

Kapitulation, Erholung, Absicherung



Investmentstrategie
Q4 2022

Inhalt

Willkommen	05
Anlagestrategie für das vierte Quartal	06
Value: Warum eigentlich nicht?	12
Unsere vier Toptrends und Schwerpunktthemen	16
1. Die Zukunft Asiens neu gestalten	16
2. Chancen der neuen Geldpolitik	20
3. Digitaler Wandel	22
4. Investitionen für eine nachhaltige Zukunft	26
Energiekrise treibt die Wirtschaft in die Rezession	28
Aktien	32
Anleihen	36
Währungen und Rohstoffe	40
Hedgefonds	42
Private Markets	44
Immobilien	46



Willkommen

Liebe Kundinnen und Kunden,

die Märkte nehmen Entwicklungen gern vorweg. Doch zwischen vorwegnehmen und voreilig handeln ist es oft nur ein schmaler Grat. In der ersten Jahreshälfte schickten das Schreckgespenst der Stagflation und die berechtigte Erwartung schneller Zinsanhebungen in den USA die Aktien- und Anleihemärkte auf Talfahrt. In den Sommermonaten jedoch überwog die Hoffnung auf weniger starke Zinsanstiege und eine weiche Landung der Weltwirtschaft, so dass sich sowohl Anleihen als auch Aktien kräftig erholen konnten. Unserer Ansicht nach ist die Unsicherheit noch zu groß, um dieses Positivszenario voll einzupreisen, haben doch einige Märkte ihre Gewinne zum Teil schon wieder eingebüßt. Bei der Inflation ist noch keine vollumfängliche Entspannung in Sicht, und die Zentralbanken machen keine Anstalten, eine gemächlichere Gangart einzulegen oder die Zinsen gar zu senken. Die US-Wirtschaft zeigt sich zwar recht widerstandsfähig, doch der weltweite Abwärtstrend setzt sich aufgrund der hohen Rezessionsrisiken in Europa und der vermutlich langsameren Konjunkturerholung in China fort. Statt einer V-förmigen Erholung ist also zunächst eine Konsolidierungsphase zu erwarten. Doch wenn sich bei den Fundamentaldaten eine Verbesserung und auch auf politischer und geopolitischer Ebene etwas mehr Planungssicherheit einstellt, könnte eine lang anhaltende Rally einsetzen.

Noch ist es aber nicht soweit. Vielmehr sind wir wohl in einem breiten, aber volatilen Handelskorridor gefangen, an dessen unterem Ende opportunistische Käufer zuschlagen können, nachdem bei den Tiefständen vom Juni ein recht negatives Szenario eingepreist war. Am oberen Ende jedoch dürften Anleger wohl kaum übermütig werden, denn es zeichnen sich durchwachsene Wirtschaftsdaten und Zentralbanküberraschungen ab.

Welche Möglichkeiten bieten sich in einer solchen hochvolatilen Konsolidierungsphase?

Erstens: Nicht auf den Markt als Ganzes setzen, sondern sich **differenziert positionieren**. Unseres Erachtens sind Wirtschaft und Aktienmärkte in den USA deutlich robuster als in Europa, wo angesichts der unsicheren Energieversorgung eine Rezession droht. Ausreichend eingepreist ist dieser Unterschied unserer Meinung nach nicht, wodurch sich unsere Präferenz für US-Aktien weiter verstärkt. Der US-Dollar dürfte gegenüber dem Euro Stärke zeigen, denn wenn die Anleger nicht so recht wissen, wie viel Risiko sie eingehen wollen, schneidet er meist gut ab. Außerdem bevorzugen wir nach wie vor Qualitätstitel, denn im aktuellen Umfeld haben profitable Unternehmen die Nase vorn. Solange die Inflation hoch bleibt, werden die Märkte vermutlich keine eindeutige Richtung einschlagen – umso wichtiger ist die Ertragskomponente für die Gesamtertragsrendite. Wir halten daher Ausschau nach Dividendenaktien und sind vor allem in Investment-Grade-Titeln übergewichtet.

Zweitens: **Volatilität als Chance**. Wer den Scheitelpunkt zum Verkauf nutzt, kann hohe Erträge generieren. In schwachen Marktphasen lassen sich vielversprechende Positionen günstig aufbauen oder aufstocken. Übertriebene Rallies können genutzt werden, um das Portfolio zu bereinigen und Titel mit schwächeren Fundamentaldaten abzustoßen. Da weiterhin mit signifikanten Zinsschwankungen zu rechnen ist, bieten sich auch Chancen bei variabel verzinslichen Anleihen (wenn der Markt nur noch geringfügige Zinsanhebungen erwartet) oder bei Festzinsanleihen (wenn der Markt eher starke Zinsanhebungen erwartet). Zinsschwankungen beeinflussen zudem die relative Wertentwicklung von Wachstums- und Substanzwerten – und damit

bieten sich Chancen für ein ausgewogeneres Engagement. Da sich mit Hedgefonds viele dieser Chancen zum richtigen Zeitpunkt ergreifen lassen, halten wir an ihrer Übergewichtung fest.

Drittens: **Strukturelle Chancen ergreifen**. Die Bewertungen sind im ersten Halbjahr zurückgegangen und einige Titel dadurch billiger geworden. Wir haben unser Energiewende-Thema (Schwerpunkt Nachhaltigkeit) neu ausgerichtet und berücksichtigen auf Länderebene nun auch die Ausrichtung auf Energieunabhängigkeit, da sich die beiden Ziele unserer Ansicht nach gegenseitig verstärken. Unser Thema Sicherheit deckt auch die Aspekte Autarkie und Deglobalisierung ab. Hier geht es unter anderem um Lieferketten, Cybersicherheit und Ernährungssicherheit. In Asien sehen wir Wirtschaftswachstum und Aktienmarktpotenzial langfristig weiterhin positiv, positionieren uns gegenüber chinesischen Aktien für den Moment aber neutral. Unser Fokus liegt daher insgesamt auf Titeln asiatischer Unternehmen mit starker Marktposition und günstigen Bewertungs- bzw. Einstiegsniveaus. Ihr langfristiges Kurspotenzial dürfte freigesetzt werden, wenn die von uns erwartete Konsolidierung eingetreten ist, sich die chinesische Wirtschaft merklich erholt hat oder die Anleger weltweit wieder verstärkt gewillt sind, Risiken einzugehen.



