von High Yield-Emittenten. ■





Martin Efferz
Senior Fondsmanager
Asset Management Aktien

Rückläufige Inflation positiv für globale Aktien

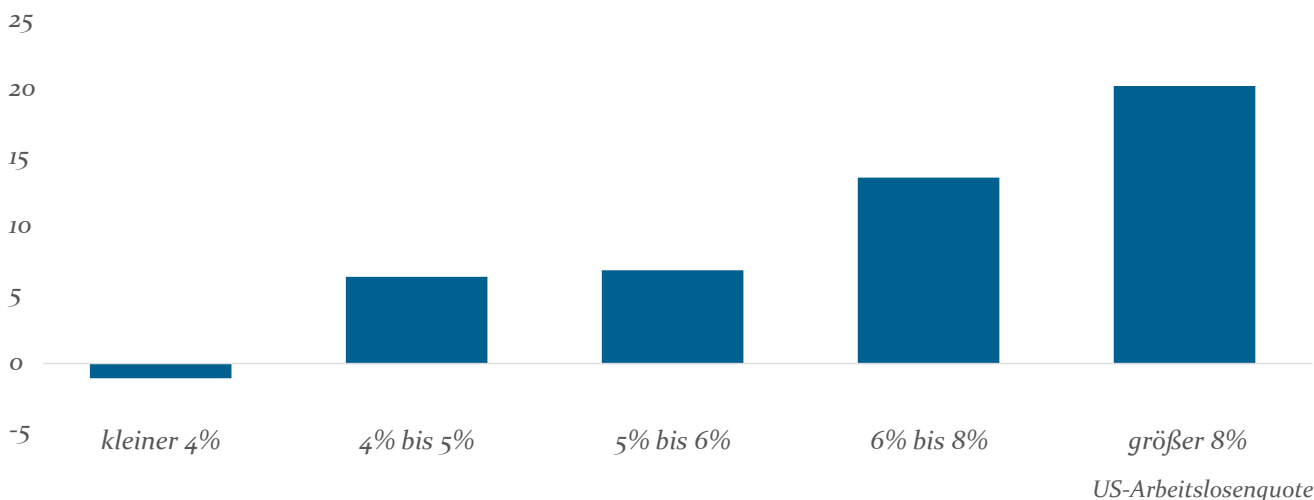
Die Historie hat gezeigt, dass eine hohe, aber gleichzeitig rückläufige Inflation ein für die Aktienmarktentwicklung positives Umfeld darstellt. Dieser in den 70er und 80er Jahren des letzten Jahrhunderts zu beobachtende Zusammenhang gilt auch im aktuellen Umfeld. So konnte der S&P 500 seit Ende September 2022 bei einer rückläufigen US-Inflationsrate in der Spitze mehr als 17% zulegen, der Euro Stoxx 50 sogar um mehr als 30%. Hinzu kommt, dass zuletzt eine Reihe von Frühindikatoren mit besseren Zahlen aufwarteten. Frühindikatoren liefern einen Hinweis darauf, dass der Einbruch bei den Unternehmensgewinnen ggf. weniger stark ausfallen könnte als von vielen zum Jahreswechsel erwartet.

Zinskurve und Arbeitsmarkt liefern negative Signale

Nach vorne gerichtet bleibt jedoch die Frage, ob der zuletzt gesehene dynamische Zinsanstieg und damit die restriktiver gewordenen Finanzierungsbedingungen nicht doch zu deutlichen Bremsspuren bei Investitionen, Nachfrage und am Arbeitsmarkt führen werden, wenn auch mit zeitlicher Verzögerung, und dies dann die Aktienmärkte nicht doch nochmals deutlicher unter Druck setzen wird. Betrachtet man die Steilheit der US-Zinskurve (10 minus 2 Jahre), so ist diese seit Juli 2022 auffallend invers, ein klares Signal für eine bevorstehende Rezession in den USA. Analysiert man, wie lange es im Mittel gedauert hat, bis nach einer Invertierung der Zinskurve das Top am Aktienmarkt erreicht wurde, so kommt man im Mittel auf einen Vorlauf von ca. 11 Monaten. Ein ähnliches Signal liefert der weiterhin sehr robuste US-Arbeitsmarkt. Schaut man auf die historische Entwicklung der US-Arbeitslosenquote, dann fällt auf, dass diese entweder steigt oder fällt. Längere Phasen einer konstant niedrigen Arbeitslosenquote sind eher selten und dann auch nur von kurzer Dauer. Ein Hinweis darauf, dass es der Notenbank i.d.R. nicht gelingt, den Sweet Spot aus Vollbeschäftigung und niedriger Inflation dauerhaft festzuzurren. Untersucht man den Aktienmarkt in Abhängig-

Aktienmarkt und Arbeitslosenquote

p.a. Performance S&P 500 (seit 1950)
in %



Quelle: Bloomberg; Stand: März 2023

keit des Beschäftigungsniveaus, so lautet die Botschaft, dass eine niedrige Arbeitslosigkeit mit niedrigen Aktienmarktrenditen einhergeht - nominal wie real - und dass die Arbeitslosenquote im Mittel auch nur etwas mehr als 20 Monate auf niedrigem Niveau verharret, bevor sie dann wieder im Rahmen einer Rezession ansteigt (siehe Abbildung). Hiernach wäre der US-Arbeitsmarkt vermutlich auch noch in 2023 stabil und mit einem Anstieg der dortigen Arbeitslosenquote wäre demnach erst Anfang 2024 zu rechnen.

Rezessionsgefahr ist noch nicht gebannt

Die Invertierung der Zinskurve sowie die niedrige Arbeitslosenquote deuten daher darauf hin, dass die Angst vor einer bevorstehenden Rezession in den USA noch nicht vom Tisch ist, sondern die Anleger in der zweiten Jahreshälfte 2023 erneut beschäftigen wird. Anders als von vielen Akteuren erwartet, braucht es Zeit, bis die massiven Zinsschritte in der Wirtschaft ankommen. Umgekehrt besteht aber auch das Risiko, dass es ggf. zu einer weiteren Inflationswelle kommt – was dann die Notenbanken erneut unter Druck setzen würde, weiter an der Zinsschraube zu drehen. Auch das wäre für die Aktienmarktentwicklung schädlich, wie zuletzt im Februar diesen Jahres gesehen. Auch wenn das Risiko einer zweiten Inflationswelle besteht, ist dies nicht unser Hauptszenario. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Teuerungsrate in 2023 weiter rückläufig sein wird und uns in diesem Zusammenhang zunächst noch ein freundliches Aktienumfeld bevorsteht. Summa summarum muss man aber damit rechnen, dass die Aktienmärkte bei einer bevorstehenden Rezession noch Korrekturpotenzial haben.

Faktoren: Low Risk Favorit, Dividententitel beimischen

Faktorseitig wird eine bevorstehende rezessive Phase gut sein für risikoarme, qualitativ hochwertige Aktien. Da aber auch das Risiko einer zweiten Inflationswelle noch nicht vom Tisch ist, sollten als Schutz vor einem solchen Szenario zunächst weiterhin dividendenstarke Titel beigemischt werden. ■





Dr. Christian Schwarz
Abteilungsleiter
Asset Management Multi Asset & Overlay

Das Blatt erwies sich zunächst als überraschend gut

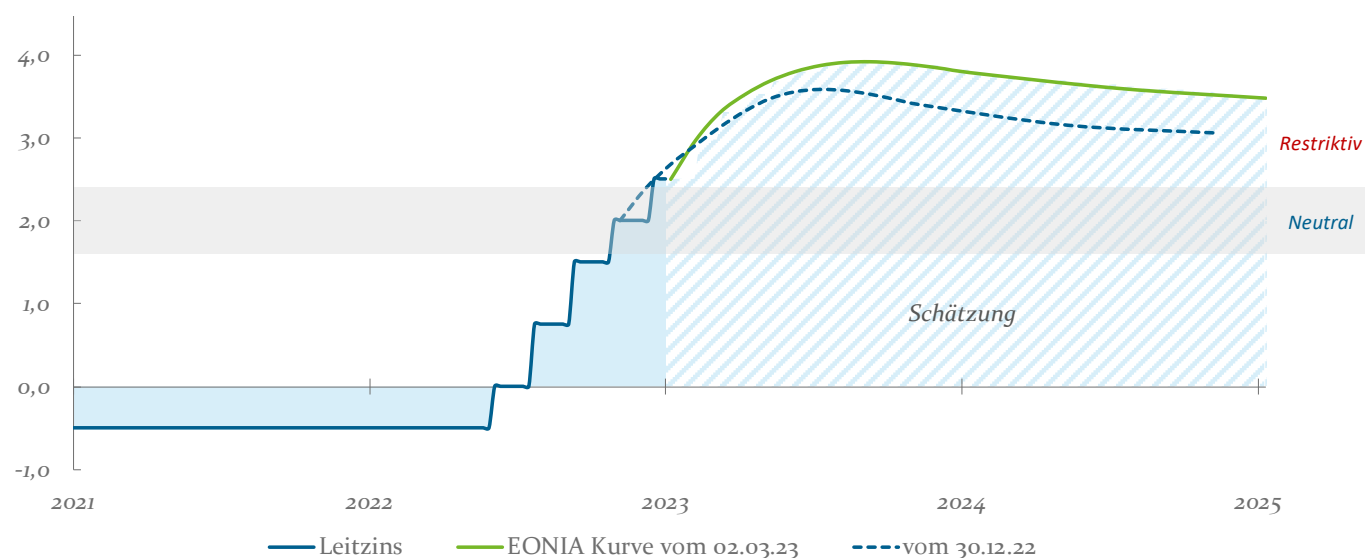
Ein mehr als freundlicher Jahresauftakt gleich in der ersten Januarwoche hat einige Marktteilnehmer überrascht und womöglich den einen oder anderen auch auf dem falschen Fuß erwischt. Ein starker Auftakt bei risikotragenden Assetklassen sowie ein Rückgang der Renditen von den Hochpunkten des letzten Jahres haben zu Jahresbeginn für eine positive Entwicklung in den Portfolios gesorgt. Allerdings zeigen Stimmungsindikatoren, dass offensichtlich nur wenige Marktteilnehmer zu Beginn des Jahres mit einer entsprechenden Exposure an Aktien in den Märkten investiert waren. Die Wunden des letzten Jahres sind noch nicht verheilt. Risikobudgets und Risikotragfähigkeiten wurden insbesondere bei Anlegern mit Wertsicherungsstrategien strapaziert und Abschreibungen konnten zum Teil nicht vermieden werden. Der Wiedereinstieg in die Märkte wurde i.d.R. schrittweise umgesetzt, da Risikobudgets (noch) nicht aufgestockt oder „ins Feuer gestellt“ wurden. Außerdem war es nach den Erfahrungen des letzten Jahres Gebot der Stunde, mit Risikobudgets verantwortungsvoll umzugehen und diese nicht übermäßig zu strapazieren.

Aber nicht alles auf eine Karte setzen

Nach den ersten Wochen des neuen Jahres bleibt zu konstatieren, dass die Entwicklung der Inflation ein weiter beherrschendes Thema bleibt. Vor diesem Hintergrund tasten sich die Notenbanken in ihrem Zinserhöhungszyklus vor, um einen gewissen „Sweet Spot“ zwischen Inflationsbekämpfung und Konjunkturentwicklung zu treffen (siehe Abbildung). Die Lösung für das Jahr könnte sein: „Es gibt wieder einen Zins, wozu noch in Aktien oder alternative Anlagen investieren“. Nominal betrachtet mag das naheliegend sein. Real betrachtet ist der nun vermeintlich attraktive Zins inflationsbereinigt deutlich zu gering. Damit bleibt auch nach dem ersten Quartal 2023 ein global austariertes, diversifiziertes Portfolio in unseren Augen die richtige Wahl.

EZB Leitzinserwartungen

Impliziert durch 1M-Eonia Forwards, in %



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 02.03.2023

Auf die richtige Strategie kommt es an

In diesem Spannungsfeld der Beurteilung der relativen Attraktivität zwischen den Assetklassen, insbesondere zwischen zins- und spreadtragenden Anlagen sowie Aktien und alternativen Anlagen haben wir unsere Multi Asset-Portfolios vom Risikoappetit zum Jahresbeginn vorsichtig positioniert und insbesondere Rentenanlagen eine Vorfahrt gegenüber Aktien eingeräumt. Im Zuge der am aktuellen Rand wieder anziehenden Renditen stellt dies zwar einerseits einen Belastungsfaktor dar. Andererseits sind die Renditeniveaus bei Covered Bonds sowie Unternehmens- und Emerging Markets-Anleihen auf Niveaus angestiegen, die sich zum Teil nicht nur nominal, sondern auch real als attraktiv erweisen.

Jeder Zug muss überdacht werden

Mit Blick auf die Assetklassen und Positionierung in unseren Portfolios bleiben wir in Summe vorsichtig positioniert. Beispielsweise bevorzugen wir insbesondere kurzlaufende Unternehmensanleihen gegenüber längeren Laufzeiten sowie Financials. Im Emerging Markets-Bereich setzen wir im Schwerpunkt auf Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Wir nutzen bei der Zinskurvenposition die gegenwärtige Inversion der Kurve im Euroraum aus und bevorzugen hierbei das kurze Ende. Bei Aktien bleiben wir vorsichtig bis neutral positioniert.

Am Ende scheint es ein schmaler Grat

Abschließend betrachtet wandeln aus unserer Sicht die Notenbanken auf einem schmalen Grat, bei dem viel Fingerspitzengefühl von Nöten sein wird, um die Märkte und die Marktteilnehmer ohne gravierende Blessuren über den Zinsgipfel zu leiten. Denn sollte sich die Inflation als persistenter erweisen, als dies derzeit durch die Finanzmärkte eingepreist ist, könnte es mit risikotragenden Assetklasse schnell nach unten und mit den Zinsen weiter nach oben gehen. Hierfür erscheinen die Risikoprämien, welche derzeit am Markt geboten werden, teilweise zu gering, so dass für die Risikoauslenkung der Portfolios weiter Vorsicht geboten ist. ■





Axel Drwenski
 Head of Research
 Transactions & Strategy – Real Assets

Infrastruktur entwickelt sich zur größten illiquiden Anlageklasse

In dem herausfordernden Umfeld der letzten Monate hat sich der Investmentmarkt für illiquide Anlagen in zwei unterschiedliche Richtungen entwickelt: Bei Immobilien war der Transaktionsumsatz über das vergangene Jahr so schwach wie seit fast 10 Jahren nicht mehr. Bei Infrastruktur-Assets hingegen konnte der stärkste Transaktionsumsatz überhaupt verzeichnet werden. Schaut man auf die nackten Zahlen, ist die Sache eindeutig: Während 2022 der globale Markt für gewerblich gehandelte Immobilien rund 13% unter dem Wert des Vorjahres lag, legte er bei Infrastrukturanlagen um etwa 13% zu (siehe Abbildung). Für das laufende Jahr erwarten wir, dass weltweit erstmals mehr in Infrastruktur-Assets investiert wird als in gewerbliche Immobilien. Eine Gemeinsamkeit haben die beiden Anlagesektoren im aktuellen Marktumfeld aber dennoch: In beiden sind die Preise und Werte unter Druck geraten, da insbesondere die gestiegenen Zinsen für Fremdkapital eine Neujustierung des Preisniveaus notwendig gemacht haben.