Willem Sels,
Global Chief Investment Officer
7. September 2022

Anlagestrategie für das vierte Quartal

Im ersten Halbjahr wurden Aktien und andere Risikoanlagen von einer heftigen Verkaufswelle erfasst, auf die im Juli zunächst eine kräftige Erholung und im August wieder eine gewisse Umkehr folgte. Nun dürfte es an den Märkten zu einer Konsolidierung kommen, bis die Inflation eindeutig zurückgeht und die Zentralbanken bei ihren Zinserhöhungen auf die Bremse treten. In Vorbereitung auf diese Konsolidierung passen wir unsere Gewichtungen an (z. B. Übergewichtung von US-Aktien gegenüber Europa), nutzen die von uns erwartete Volatilität (z. B. Kauf von Qualitätsaktien bei Kursrückgängen und Übergewichtung von

Hedgefonds) und investieren in Themen, die sich auf lange Sicht auszahlen dürften (z. B. Energiewende und -unabhängigkeit sowie Kauf der stärksten asiatischen Unternehmen mit langfristigem Anlagehorizont).

Die Märkte dürften sich weiter an den makroökonomischen Fundamentaldaten orientieren, darunter die Debatte über Rezessionsrisiken, die vielerorts fast rekordhafte Inflation und die Zinspolitik der Zentralbanken. Zudem zehrt die geopolitische Unsicherheit am Anlegervertrauen. Diese Faktoren wollen wir auf den Prüfstand stellen. An den Ergebnissen und der Frage, inwieweit unsere Erkenntnisse im Markt eingepreist sind, richten wir im Anschluss unsere Anlagestrategie aus.

1. Wirtschaftliche Einschätzung

Streng genommen sind die USA durch die negative Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen (-1,6 % im ersten und -0,9 % im zweiten Quartal) in eine Rezession gerutscht. Die Messung des US-BIP ist jedoch stellenweise disputabel. Ökonomen berücksichtigen daher in der Regel viel mehr Faktoren, bevor sie die US-Wirtschaft für so angeschlagen halten, dass sie von einer Rezession sprechen. Vor allem Beschäftigungs- und Lohnwachstum sind für eine Rezession noch zu hoch. Zwar lässt die konjunkturelle Dynamik nach, und in einigen Bereichen wie dem Wohnimmobilienmarkt herrscht Flaute, doch aus unserer

Anleihen

Übergewichtet: Globale Investment-Grade-Anleihen, auf Hartwährung lautende Unternehmensanleihen aus Schwellenländern

Untergewichtet: Staatsanleihen aus Industrieländern

Aktien

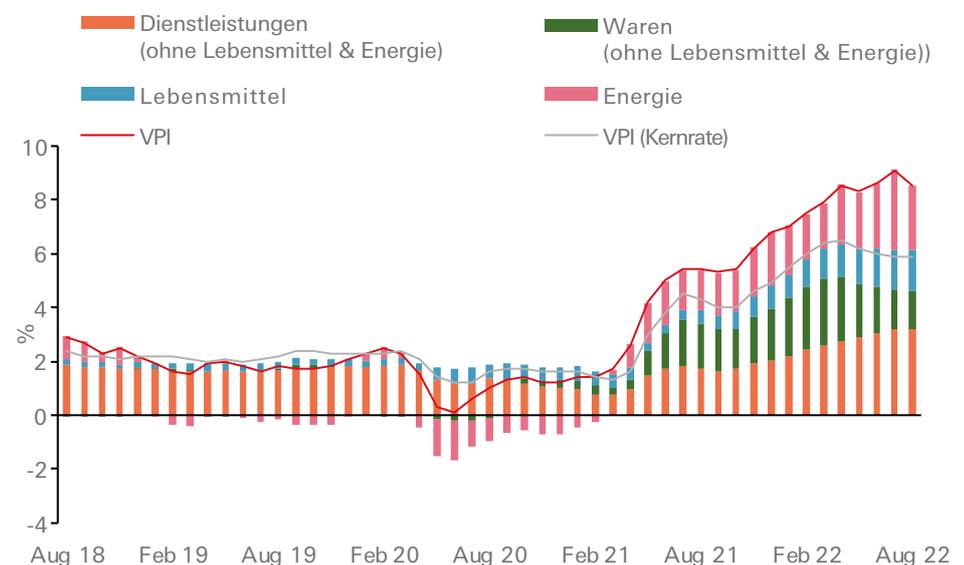
Übergewichtet: USA, Kanada, Mexiko, Hongkong, Thailand

Untergewichtet: Euroraum und Schwellenländer, Naher Osten und Afrika

Alternative Anlageklassen

Übergewichtet: Hedgefonds

Die Inflation in den USA verlagert sich vom Rohstoff- und Warenssektor in den Dienstleistungssektor



Quellen: US-Statistikamt, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022

Sicht sind die USA aufgrund der hohen Nachfrage nach Dienstleistungen und Energie sowie wieder anziehenden öffentlichen Investitionen krisenfester als andere Volkswirtschaften.

Anders im Euroraum und Vereinigten Königreich. Dort halten wir eine Rezession für unausweichlich – die Frage ist nur, wie schwer sie wird. Im Vereinigten Königreich sind die explodierenden Lebenshaltungskosten die treibende Kraft. Die Strom- und Lebensmittelrechnungen steigen schneller als die Löhne, und auch wenn fiskalpolitische Maßnahmen etwas Linderung verschaffen könnten, werden sie das Land nicht mehr vor einer Rezession bewahren können. Im Euroraum macht sich die Inflation ebenfalls bemerkbar, aber das ist noch nicht alles: Der Gasengpass spitzt sich mit dem endgültigen Stopp russischer Lieferungen durch Nord Stream 1 weiter zu, und es ist mit Störungen und einer geringeren Industrieproduktion zu rechnen.

In China lasten COVID und die anhaltende Schwäche des Wohnimmobilienmarktes auf der Konjunktur. Nicht nur wird es dauern, bis sich die Lage normalisiert, es braucht auch eine proaktivere Haushaltspolitik, eine anhaltend lockere Geldpolitik und regulatorisches Fingerspitzengefühl, um einer Erholung in den nächsten Monaten den Weg zu ebnet. Der High-End-Fertigungssektor ist aufgrund der intensiven staatlichen Förderung und der technologischen Weiterentwicklungen widerstandsfähig. Zudem dürften die eifrigen Emissionen von Sonderanleihen durch die Lokalregierungen und die Aufstockung von Infrastrukturfonds durch die chinesischen Staatsbanken Infrastrukturinvestitionen fördern.