Illiquide Anlagen mit planbarem Cash-Flow

Ein grundsätzliches Argument für Investments in Infrastruktur oder Immobilien ist die geringe Korrelation mit traditionellen Assetklassen, wie zum Beispiel Aktien und Anleihen. Hinzu kommt, dass illiquide Anlagen durch die lange Laufzeit ihrer Abnahme- oder Nutzungsvereinbarungen zumeist einen stabilen und planbaren Cash-Flow aufweisen. So profitieren Infrastrukturinvestments von regulierten Einnahmen, monopolartigen Strukturen oder langfristigen Nutzungsvereinbarungen, die ihnen durch die unmittelbare oder mittelbare Bindung an die Inflation robuste Einnahmen und Chancen auf Mehrerträge bescheren. Zu den Vorteilen zählt ebenfalls, dass Infrastruktur und Immobilien in der Regel auf eine unelastische Nachfrage treffen und essenzielle Bedürfnisse abdecken: So ist beispielsweise die Nachfrage nach Energie, Verkehrs- oder sozialer Infrastruktur relativ unabhängig von konjunkturellen Schwankungen und wesentlich für das Funktionieren unserer Wirtschaft und Gesellschaft. Nicht verschweigen sollte man allerdings auch, dass die Attraktivität dieser Assetklasse im Vergleich zu den traditionellen Anlagen mit einer relativen Illiquidität einhergeht und die regulatorischen Eingriffsmöglichkeiten des Staates vielfältig sind. Für Infrastrukturinvestments gibt es einen breiten Strauß an Gestaltungsmöglichkeiten, der es Anlegern ermöglicht, aus unterschiedlichsten Sektoren, Projektphasen und Strategien

auszuwählen. Ein Blick in die Statistik zeigt die aktuellen Präferenzen von Infrastrukturinvestoren: Von den etwa 905 Mrd. USD, die 2022 weltweit in Infrastruktur angelegt wurden, entfielen mehr als zwei Drittel auf Nordamerika und Europa. Besonders gefragt waren Investitionen in die Transportinfrastruktur (fast 25%), es folgen Erneuerbare Energie und konventionelle Stromerzeugung mit jeweils knapp 20%, dann Telekommunikationsinfrastruktur mit 17%.

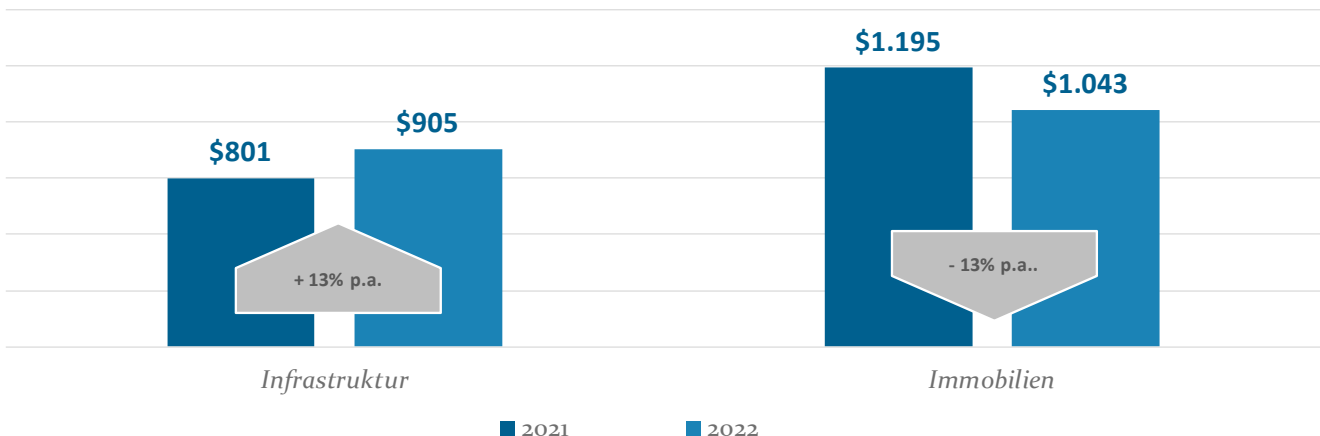
Mehr als 97 Bill. US-Dollar Investitionsbedarf

Die Nachfrage nach Infrastruktur-Assets speist sich im aktuellen Zyklus im Wesentlichen aus zwei Quellen: zum einen aus der Bestrebung von Investoren zur weiteren Diversifikation ihrer Portfolios, zum anderen aus einem zunehmenden Nachhaltigkeitsbewusstsein von Unternehmen, die z. B. ihren Bedarf nach grüner Energie oder einer nachhaltigen Weiterverarbeitung von Abfällen langfristig sichern wollen. Diese Entwicklungen werden nicht an Schwung verlieren, im Gegenteil. Die Motivation und damit auch der Infrastrukturmarkt wird noch erheblich wachsen, denn nicht zuletzt bekommt der Sektor starken Rückenwind durch staatliche Programme, da sowohl kurz- als auch langfristige Infrastrukturinvestments ein mächtiges Instrument zur Ankurbelung der Wirtschaft sind. So spielen Investitionen von etwa 369 Mrd. USD zur Bekämpfung der Klimakrise (Steigerung der Energieeffizienz in Privathaushalten, Reduktion von Emissionen von Gas- und Kohlekraftwerken u. v. m.) in dem 430 Mrd. US-Dollar schweren „Inflation Reduction Act“ der US-Regierung die zentrale Rolle. Wenn man den globalen Bedarf zur Aufrechterhaltung und Ausbau der Infrastruktur in den nächsten 20 Jahren betrachtet, sind diese 369 Mrd. USD allerdings nur ein Tropfen auf den heißen Stein. Hier schätzen die G20 den Finanzierungsbedarf bis 2040 auf sagenhafte 97 Bill. US-Dollar. Ein großer Teil dieses Bedarfs wird nicht durch staatliche Akteure zur Verfügung gestellt werden können, sondern wird aus der Wirtschaft und dem Kapitalmarkt kommen müssen.

Für Anleger, die die Chancen auf diesem Wachstumsmarkt nutzen wollen, stehen im Wesentlichen zwei Wege offen. Zum einen der direkte Aufbau eines eigenen Portfolios, was allerdings mit erheblichen Kosten für die dann notwendigen Inhouse-Fachkompetenz zur Bewertung sowie zum Bau und Betrieb von Infrastrukturanlagen einhergeht. Der andere Weg führt über die Beteiligung an spezialisierten Vehikeln, die auf der Grundlage lang geübter regulatorischer Regeln einen indirekten Zugang zu dem wachsenden Infrastrukturmarkt ermöglichen. ■

Globales Transaktionsvolumen

in Mrd. USD



Quellen: Inframation und MSCI RCA; Stand: März 2023





Dr. Jens Bies, CIIA
 Abteilungsleiter
 Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Zinsen bieten wieder einen Puffer für Unsicherheiten und Renditeanstiege

Da der Zinsgipfel bei deutschen Bundesanleihen wohl noch nicht erreicht ist, warten wir höhere Renditeniveaus ab, um unsere strategische Empfehlung auf „Übergewichten“ zu ändern. Die stark inverse Zinskurve erachten wir als gute Einstiegschance für einen „Curve Steepener“. Abgesehen von Italien haben wir nach dem guten Jahresstart keine besondere Präferenz mehr für europäische Staatsanleihen gegenüber Bunds. Covered Bonds, insbesondere im kurzen Laufzeitbereich, präferieren wir im Rentenuniversum, da sie über ein überdurchschnittliches Total Return-Potenzial bei insgesamt hervorragender Bonität verfügen.

Aufgrund hoher Unsicherheiten zunächst noch kein Einstieg in risikotragende Assetklassen

Die starke Erholung bei den risikotragenden Credit- und Aktienmärkten am aktuellen Rand sowie die zu erwartenden Konjunkturprobleme in der zweiten Jahreshälfte 2023 sind der Hauptgrund, warum wir bei den risikotragenden Assetklassen strategisch nach wie vor nur neutral allokatieren. Für die noch vorhandenen Risiken scheint uns der Markt zu weit gelaufen zu sein. Eine Marktkorrektur oder mehr Konfidenz hinsichtlich nachhaltig positiverer Fundamentaldaten könnten unsere Empfehlung auf „Übergewichten“ ändern. Generell gilt: Durch schrittweise Investitionen können Timing-Risiken verringert werden!

Im Multi Asset-Kontext sehen wir die Anlageklassen Renten und Credit im Vorteil, wobei kurze Laufzeiten bevorzugt werden. Bei risikotragenden Assetklassen ist noch Vorsicht geboten. Der EUR sollte im Jahresverlauf gegenüber dem USD aufwerten.