2. Inflation und Geldpolitik

Der zweite wichtige Aspekt der Stagflationsdebatte – neben den Wachstumssor-

gen – ist die Inflation. Es deutet einiges darauf hin, dass die Inflation in manchen Ländern wie den USA möglicherweise endlich ihren Höhepunkt erreicht hat. Wie aus unserer Grafik ersichtlich, hat der Energiesektor zuletzt am stärksten zur Inflation beigetragen. Die Entspannung der Benzin- und Rohölpreise ist deshalb auch einer der Hauptgründe, aus denen wir nun einen weiteren Rückgang der Gesamtinflation erwarten. Unternehmensberichten zufolge steigen zudem die Einstandskosten nicht mehr so schnell und Material ist leichter zu beschaffen, weil sich die Lage in den Lieferketten zum Teil gebessert hat. In einigen Bereichen hält sich die Inflation jedoch hartnäckig: Die Mieten steigen weiter (u. a. weil sich viele Haushalte durch die höheren Hypothekenzinsen kein Eigenheim mehr leisten können), und die Inflation im Dienstleistungssektor wird durch die Lohnentwicklung verstärkt. Obwohl die Gesamtinflation zurückzugehen scheint, wird die Kerninflation nur langsam sinken. Strukturelle Faktoren (z. B. Veränderungen auf dem Arbeitsmarkt und Neuausrichtung der globalen Lieferketten) werden dafür sorgen, dass die Inflation noch mindestens zwölf Monate lang deutlich über dem Vorpandemieniveau liegen dürfte.

Da die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) wahrscheinlich deutlich über der Komfortzone der G7-Zentralbanken bleiben wird, ist in diesen Ländern mit weiteren Zinsanhebungen zu rechnen. Das Tempo wird unseres Erachtens erst gedrosselt, wenn die Inflation mehrere Monate rückläufig ist. Eine Pause ist wiederum erst nach einem markanten Inflationsrückgang wahrscheinlich. Die US-Notenbank (Fed) dürfte den Leitzins also weiter erhöhen, bis er im Februar 4 % erreicht (also +1,5 %, Stand Anfang September). Die Europäische Zentral-

bank (EZB) wird die Zinsen wohl bis auf 1,5 % (+0,25 %) und die Bank of England bis auf 2,5 % (+0,75 %) anheben.

In China ist die Inflation hingegen weniger problematisch, weshalb die chinesische Zentralbank die Zinsen nicht erhöht hat und kürzlich sogar mit einer Zinssenkung überraschte. Impulse für die Konjunktur dürften trotzdem eher von fiskalpolitischer als von geldpolitischer Seite ausgehen. Auch in den meisten anderen asiatischen Ländern ist die Inflation eher unbedenklich, so dass wir in Asien weniger Straffungsmaßnahmen erwarten. In Lateinamerika wurden die geldpolitischen Zügel schon deutlich stärker angezogen. Hier sind im nächsten Jahr sogar einige Zinssenkungen möglich.

3. Geopolitik, zentrale Risiken und aktuelle Themen

Den Ton an den Märkten geben in der Regel makroökonomische Faktoren und Unternehmensgewinne an. Die Geopolitik kann jedoch einige dieser Fundamentaldaten beeinflussen, kurzfristig für Volatilität sorgen und die Risikobereitschaft verändern. Der Russland-Ukraine-Krieg wirkt sich über die Rohstoffpreise und die Schließung von Nord Stream 1 erheblich auf die Inflation aus. Für das vierte Quartal stehen die Zeichen auf Rezession. Ebenso wie andere Krisenherde rund um den Globus könnte er die weltweite Risikobereitschaft dämpfen, denn Anleger wollen Sicherheit.

Verschiedene Aspekte der US-Politik stehen weiterhin im Fokus der Märkte. Das jüngst verabschiedete Inflationsbekämpfungsgesetz (Inflation Reduction Act) fördert die Energieunabhängigkeit, was unserem Anlagethema zur Energiewende und zur Energieunabhängigkeit zuträglich sein dürfte. Im Vorfeld der Midterm Election ist mit Volatilität zu rechnen, insbesondere wenn der Streit

um die Schuldenobergrenze wieder erst in letzter Minute beigelegt wird. Wenn man den Umfragen glaubt und die Republikaner tatsächlich die Kontrolle über den Senat und das Repräsentantenhaus erlangen, dürfte die daraus resultierende Pattsituation den Aktienmärkten wie in der Vergangenheit zugutekommen. In Europa tragen die italienischen Wahlen im September ihren Teil zur Nervosität der Märkte bei.

Nicht zuletzt haben viele Anleger überall auf der Welt in diesem Jahr Dürren, Brände und Überschwemmungen hautnah miterlebt. Das hat uns einmal mehr schmerzlich vor Augen geführt, wie anfällig unsere Lieferketten sind: Auf den Feldern verdorrt die Ernte, Schiffe bleiben in ausgetrockneten Flussbetten stecken und die Stromgewinnung aus Wasser- und Kernkraft gerät ins Stocken. Neben unserem Thema Energiewende und -unabhängigkeit sind angesichts der verheerenden Folgen des Krieges und des Klimawandels somit auch Ernährungssicherheit (Teil unseres Themas Sicherheit) und Biodiversität als Anlagechance brandaktuell.

4. Was preist der Markt ein?

Ausschlaggebend für die Marktstimmung war zuletzt die Zinsentwicklung, und obgleich sich die eingepreisten Zinserhöhungen weitestgehend mit unserer Einschätzung decken, dürften die Zentralbanksitzungen weiterhin für eine gewisse Volatilität an den Anleihe- und Devisenmärkten sowie in der relativen Wertentwicklung von Wachstums- und Substanzwerten sorgen. Derzeit (Anfang September) preist der Markt eine Fed-Zinserhöhung weniger ein, als wir erwarten. Wir teilen auch nicht die Hoffnung des Marktes auf zwei Zinssenkungen im nächsten Jahr. Aus unserer Sicht wird es dauern, bis die Fed die geldpolitischen Zügel wieder lockert. Dem US-Dollar dürfte das zugutekommen, wenngleich das Aufwärtspotenzial angesichts des aktuell hohen Niveaus natürlich begrenzt ist.