Infrastruktur vor Immobilien

Im illiquiden Marktsegment sind die Preise und Werte unter Druck geraten, da insbesondere die gestiegenen Zinsen für Fremdkapital eine Neujustierung des Preisniveaus notwendig gemacht haben. Vor dem Hintergrund des zunehmenden Nachhaltigkeitsbewusstseins von Unternehmen und dem massiven Investitionsbedarf zum Erhalt und Aufbau von Infrastruktur sowie vergleichsweise höherer Renditen bevorzugen wir Infrastruktur-Assets vor Immobilien.

Risiken wohl überschaubar, aber nicht zu unterschätzen

Die Risiken für unseren Ausblick sehen wir bei den Faktoren Geopolitik (allen voran Russland/Ukraine-Konflikt), Finanzmarktstabilität (durch die weiterhin sehr restriktive Notenbankpolitik) und Lohn-Preis-Spirale (Gefahr, dass sich Inflationserwartungen verstetigen). Speziell der letzte Risikofaktor kann dazu führen, dass die Notenbanken die Finanzierungskonditionen noch weiter verschlechtern und in der Folge das Umfeld für eine Vielzahl von Assetklassen ungemütlich wird. ■

Strategisches Bild – Liquide

	--	-	#	+	++
Renten					
Deutschland (10J Bund)			█		
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)			█		
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)			█	█	█
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)			█		
Credit					
IG EUR (Index OAS)			█		
HY EUR (Index OAS)			█		
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)			█		
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)			█		
Aktien					
Welt (MSCI World)			█		
Euroland (EuroStoxx 50)			█		
USA (S&P 500)			█		
EM (MSCI EM)			█		
Währungen					
EUR vs. USD			█		

März 2023	Zielkorridor (Jahresende)
2,65%	2,40% bis 2,60%
72,5 bp	75 bp - 85 bp
82,5 bp	55 bp - 65 bp
135 bp	160 bp - 180 bp
145 bp	130 bp - 150 bp
400 bp	440 bp - 460 bp
360 bp	340 bp - 360 bp
320 bp	310 bp - 330 bp
2.750	2.700 - 2.900
4.300	4.000 - 4.250
4.000	3.950 - 4.200
975	1.000 - 1.100
1,05	1,07 - 1,13

Strategisches Bild – Illiquide Europa

	--	-	#	+	++
Immobilien					
Büro			█		
Logistik			█		
Wohnen			█		
Einzelhandel	█	█	█		

	--	-	0	+	++
Infrastruktur					
Energie			█	█	█
Versorgung			█	█	
Kommunikation			█	█	
Transport			█	█	

Quelle: Helaba Invest; Stand: 08.03.2023





02

Meinungen

Sonderthemen





Thorsten Lang, CCrA
Abteilungsleiter
Asset Management Credit

Zu schön, um wahr zu sein?

Hohe Rendite bei geringem Risiko – diese Verheißung klingt für viele Anleger nach dem schrecklichen Jahr 2022 zu schön, um wahr zu sein. Und zurecht muss solchen Versprechungen mit erheblicher Skepsis begegnet werden. Nachdem auch vermeintlich sichere Anlagen, wie Bundesanleihen, zweistellige Wertverluste verzeichneten, ist das Vielen nur zu bewusst. In jeder Krise steckt allerdings auch eine Chance und die Kehrseite der gesunkenen Marktwerte ist die deutlich höhere Effektivverzinsung von Anleihen, die jetzt auf bestehende Portfolios und Neuanlagen wirkt. Noch haben aber nicht alle Anleger ihre Risikobudgets wieder vollständig freigegeben und ihre jeweilige Zielallokation erreicht – teils, weil sie dem Braten noch nicht trauen, teils weil sie dem starken Jahresauf-takt an den Risikomärkten nicht hinterherlaufen wollen.

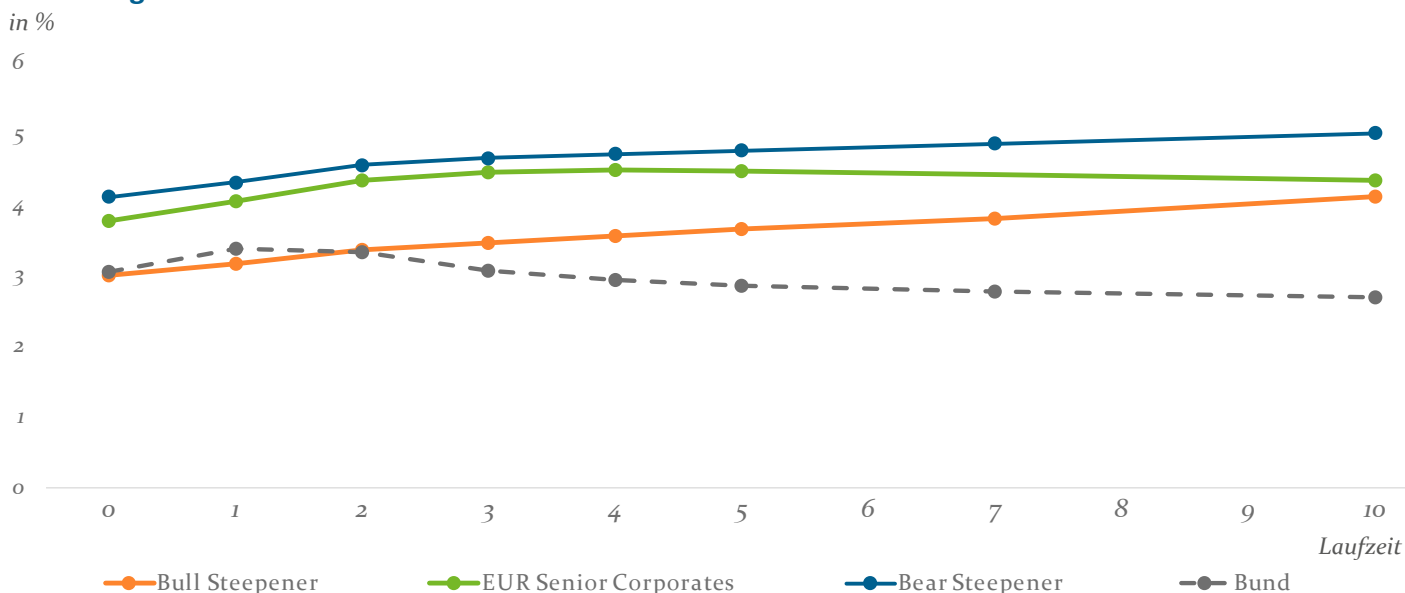
Die gute Nachricht ist: Aus den Verwerfungen des vergangenen Jahres hat sich eine Marktkonstellation entwickelt, die tatsächlich attraktive Renditen bei begrenztem Risiko verspricht. Die Rede ist von der inversen Zinskurve. Durch Kurzläufer-Strategien können Anleger auch in guten Bonitäten und bei vergleichsweise geringem Marktrisiko Ertragspotenziale realisieren, die in den letzten Jahren nur mit sehr großem Durationshebel oder deutlich schwächeren Bonitäten zu erzielen waren.

Ein Blick auf die Renditestrukturkurven

Um die durchaus provokante Eingangsthese zu untermauern, hilft zunächst ein Blick auf die aktuelle Marktlage. Abbildung 1 zeigt die aktuelle Renditestrukturkurve (grün) für erstrangige Unternehmensanleihen (Stand 08.03.2023).

Die Kurve ist ab drei Jahren Restlaufzeit flach beziehungsweise leicht invers. Für längere Laufzeiten wird also keine zusätzliche Prämie bezahlt. Als typische Erklärung für das Phänomen einer fehlenden oder sogar negativen Laufzeitenprämie dient die Erwartung des Marktes, dass Zentralbanken eine geldpolitische Wende hin zu sinkenden Zinsen vornehmen werden.

Abbildung 1: Renditestrukturkurven



Quelle: Bloomberg, ICE BofA, eigene Berechnungen; Stand: 08.03.2023

Diese Erklärung passt jedenfalls zu den Themen, die aktuell am Markt diskutiert werden (Stichwort „Fed-Pivot“). Zusätzlich wird sie durch die Beobachtung gestützt, dass die Inversion der Renditen bei Bundesanleihen (grau) deutlich ausgeprägter ist. Auf die Bundkurve wirken Zentralbankmaßnahmen unmittelbarer, während bei Corporates mit der Spread-Komponente eine zusätzliche Dimension wirkt.