Außerdem ist unseres Erachtens weltweit eine leichte Rezession eingepreist. Da wir das Risiko für Europa viel höher einschätzen als für die USA, ist unsere Sektorpositionierung in den USA weniger defensiv als andernorts. Mit Blick auf die relativen Bewertungen sind eine Rezession in Europa und Extremrisiken durch Unterbrechungen der Gasversorgung unserer Ansicht nach nicht ausreichend eingepreist. Daher haben wir die Differenz zwischen unserer Übergewichtung von US-Aktien und der Untergewichtung des Euroraums weiter erhöht. Dementsprechend ist die von uns prognostizierte Stärke des US-Dollars hauptsächlich gegenüber dem Euro und dem britischen Pfund zu erwarten.

5. Unsere Positionierung

Zunächst die unerfreulichen Entwicklungen: Die Weltwirtschaft schwächelt zusehends, und die Inflation ist noch nicht so weit gesunken, dass die Zentralbanken von ihrem Kurs abweichen könnten. Die Märkte werden häufig von Erwartungen getrieben, müssen sich aber letztlich mit den schwerfälligen Konjunkturzyklen arrangieren. In diesem Fall haben sie offenbar einen raschen Richtungswechsel der Zentralbanken und eine sanfte Landung der Wirtschaft vorweggenommen, dabei befinden wir uns noch mitten im Flug. In Jackson Hole haben die Notenbanker, allen voran Fed-Chef Powell, die Hoffnung auf einen Kurswechsel zer schlagen, so dass es nicht überrascht, dass ein Teil der zwischen Juni und August verzeichneten Erholung schon wieder zunichtegemacht wurde. Ein Blick auf frühere Zyklen zeigt, dass sich die Aktienmärkte meist erst dann nachhaltig erholen, wenn die wirtschaftliche Dynamik kurz vor der Talsohle steht, die Gewinnmargen merklich geschrumpft sind, defensive Titel Zyklischer deutlich outperformen und die Zinskurven steiler werden, was bisher nicht der Fall ist.

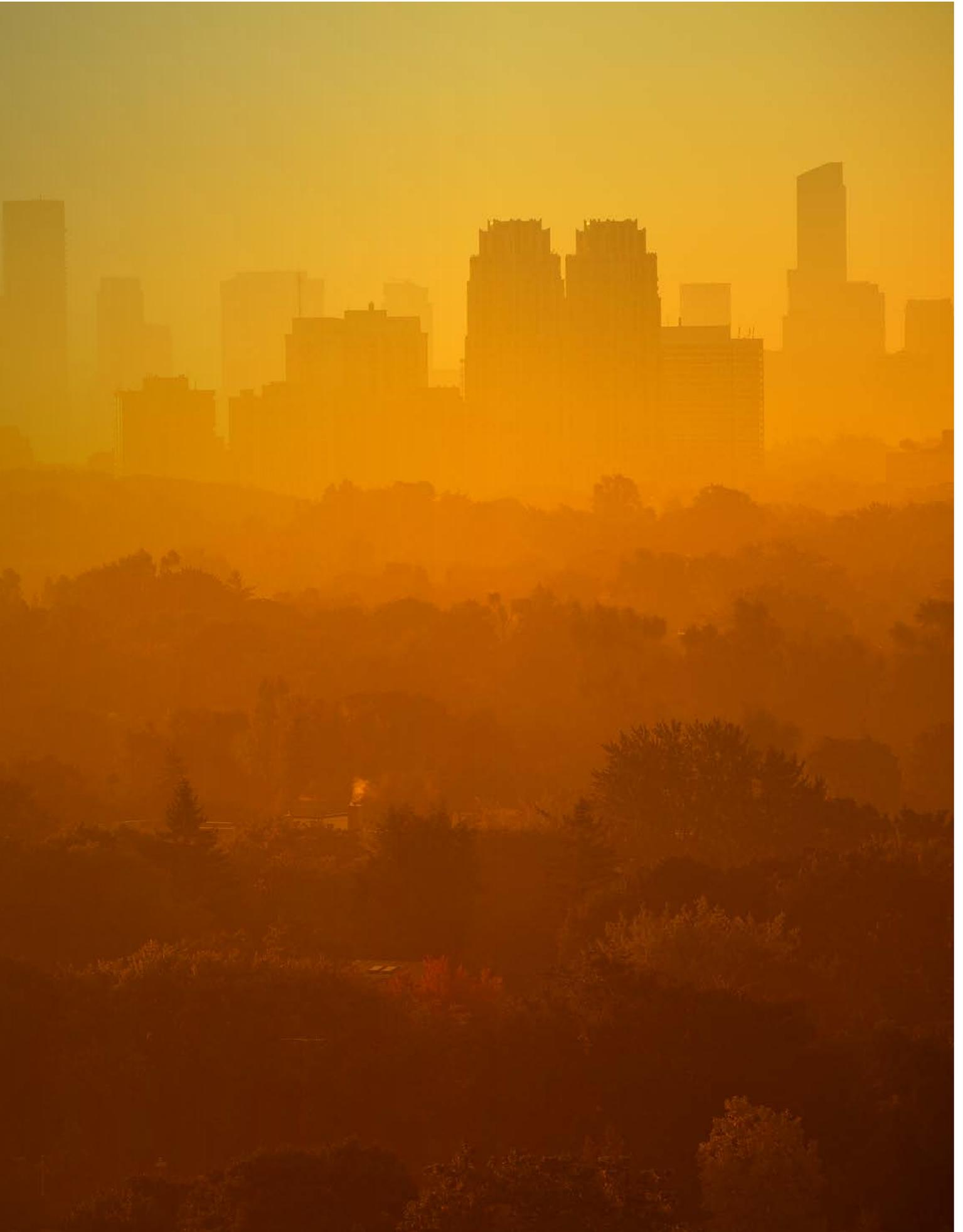
Positiv und beruhigend ist, dass bereits viele schlechte Nachrichten – vom Rezessionsrisiko über Zinserhöhungen bis hin zur Geopolitik – in den Kursen berücksichtigt sind. Die jüngste Berichts-

season hat uns die Gewissheit vermittelt, dass viele Unternehmen ihre Gewinne selbst im aktuellen Umfeld steigern können. Beide Faktoren dürften das Abwärtspotenzial begrenzen.

Wir werden also wahrscheinlich in einer engen Handelsspanne verharren, bis sich die Konjunktur der Talsohle und die Zinsen dem Zenit nähern. Welche Positionierung ist in einer solchen Konsolidierungsphase, in der die Märkte in keine klare Richtung tendieren und immer noch volatil sind, sinnvoll? Wie in der Tabelle dargestellt, haben wir drei Kernpunkte identifiziert.

Erstens beziehen wir Position zu den Faktoren, die die Portfolioperformance unserer Ansicht nach am stärksten beeinflussen werden. So schätzen wir die Aussichten für den US-Aktienmarkt viel günstiger ein als für den Euroraum, weshalb wir die USA nach wie vor bevorzugen und den Euroraum untergewichten. Qualität spielt in unserer Strategie ebenfalls eine wichtige Rolle, denn die Inflation wird hoch bleiben und das Wachstum schwächt sich ab, so dass margenstarke Qualitätsunternehmen Trumpf sind. Und angesichts der immer noch hohen Inflation sind laufende Erträge aus unserer Sicht wichtig für die Portfoliorendite. Diese sichern wir uns durch dividendenstarke Aktien und (Investment-Grade-)Anleihen. Bei den Devisen sind wir optimistischer als der Marktkonsensus, dass der US-Dollar weiter Rückenwind haben wird.

Zweitens ist die Volatilität, die die Konsolidierungsphase weiterhin prägen dürfte, nicht nur nachteilig, sondern lässt sich auch ausnutzen. Wer am Scheitelpunkt verkauft, kann hohe Erträge generieren. Im Anleihebereich können Anleger Floating Rate Notes in Betracht ziehen, wenn die Zinserwartungen zu stark sinken, und umgekehrt mit

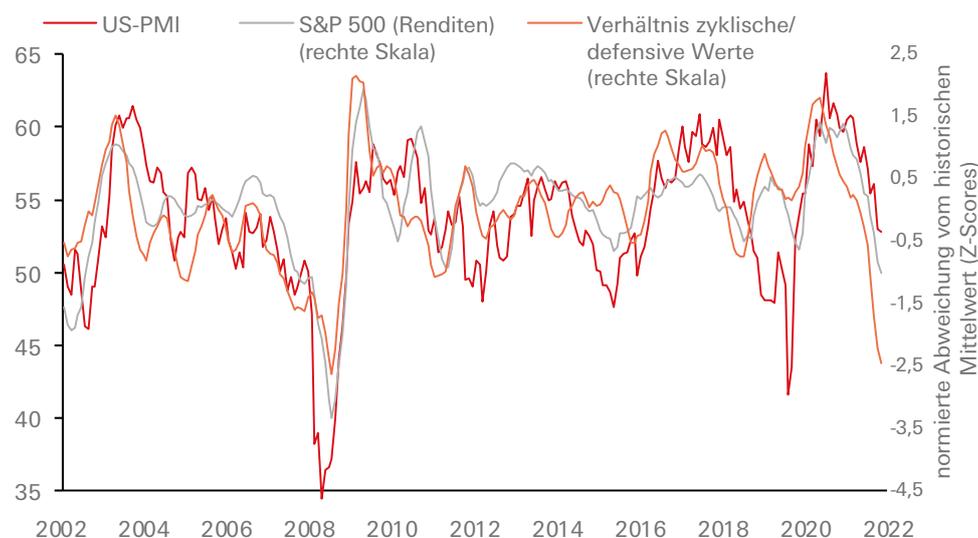


Festzinspapieren ein bestimmtes Renditeniveau sichern, wenn die Zinserwartungen am Markt gestiegen sind. Bei Aktien können Anleger in Schwächephasen ihre bevorzugten Titel aufstocken. Ebenso lassen sich die Schwankungen der relativen Performance von Wachstums- und Substanzwerten nutzen, um eine ausgewogene Mischung im Portfolio zu schaffen. Des Weiteren haben wir Hedgefonds nach wie vor übergewichtet, weil sich Volatilitätsstrategien mit ihnen gut umsetzen lassen (überwiegend Macro-Fonds aus Industrieländern und strategieübergreifende Fonds).

Drittens können sich Anleger, die sich für seitwärts tendierende Märkte und Volatilität kaum begeistern lassen, in langfristigen Themen positionieren. Wir haben unser Anlagethema zur Energiewende erweitert, um dem Ziel der Energieunabhängigkeit vieler Länder Rechnung zu tragen. Dafür werden Energie-

quellen diversifiziert und ausgebaut – auch die Atomkraft gehört dazu. Das Thema Sicherheit bleibt vor dem Hintergrund der weltweiten Unsicherheit sehr aktuell. Es umfasst Cybersicherheit, Ernährungssicherheit, Diversifizierung der Lieferketten und Re- bzw. Nearshoring, was uns dazu veranlasst hat, mexikanische Aktien auf Übergewichten heraufzustoßen. Und schließlich sehen wir in Asien trotz der kurzfristigen Hindernisse, wegen denen wir eine neutrale Allokation von chinesischen Aktien und Titeln aus asiatischen Schwellenländern vorerst beibehalten, weiterhin langfristiges Wert- und Renditepotenzial. Wir sind an asiatischen Spitzenunternehmen zum günstigen Preis interessiert und konzentrieren uns dabei auf solche mit einer starken Marktposition, die in global diversifizierten Portfolios zu den Kernanlagen gehören.

Die Korrektur am US-Aktienmarkt und die Underperformance zyklischer Titel deuten darauf hin, dass die Anleger eine leichte Rezession einpreisen, die aber doch schwerer ist, als es der aktuelle Einkaufsmanagerindex vermuten lässt



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Für die Berechnung der Mittelwerte und den entsprechenden Abweichungen wurden rollierende 3-Monats>Returns der jeweiligen Indizes verwendet.

Kernpunkte	Volatilitätsstrategie	Langfristige Trends
Untergewichtung von Aktien aus dem Euroraum und Übergewichtung von US-Aktien (z. B. US-Wirtschaft mit Widerstandskraft als Thema)	Ertragsgenerierung durch Aktienverkäufe am Scheitelpunkt	Energiewende und -unabhängigkeit
Fokus auf Qualitätsaktien	In Schwächephasen Aufstockung von bevorzugten Aktienpositionen	Sicherheit
Erträge, Erträge, Erträge: dividendenstarke Aktien und Investment-Grade-Anleihen	Kauf von FRN und Festzinsanleihen; Gleichgewicht zwischen Wachstums- und Substanzwerten	Asiatische Spitzenunternehmen zum günstigen Preis
Ausrichtung auf anhaltende Stärke des US-Dollars	Übergewichtung von Hedgefonds (Macro-Fonds aus Industrieländern und strategieübergreifende Fonds)	

Zinsschwankungen haben deutliche Auswirkungen auf alle Märkte; bei Aktien dürfte die Wertentwicklung von Wachstums- gegenüber Substanzwerten unbeständig bleiben



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Value: Warum eigentlich nicht?