Modellierung der Performanceerwartung für verschiedene Kurvensegmente

Losgelöst von ihrer Erklärung hat diese Form der Renditestrukturkurve Effekte auf die damit verbundenen Ertrags Erwartungen. Um sie abzuschätzen, betrachten wir das Risiko-/Ertragsprofil verschiedener Laufzeitsegmente von erstrangigen Investment Grade Corporate Bonds im Euroraum. Dafür sind ein geeignetes Modell und sinnvolle Annahmen erforderlich. Bei der Modellierung sind der Komplexität kaum Grenzen gesetzt. Für unsere Zwecke ist aber ein einfaches Modell ausreichend, weil es den zusätzlichen Vorteil einer besseren Nachvollziehbarkeit hat.

Dazu konstruieren wir entlang der oben gezeigten Renditestrukturkurve hypothetische Anleihen. Zur weiteren Vereinfachung unterstellen wir, dass es sich um Nullkuponanleihen handelt und verzichten bewusst auf ein „Bootstrapping“ der Kurve. Die damit verbundene Ungenauigkeit ist hier unerheblich. Tabelle 1 zeigt die hypothetischen Anleihen mit ihren wesentlichen Merkmalen und ihrem Preis heute (t0). Der Startzeitpunkt für alle Berechnungen ist der 08.03.2023.

Als nächstes unterstellen wir, dass die aktuelle Renditestruktur eingefroren wird, lassen ein Jahr verstreichen und bewerten die Anleihen erneut. Natürlich ist die jeweilige Restlaufzeit ein Jahr kürzer und damit gilt ein anderer Diskontsatz für die Bewertung der Anleihe. Merkmale und Preise im Folgejahr (t1) sowie die erzielte Rendite („Return“) sind in Tabelle 2 dargestellt. Der Return ist in diesem Fall ausschließlich „Carry“. „Carry“ ist der Ertrag einer Anleihe, der ausschließlich dadurch entsteht, dass Zeit verstreicht, alles andere aber unverändert bleibt.



	Short	Medium	Long
Laufzeit	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Rendite („Yield to Maturity“)	4,45%	4,47%	4,34%
Preis in t_0	87,756	80,360	65,387

Tabella 1: Hypothetische Anleihen entlang der Renditestrukturkurve
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 08.03.2023

Die Anleihe mit der kürzesten Laufzeit erzielt in diesem Setup die höchste Rendite. Dies liegt daran, dass sie als einzige in den steilen Teilen der grünen Kurve rollt, die Rendite in t_1 also niedriger ist als in t_0 . Die beiden längeren Anleihen rollen dagegen die Kurve hinauf, was die erzielte Rendite mindert.

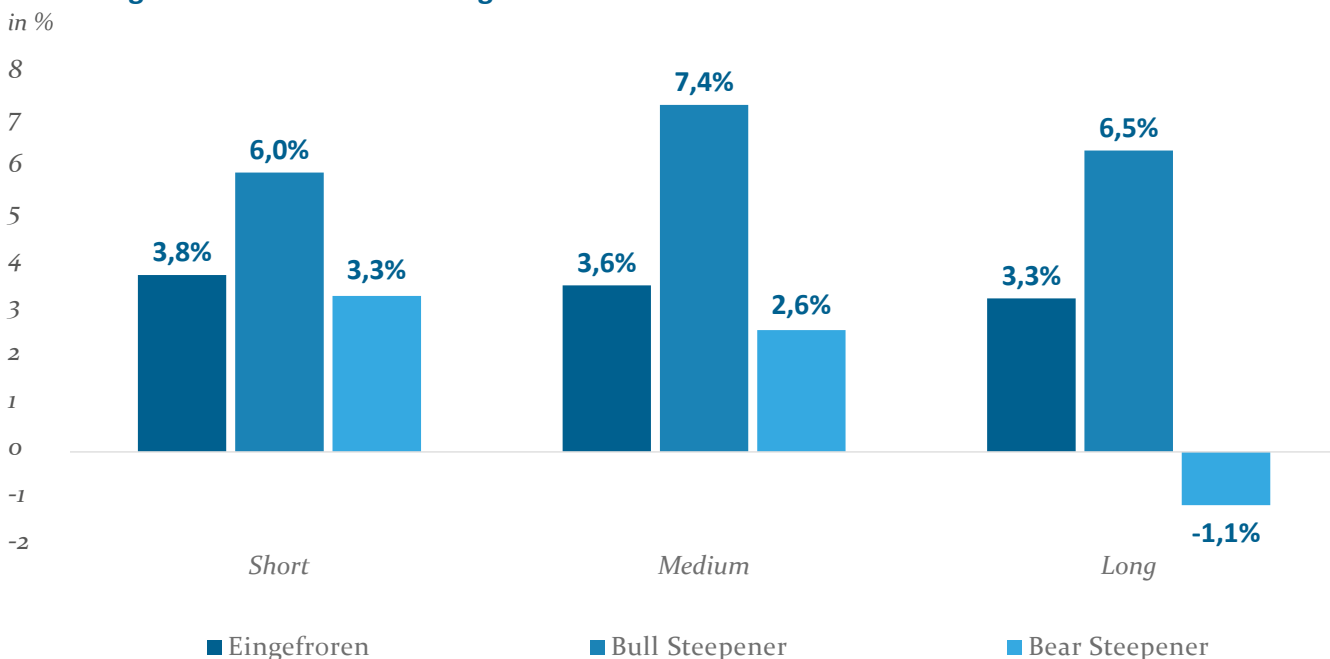
	Short	Medium	Long
Laufzeit	2 Jahre	4 Jahre	9 Jahre
Rendite („Yield to Maturity“)	4,34%	4,48%	4,37%
Preis in t_0	91,8541	83,9204	68,0485
Erzielte Rendite („Return“)	4,67%	4,43%	4,07%

Tabella 2: Bewertung der hypothetischen Anleihen nach einem Jahr
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 08.03.2023

Weil das Modell so stark vereinfacht ist, können die Annahmen leicht verändert und verschiedene Szenarien durchgespielt werden. Zum Beispiel kann die Kurve um beliebige Werte verschoben und gedreht und andere Endzeitpunkte gewählt werden. Abbildung 1 enthält neben der aktuellen Renditestruktur auch zwei simulierte Kurven: „Bull Steepener“ (orange) und „Bear Steepener“ (blau). Da eine inverse Renditestruktur am Kapitalmarkt die Ausnahme ist, unterstellen beide simulierten Kurven, dass sich die Form der Zinsstrukturkurve normalisiert. Im Fall des „Bull Steepeners“ wird diese Drehung von einer Verschiebung nach unten begleitet. Dieses Szenario könnte eintreten, wenn die EZB eine geldpolitische Wende vollziehen würde, ohne dass eine scharfe Rezession die Spreads deutlich ausweitet. Der „Bear Steepener“ würde zu einer Markterwartung passen, dass die Zinsen länger auf höherem Niveau verharren und sich die Wirtschaft deutlicher abkühlt, was wiederum Spreads ansteigen lassen sollte.

Abbildung 2 stellt die Returns zum 31.12.2023 der drei hypothetischen Anleihen in allen drei Szenarien dar. Auffällig ist, wie gut sich die kurze und mittlere Anleihe in allen drei Szenarien entwickelt, während die lange Anleihe selbst im positiven Szenario nicht outperformen kann. Das liegt im Wesentlichen an den hier getroffenen Annahmen, also den jeweiligen Renditestrukturen. Die Analyse verdeutlicht aber doch, dass das lange Ende aufgrund der aktuell inversen Kurve einen schlechten Ausgangspunkt hat und ein deutlicher Renditerückgang erforderlich ist, damit der Durationshebel greift. Im negativen Szenario fehlt der langen Anleihe Ausgangsrendite als Puffer für die negative Preisbewegung. Die kurze Anleihe würde dagegen auch in diesem Fall noch einen deutlich positiven Ertrag bis Jahresende liefern.