Substanzwerte (Value-Anlagen) haben über weite Strecken des letzten Jahrhunderts mit einer starken Out-performance beeindruckt, doch in den 2010er Jahren hatten auch sie zu kämpfen. 2021 und in der ersten Jahreshälfte 2022 konnten Value-Titel wieder kräftig zulegen. Im Sommer gaben die Kurse dann nach, so dass sich nun ein attraktiver Einstiegspunkt bietet, um in Portfolios mit Wachstumsschwerpunkt ein Gleichgewicht herzustellen. Moderne Value-Strategien stützen sich nicht mehr nur auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis. Wer erfolgreich sein und um „Wertfallen“ einen großen Bogen machen will, setzt auf sektor-spezifische Ansätze und differenzierte Kennzahlen.

Ein Blick zurück ...

Bekannt wurden Value-Strategien im frühen 20. Jahrhundert durch die Arbeit der Wirtschaftswissenschaftler Benjamin Graham und David Dodd. Anfang der 1990er Jahre wurden sie von zwei weiteren Ökonomen wiederentdeckt: Eugene Fama und Ken French. Die beiden kamen in ihren Studien zu dem Schluss, dass Value-Strategien den auf Wachstumswerten basierenden Growth-Strategien langfristig deutlich überlegen waren (siehe Grafik). Value-Anlagen erfreuten sich großer Beliebtheit und die Zahl der Value-Fonds im Markt stieg kontinuierlich. Doch so sollte es nicht weitergehen.

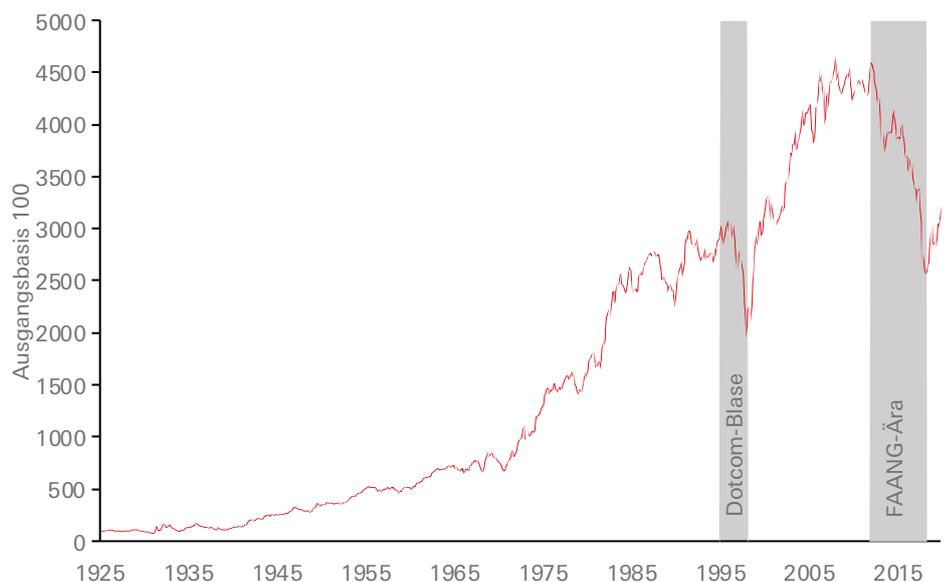
Die Dotcom-Blase der späten 1990er Jahre machte auch vor Substanzwerten nicht Halt und zahlreiche auf Absiche-

rung bedachte Value-Fonds wurden geschlossen. Zu Beginn der 2000er setzte eine beispiellose Erholung ein, auf die jedoch die Zeit des schnellen Geldes folgte: Die 2010er Jahre setzten den Substanzwerten erneut zu. Besonders schmerzhaft war der pandemiebedingte Abverkauf im Coronajahr 2020. Wieder waren Wachstumstitel gefragt. 2021 und 2022 ging es für Substanztitel zwar steil aufwärts, doch die alten Höhen sind noch nicht wieder erreicht.

Die Fachwelt ist sich uneins darüber, ob es sich bei der Value-Prämie nur um eine Fehlbewertung handelt oder um eine angemessene Entlohnung für zusätzliches

Risiko. Diese Frage bzw. die Antwort darauf ist allerdings von entscheidender Bedeutung. Ist die Prämie eine Anomalie, dann sollte der breite Einsatz dieser Strategie naturgemäß zu einem Alpha-Rückgang führen. Ist sie ein Risikoausgleich, dürften Substanzwerte auch weiterhin besser abschneiden und in den kommenden Jahren für Frustration bei Wachstumsinvestoren sorgen. Die pragmatische Antwort wäre: Die Prämie speist sich aus beiden Faktoren und deshalb dürften sich Value-Strategien allen vergangenen und künftigen Rückschlägen zum Trotz weiterhin überdurchschnittlich entwickeln.

Langfristig haben sich Substanzwerte wesentlich besser entwickelt als Wachstumsaktien



Quellen: Ken French's Data Library, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Dargestellt ist eine hypothetische nicht investierbare Strategie, welche alle US-amerikanischen Aktien nach ihrer Bewertung sortiert und die günstigsten 30 % kauft (Long-Position) und die teuersten 30 % verkauft (Short-Position). Des Weiteren werden Unterschiede in der Marktkapitalisierung ausgeglichen.



Gute Gründe für Substanzwerte

Die jüngste Erholung bei Substanzwerten ist historisch gesehen nichts Ungewöhnliches und die Kurse sind in den letzten Monaten teilweise bereits wieder gesunken. Ist die Zeit reif für eine Aufstockung? Bei dieser taktischen Überlegung sollten Anleger Folgendes berücksichtigen:

1) Aktuell klafft zwischen Substanztiteln und Wachstumstiteln eine überdurchschnittlich große Bewertungslücke. Bewertungen sind für die Bestimmung des richtigen Zeitpunkts nicht besonders hilfreich; auf extreme Abweichungen von nachhaltigen Niveaus folgten jedoch bislang für gewöhnlich längere Phasen der Normalisierung. Aktuell ist die Bewertungslücke zwischen Substanz- und Wachstumstiteln nach wie vor überdurchschnittlich hoch.

2) Der Zinsausblick spielt für die relative Performance von Wachstums- und Substanzwerten eine entscheidende Rolle. Der plötzliche Anstieg der Inflation in den Industrieländern auf die höchsten Werte seit mindestens 50 Jahren zwingt die Zentralbanken zu

einer wesentlich strafferen Geldpolitik, was sich in diesem Jahr besonders nachteilig auf Wachstumswerte ausgewirkt hat. Zwar sind die von uns erwarteten Zinserhöhungen der Fed größtenteils eingepreist, allerdings dürften Zinsschwankungen bei Wachstumstiteln für mehr Volatilität sorgen als bei Substanzwerten. Sollten die Zentralbanken den Märkten eine restriktive Überraschung bereiten, hätten darunter wohl fast alle Vermögenswerte zu leiden. Von daher ist es sinnvoll, ein übermäßiges Engagement in Wachstumsaktien mit langer Duration zu vermeiden und auf ein ausgewogenes Verhältnis zu Substanztiteln zu achten.

3) Die derzeitigen Turbulenzen im Technologiesektor sind Value-Anlagen zuträglich – wie auch schon nach anderen Technologie-Hypes. Nach der Nifty-Fifty-Blase der 1970er und der Dotcom-Blase der 1990er Jahre erlebten Value-Strategien eine Renaissance. Erstaunlicherweise wächst sich die Spekulationsblase, die sich in den 2010er Jahren rund um die fünf Tech-Giganten Meta (ehem. Facebook), Amazon, Apple, Netflix und Alphabet

(ehem. Google) gebildet hat, anscheinend zu einem 20-Jahres-Technologiezyklus aus. Wir halten an unserem Engagement im Technologiesektor fest, gehen dabei jedoch selektiver vor. Wie die von uns gewählten Schwerpunktthemen zeigen, konzentrieren wir uns auf Bereiche, in denen das Innovations- und Gewinnpotential unseres Erachtens am höchsten ist.

Evolution der Value-Strategie

Value-Strategien konnten in den letzten Jahrzehnten nicht glänzen. Die Gründe dafür liegen zum Teil weit zurück: in der Methodik, die Fama und French ihrer Forschung zugrunde legten. So erwies sich das Kurs-Buchwert-Verhältnis im 21. Jahrhundert als kein besonders guter Indikator, denn obwohl immaterielles Kapital an Bedeutung gewann, wurde und wird es in Bilanzen systematisch niedrig angesetzt. Deshalb waren besonders jene Value-Strategien erfolgreich, die auf Cashflow-Betrachtungen basieren – im Gegensatz zum subjektiven buchhalterischen Wert des immateriellen Kapitals spiegeln sich im Cashflow harte Fakten.

Die Bewertungsdifferenzen zwischen Substanz- und Wachstumswerten sind weiter hoch



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Die rote Linie verdeutlicht die Differenz zwischen den Kurs-Buchwert-Verhältnissen der Indizes MSCI World Growth und MSCI World Value.

In den letzten Jahren war der Cashflow ein besserer Wertindikator als der Buchwert



Quellen: Ken French's Data Library, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Hypothetische Berechnung bezogen auf US-amerikanische Aktien. Die Strategie Kurs/Cashflow basiert auf den besten 30 % der Aktien sortiert nach dieser Kennzahl. Ebenso die Strategie Kurs/Buchwert, wobei beide Strategien ein jährliches Rebalancing unterstellen.

Moderne Value-Strategien arbeiten zudem mit verschiedenen Parametern für verschiedene Branchen, die den sektorspezifischen Bilanzierungsgrundsätzen und dem jeweiligen Geschäftsumfeld Rechnung tragen. Und sie berücksichtigen weitere Indikatoren, um das Risiko von „Wertfallen“ zu minimieren. Zur besseren Ermittlung der Value-Prämie kommt vereinzelt auch maschinelles Lernen zum Einsatz. Da die Märkte sich stetig weiterentwickeln, bleiben die kontinuierliche Anpassung und Optimierung des Anlageverfahrens für Value-Investoren von entscheidender Bedeutung.

Schlussfolgerung

Seit 1927 haben Substanzwerte in 61 von 95 Jahren bessere Erträge erzielt als Wachstumstitel. Die Wahrscheinlichkeit, dass es sich bei dieser Entwicklung um einen reinen Zufall handelt, liegt bei gerade einmal 0,37 % bzw. 1 zu 274. Privatanleger tendieren dazu, Wachstumsaktien strukturell überzugewichten. Sie sollten deshalb besonders darauf achten, ihrem Portfolio Substanzwerte beizumischen, die von Fehlbewertungen und Risikoprämien profitieren und so für ein ausgeglichenes Portfolio sorgen können. Taktisch gesehen ist der Bewertungsunterschied für Substanztitel von Vorteil. Darüber hinaus sind Wachstumswerte wohl auch künftig überproportional anfällig für Zinsschwankungen.

Die Zukunft Asiens neu gestalten

Die drohende Rezession in Europa und die markante Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums stellen die exportorientierten Volkswirtschaften und den Technologiesektor Asiens vor zunehmende Herausforderungen. Der deutliche Rückgang der Auslandsnachfrage verstärkt massiv den Druck auf die politischen Entscheidungsträger Asiens, den strukturellen Wandel zu beschleunigen und politische Unterstützung für den Aufbau eines nachhaltigeren und binnenwirtschaftlich getragenen Wachstumsmodells zu leisten. Vor diesem gesamtwirtschaftlichen Hintergrund konzentrieren sich unsere Schwerpunktthemen auf Chancen, die sich aus der fortschreitenden Anpassung der Region an einschneidende Veränderungen ergeben: Coronapandemie, Lieferkettenprobleme, Energieschocks, Energiewende und Netto-Null-Ziel.