Abbildung 2: Performanceerwartung verschiedener Szenarien



Quelle: Eigene Berechnung; Stand: 08.03.2023



Fazit und Marktimplikationen

Nach unserer Einschätzung untermauert die dargestellte Analyse, dass das aktuelle Umfeld ein sehr interessantes Chance-/Risiko-profil im kürzeren Teil des Laufzeitenspektrums bietet. Wenn eine inverse Renditestruktur ein eher kurzfristiges Phänomen ist, muss das kurze Kurvenende das lange outperformen, um zu einer normalen, also steilen, Form zurückzukehren. Gleichzeitig ist der Markt auf einem Renditeniveau angelangt, das es ermöglicht, auch in absoluten Dimensionen wieder auskömmliche Renditen zu erzielen. Der Aufbau von Durationsrisiken ist aus unserer Sicht derzeit weder notwendig noch vorteilhaft.

Diese Beobachtung gilt nicht nur für Unternehmensanleihen, sondern ebenso für Covered Bonds oder Staatsanleihen. Mit Multi-Credit Short Term-Konzepten kann die Kurzläufer-Strategie über diese Marktsegmente hinweg einfach allokiert werden. Durch eine moderate Beimischung von High Yield-Anleihen erzielen solche Konzepte sogar Einstandsrenditen deutlich über 5% bei einer Duration um 2 Jahre. Aber natürlich kann die Kurzläuferstrategie auch sortenrein umgesetzt werden. Vergleichsweise defensiv sind reine Investment Grade Corporate-Portfolios, die dennoch Einstandsrenditen von etwa 4,5% erzielen. Als chancenorientierte Beimischung bieten sich dagegen Kurzläufer-Portfolios, beispielsweise aus den Emerging Markets, an. Einstandsrenditen über 7% nach Währungsabsicherung sind hier trotz einer Duration unter 3 möglich.

Vergleichbare Renditen waren in den letzten Jahren nur in Krisenphasen und bei enormer Unsicherheit zu erreichen. Das aktuelle Kapitalmarktumfeld ist zwar alles andere als ruhig. Derartige Renditen für einen überschaubaren Investmenthorizont erscheinen uns aber als Investment-Opportunität, die ernsthaft in Erwägung gezogen werden sollte. ■





Dr. Christopher Thiem
Fondsmanager
Kapitalmarktresearch

Chinas Wirtschaft ist wieder auf Expansionskurs. Zumindest auf den ersten Blick sehen ein Wachstumsziel von „etwa fünf Prozent“ sowie eine Inflationsrate von aktuell 1,0% nach idealen Voraussetzungen für ein erfolgreiches Jahr des Hasen aus. Gerade in Zeiten von Nullwachstum und Hochinflation im Westen könnte das Ende der chinesischen Zero Covid-Politik für die Weltwirtschaft von großer Bedeutung sein. Doch welche Länder profitieren am meisten von dieser Entwicklung? Und was können Investoren daraus ableiten?

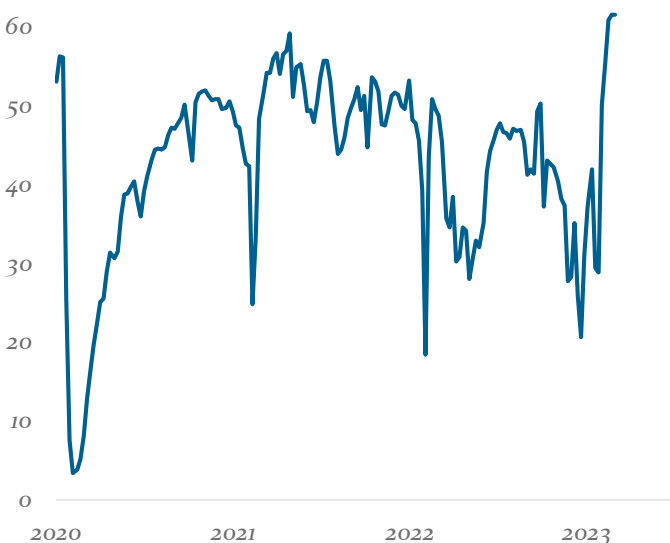
Rückkehr zur Normalität

Fast auf den Tag genau drei Monate nach der überraschenden Kehrtwende hinsichtlich Chinas Lockdown-Politik eröffnete Noch-Premierminister Li Keqiang am 5. März 2023 Chinas 14. nationalen Volkskongress. Während drinnen die knapp 3.000 Delegierten gespannt Lis Vorstellung des Arbeitsberichts der Regierung und den darin enthaltenen Visionen für das erste Jahr „nach Corona“ lauschten, spielte sich vor den Türen der großen Halle das (fast) schon wieder normale Pekinger Leben ab. Quasi über Nacht hatte die Zentralregierung im vergangenen Dezember nach ersten Protesten der Bevölkerung das bis dahin strikte Zero Covid-Regime beendet und damit für die 1,4 Mrd. Chinesen eine neue Realität geschaffen – und dass trotz zahlreicher Bedenken hinsichtlich mangelnder Impfquoten und Intensivkapazitäten. Die Corona-Welle, die das Land anschließend überrollte, war zwar noch immer verheerend, jedoch auch gleichzeitig deutlich zügiger vorbei als befürchtet.

Spätestens seit dem Ende des chinesischen Neujahrsfests stehen nun alle Zeichen auf Normalisierung. Beispielsweise hat die Mobilität der Bevölkerung im Februar rapide zugenommen. Abbildung 1 zeigt die durchschnittliche Anzahl an U-Bahnfahrten für 13 Großstädte, inklusive der wichtigsten Wirtschaftszentren wie Peking, Shanghai oder Shenzhen. Wie zu erkennen ist, übersteigt

Abbildung 1: U-Bahnfahrten in 13 Großstädten

in Mio. Fahrten pro Tag,
Wochendurchschnitt



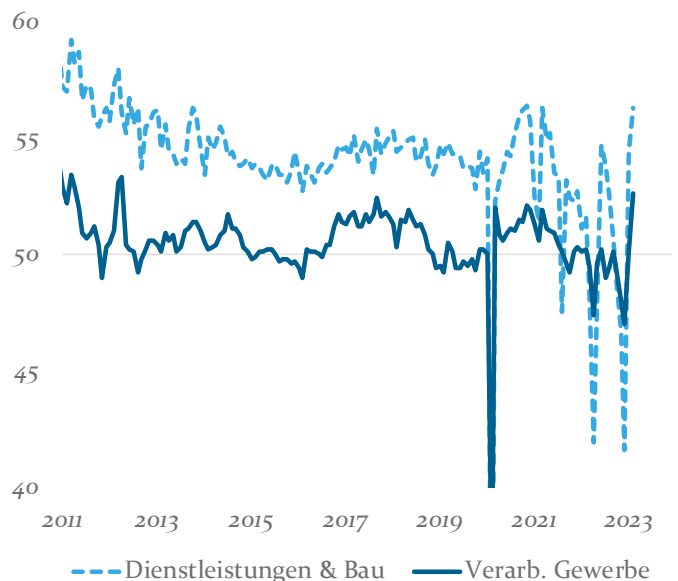
Quelle: Baidu, Bloomberg, Helaba Invest; Stand: 12.03.2023

die Anzahl der Passagiere mittlerweile sogar das Vor-Pandemie Niveau. In ähnlicher Weise melden auch die Flughäfen für In- und Auslandsflüge eine vollständige (100%) bzw. schnell fortschreitende (20%) Erholung. Die Geschäfte bei heimischen Dienstleistungsunternehmen, wie Hotels, Restaurants, Kinos und Tourismusveranstaltern, laufen gemäß den verfügbaren Indikatoren ebenfalls wieder besser. Selbst im verarbeitenden Gewerbe, wo der monatlich veröffentlichte Einkaufsmanagerindex im Januar noch viele Analysten enttäuschte, kletterte das Stimmungsbarmeter im Februar auf ein Zehnjahreshoch (vgl. Abbildung 2). Kurzum: Chinas große Wiedereröffnung ist aktuell kaum zu stoppen.

Auch wenn dieser neue Optimismus sicherlich nicht ewig währt, wird der Öffnungseffekt die Wirtschaft wohl zumindest für weitere ein bis zwei Quartale tragen. So haben zum Beispiel die chinesischen Haushalte zwischen 2019 und 2022 ihre ohnehin bereits hohe Sparquote von 29,9% auf 33,0% weiter erhöht und konnten so Überschussersparnisse in Höhe von geschätzten 1,5 Bill. RMB oder ca. 1% des BIP aufbauen. Unter der Annahme, dass sich die Zuversicht der privaten Haushalte weiter festigt, z.B. aufgrund eines Rückgangs der mit 5,6% noch immer erhöhten Arbeitslosenquote, könnten diese Ersparnisse für zusätzlichen Konsum genutzt werden und so einen signifikanten Wachstumsbeitrag leisten.

Abbildung 2: Einkaufsmanagerindizes

Index



Quelle: NBS, Bloomberg, Helaba Invest; Stand: 12.03.2023



Von Chinas Öffnung profitiert vor allem... China!

Angesichts der vielen positiven Nachrichten stellt sich die Frage, welche Bedeutung Chinas Politikwechsel für andere Länder haben könnte. Abbildung 3 illustriert die in der chinesischen Endnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen enthaltenen Wertschöpfungsbeiträge. Es fällt auf, dass mit 86,2% ein Großteil der möglichen zusätzlichen chinesischen Nachfrage bereits durch die heimische Produktion befriedigt werden kann. Der Wertschöpfungsanteil des Auslands beträgt lediglich 13,8%. Hier wiederum liegen die EU-27 zwar mit einem Beitrag von 2,2% unter den Top-Handelspartnern an vorderster Stelle (proportional zu ihrem hohen Anteil an den chinesischen Importen von 14,8%), jedoch ausgedrückt in Relation zum eigenen Bruttoinlandsprodukt ist der mögliche Nachfrageeffekt nichtsdestotrotz gering. Wirkliche Profiteure sind vor allem Chinas kleinere asiatische Nachbarn, wie beispielsweise Taiwan, Südkorea oder die ASEAN-10, gefolgt von wichtigen Rohstoffzulieferern, wie Saudi-Arabien, Australien oder Russland.

schon chinesischen Nachfrage, die im späteren Jahresverlauf die Preise auf den internationalen Rohstoffmärkten nach oben treibt. Dies könnte woanders bereits bestehende Inflationsprobleme weiter verschärfen.

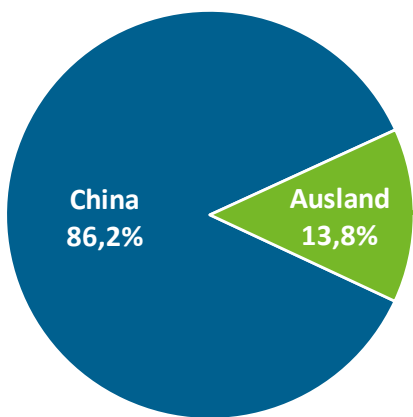
Schlussendlich kommt man auch auf Basis komplexerer Modelle zu dem Ergebnis, dass von Chinas Wiedereröffnung vor allem China selbst und seine unmittelbaren Nachbarn profitieren. Für die USA und die Eurozone liegt der geschätzte Wachstumsimpuls dagegen im Bereich weniger Zehntel eines Prozents.

Ein komplexes Risikoprofil

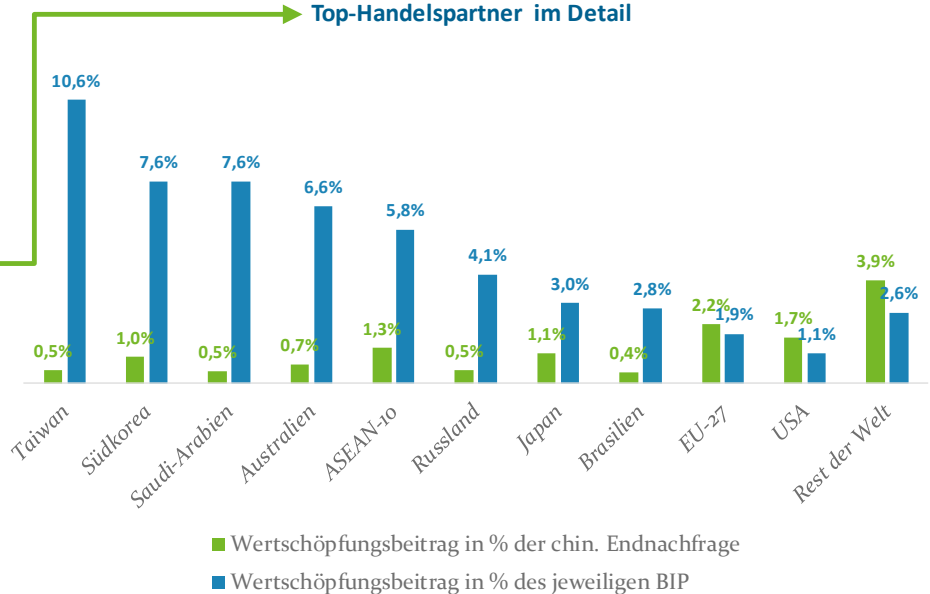
Nicht nur die internationalen Konjunkturerfekte bieten bei genauerem Hinsehen ein gewisses Enttäuschungspotenzial. De facto ist auch das von Li bekanntgegebene Wachstumsziel von „etwa fünf Prozent“ für Pekinger Verhältnisse historisch niedrig. In den pandemiefreien Jahren von 2009 bis 2019 wuchs die chinesische Volkswirtschaft durchschnittlich noch mit 7,8%.

Abbildung 3: Beiträge zur chinesischen Endnachfrage von Gütern und Dienstleistungen

Wertschöpfungsanteile Gesamt



Top-Handelspartner im Detail



Quelle: OECD, Helaba Invest. Letzter verfügbarer Datenstand: 2018

Diese sehr direkte Betrachtungsweise lässt zugegebenermaßen einige positive Zweit- und Drittrundeneffekte, z.B. bedingt durch eine auch im Ausland verbesserte Stimmung und Nachfrage, außer Acht. Gleichmaßen sollte die endgültige Normalisierung der Lieferketten der Weltwirtschaft helfen. Die Erfahrung aus anderen Ländern zeigt aber auch, dass von einem Ende der Lockdowns zunächst vor allem die Anbieter von lokalen Dienstleistungen profitieren. Bei diesen liegt der chinesische Wertschöpfungsanteil wohl deutlich über 90%. Tatsächlich ist die Förderung des heimischen Konsums ein erklärtes Ziel der Regierung. Nicht umsonst enthält der von Li vorgestellte Arbeitsbericht ein eigenes Kapitel zu diesem Thema. Zuletzt sind ebenso negative Spillover-Effekte denkbar, z.B. im Falle einer besonders dynami-

Durch das Zurückschrauben der eigenen Ambitionen möchte man sicherlich eine erneute Zielverfehlung, wie im letzten Jahr, vermeiden. Der Regierung scheint zudem bewusst zu sein, dass das externe Umfeld für die chinesischen Exportunternehmen in diesem Jahr besonders herausfordernd ist. Das Wachstum ist in den Hauptabnehmerländern generell schwach und das Auslaufen pandemiebedingter Sondereffekte belastet die Exportnachfrage zusätzlich.

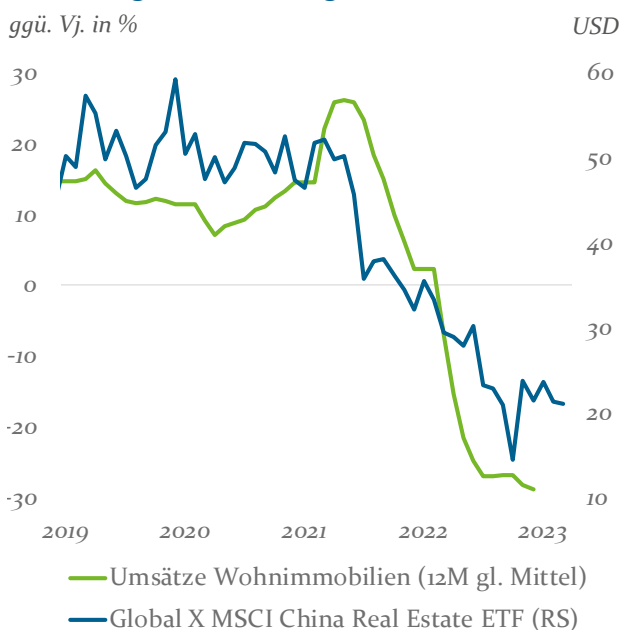
Am schwersten wiegen aber insgeheim wohl die Schwächen der eigenen Volkswirtschaft. Gegenwärtig hat China zahlreiche strukturelle und zyklische Probleme, die zum Teil miteinander verwoben sind und so in der Summe ein komplexes Risikoprofil ergeben. Ein perfektes Beispiel dafür ist der ebenso im Arbeitsbericht



erwähnte Immobiliensektor. Nachdem 2020 unter dem Motto „Wohnungen sind zum Wohnen da, nicht zum Spekulieren“ verschiedene regulatorische Verschärfungen eingeleitet wurden, geriet der Sektor 2021 in eine überraschend starke Abwärts-spirale, die bislang auch nach zahlreichen teilweisen Reform-rücknahmen und Stützungsmaßnahmen bestenfalls gestoppt werden konnte (vgl. Abbildung 4). Dies hat wiederum nicht nur zur Folge, dass einer der wichtigsten Wachstumstreiber der Vor-Pandemiejahre vielleicht für immer ausfällt, sondern auch dass die Finanzen der Provinzregierungen zunehmend in Schieflage geraten. Diese finanzierten sich in der Vergangenheit nämlich zu einem nicht unerheblichen Anteil über den Verkauf von Grund-stücken an die chinesischen Immobilienentwickler. Nachdem diese Einnahmen bereits 2021 eingebrochen waren, fielen sie 2022 nochmals um knapp 23%. Darüber hinaus warnte vor kurzem ein staatsnaher Think Tank vor möglichen „Fake-Transaktionen“, da ein signifikanter Teil der verbleibenden Erlöse wohl über Ver-käufe an die eigenen Finanzierungsvehikel der Lokalregierungen („Local government financing vehicle“, kurz LGFV) erzielt worden sei. Weil Chinas Provinzbosse einen Großteil der öffentlichen Schulden bilanziell über diese Vehikel ausgelagert haben, sind die LGFVs ohnehin bereits seit Jahren ein Dorn im Auge der inter-nationalen Ratingagenturen.

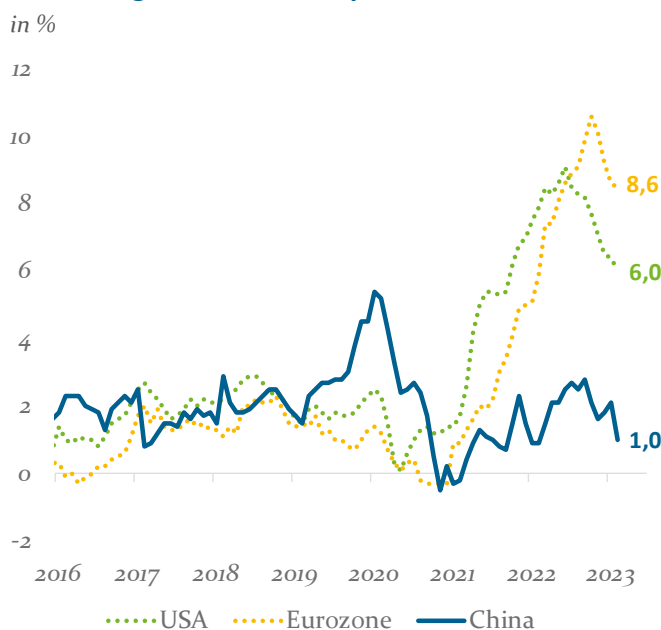
Im Kapitel zur „wirksamen Präventionen und Entschärfung von signifikanten Wirtschafts- und Finanzrisiken“ des Regierungsbe-richts bleiben noch einige wichtige Makro-Risiken unerwähnt. So sollte man sich als Investor zum Beispiel bewusst sein, dass die zunehmende geopolitische Rivalität mit dem Westen nicht nur im Extremfall ein militärisches Eskalationsrisiko mit sich bringt, sondern die damit verbundene (technologische) Entkopplung auch mittelfristig das chinesische Wachstumspotenzial weiter verringern könnte. Ähnliches gilt für die sich beschleunigende Überalterung der Gesellschaft oder die häufiger werdenden Staatseingriffe, die uns ebenfalls Anlass zur Sorge geben. Eine gute Nachricht ist, dass die chinesische Volkswirtschaft auf-grund der jüngsten Wachstumsschwäche sowie des günstigen Zugangs zu russischen Rohstofflieferungen den globalen Infla-tionsschub der letzten Monate nicht mitgemacht hat (vgl. Abbil-dung 5). Dadurch verfügt die Zentralbank – im Gegensatz zu ihren Pendanten im Westen – über einen signifikanten geldpolitischen Spielraum, der bei einer drohenden Verfehlung des Wachstums-ziels genutzt werden könnte.

Abbildung 4: Abschwung im Immobiliensektor



Quelle: NBS, Bloomberg, Helaba Invest; Stand: 12.03.2023

Abbildung 5: Verbraucherpreis-inflation



Quelle: BLS, Eurostat, Bloomberg, Helaba Invest; Stand: 12.03.2023

Fazit und Marktimplikationen

Das bei genauem Hinsehen eher konservativ gewählte Wachstumsziel der Zentralregierung zeigt, dass die Zeiten Chinas als globale Konjunkturlokomotive vorbei sind. Wir sehen das Reich der Mitte im Jahr 2023 vielmehr als einen stabilisierenden Anker: Die internationalen Spillover-Effekte von Chinas Wiedereröffnung sind klein, bedeuten bei einigen Ländern aber eventuell den Unterschied zwischen Nullwachstum und milder Rezession. Falls das Wachstumsmomentum doch unerwartet abkippen sollte, so könnte die chinesische Zentralbank dank der niedrigen Inflation zumindest noch einmal unterstützend eingreifen.

Investoren, die nun über ein Engagement in chinesischen Wertpapieren nachdenken, sollten berücksichtigen, dass mit der fulminanten Erholungsrallye im MSCI China seit Mitte November bereits viele gute Nachrichten eingepreist sind. Den verbleibenden Chancen stehen komplexe und zum Teil strukturelle Risiken gegenüber. Hier ist im Zweifel ein genaues Abwägen gefragt. ■





Die Helaba Invest gehört in Deutschland zu den führenden Kapitalverwaltungsgesellschaften im institutionellen Asset Management. Unsere Unternehmensstrategie basiert dabei auf den drei Geschäftsbereichen Asset Management für liquide Wertpapiere, Asset Management für illiquide Assetklassen sowie unsere Administrationsdienstleistung (Master-KVG). Als Brücke zwischen Master-KVG und Asset Management bieten wir darüber hinaus seit mehreren Jahren ein Overlay Management an.

Unser umfassendes Wissen über die Kapitalmärkte nutzen wir, um für unsere Anleger gute und stetige Anlageergebnisse bei kontrolliertem Risiko zu erzielen.

ANSPRECHPARTNER



Olaf Tecklenburg

Mitglied der Geschäftsführung

✉ Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de

☎ (+49) 69/29970-189



Dr. Jens Bies, CIIA

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & AM RentenFX

✉ Jens.Bies@helaba-invest.de

☎ (+49) 69/29970-386

Copyright © 2023 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Dieses Dokument wurde von der Helaba Invest mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken für professionelle Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB bzw. professionelle Kunden gem. § 67 Abs. 2 WpHG und ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Dieses Dokument bildet insbesondere keine Offerte zum Kauf von Anteilen. Auf der Grundlage dieses Dokuments darf kein Kaufauftrag entgegengenommen werden. Ferner stellen die in diesem Dokument gemachten Angaben keine Anlageberatung dar.

Das vorliegende Dokument ist ohne die dazugehörigen mündlichen Erläuterungen nur von eingeschränkter Aussagekraft. Eine Garantie für die Aktualität und Vollständigkeit der Angaben wird nicht übernommen.

Die Vervielfältigung, Weitergabe oder Veröffentlichung der Unterlage oder auch nur in Teilen ist ohne ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Helaba Invest nicht gestattet.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklären Sie sich mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

www.helaba-invest.de