Rückkehr der Konsummacht Asien

Der Auftragseingang für Unterhaltungselektronik ist weltweit eingebrochen und im Juli gingen auch die Einkaufsmana-

Unsere vier Schwerpunktthemen:

1. Rückkehr der Konsummacht Asien
2. Grüne Transformation in Asien
3. Asiatische Spitzenunternehmen zum günstigen Preis
4. Hochwertige Unternehmensanleihen

gerindizes für Elektronik in Taiwan und Korea deutlich zurück. Beides zeugt nicht nur davon, dass die Nachfrage angesichts hoher Energiepreise in Europa und den USA dramatisch gesunken ist, sondern auch von einer Normalisierung des Verbraucherverhaltens – weg von Waren, zurück zu Dienstleistungen. Tourismus, Einzelhandel, Gastronomie und Unterhaltung profitieren von der Lockerung der Hygienemaßnahmen und Ausgangsbeschränkungen in Asien; auch internationale Reisen sind wieder möglich. Zahlreiche südostasiatische Länder haben gemäß der Strategie „Leben mit dem Virus“ die meisten ihrer pandemiebedingten Einschränkungen und Grenzkontrollen gelockert. Wir rechnen damit, dass ein Reiseboom zur Belebung des Binnenkonsums in Asien beitragen dürfte. Thailand, die zweitgrößte Volkswirtschaft in Südostasien, erzielte im zweiten Quartal 2022 ein Wirtschaftswachstum von 2,5 % gegenüber dem Vorjahr und damit

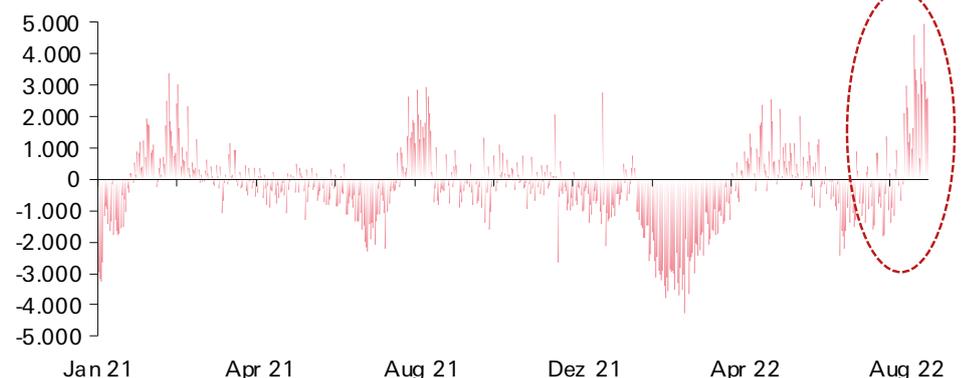
den stärksten Zuwachs seit Mitte 2021. Angekurbelt wurden Konjunktur und Tourismus durch die Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen.

Mit diesem Thema nehmen wir Chancen in den Sektoren Nicht-Basiskonsumgüter und Basiskonsumgüter anstelle der Verbraucherelektronik in den Blick. Da nahezu ein Drittel der Gesamtexporte aus den Schwellenländern Asiens einen Technologiebezug hat, nehmen wir gegenüber den Sektoren Halbleiter und Hardware nunmehr eine vorsichtigeren Haltung ein. Unseres Erachtens sind die strukturellen Wachstumschancen des Konsums in Asien weiterhin intakt. Dennoch wählen wir einen selektiveren Ansatz und konzentrieren uns auf Qualitätsunternehmen in den Bereichen Nicht-Basiskonsumgüter und Basiskonsumgüter mit starker Preismacht und hohen Gewinnmargen.

Erwähnenswert ist, dass Hongkong trotz relativ strikter Coronamaßnahmen im vergangenen Monat gegenüber seinen

Erste Anzeichen für eine Rückkehr der Touristen nach Hongkong

Ankommende Passagiere (netto)



Quellen: Einwanderungsabteilung der SVZ Hongkong, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022

asiatischen Mitbewerbern wirtschaftlich aufgeholt hat. Hotel-Quarantänen und sonstige Reisebeschränkungen dürften in den kommenden Monaten weiter gelockert werden. Immerhin sind im November die Veranstaltungen Hong Kong Sevens und der Global Banking Summit der Hongkonger Währungsbehörde vorgesehen. Die Normalisierung des internationalen Reiseverkehrs sorgt auch im Einzelhandel und in der Tourismusbranche sowie in den davon abhängigen Wirtschaftszweigen für Erholung, wie der unerwartet hohe Einzelhandelsumsatz, der im Juli in Hongkong erwirtschaftet werden konnte, beweist. Unsere Position besteht aus Qualitätsunternehmen der Bereiche Luftfahrt, Tourismus, Einzelhandel, Hotellerie, Einzelhandelsimmobilien und Gastronomie.

Grüne Transformation in Asien

Die durch den sich hinziehenden Russland-Ukraine-Krieg ausgelöste Energiekrise hat die strategischen Initiativen der asiatischen Länder verstärkt, Energiesicherheit und -unabhängigkeit durch massive Investitionen in erneuerbare Energien zu erreichen. Dieses Thema deckt daher Chancen ab, die sich aus der Beschleunigung der Energiewende hin zum Netto-Null-Ziel in Asien ergeben. Asien ist die vom Klimawandel am stärksten gefährdete Region: Hier sind die weltweit größten Mitverursacher der globalen Erwärmung verortet, unter anderem China und Indien. Dabei steigt insbesondere China rasch zum weltweiten Zentrum für Solarstrom und Elektrofahrzeuge auf. Heute ist die Gesamtzahl der Elektrofahrzeuge in China nahezu doppelt so hoch wie in Europa und den USA zusammengenommen. Aktuell bezieht der europäische Markt mehr als 90 % der Solarkomponenten aus dem Reich der Mitte.

Laut Schätzungen der internationalen Energieagentur IEA müsste China im Zeitraum 2020 bis 2060 mehr als 200 Bio. RMB investieren, um seine Klimaziele zu erreichen. Im ersten Halbjahr schnellten die Investitionen Chinas in Solarenergieprojekte gegenüber dem Vor-

jahr um 284 % in die Höhe und auch die Exporte photovoltaischer Produkte stiegen im Vorjahresvergleich um 113 % auf ein neues Rekordniveau. Wir gehen davon aus, dass die jährlich in China installierte Solarkapazität bis Ende 2022 um 46 % gegenüber dem Vorjahr auf 79 GW steigt (2021: 54 GW). Bis 2025 wird eine Steigerung auf 102 GW erwartet, was einem annualisierten Wachstum von 13,6 % entspricht. Der Ausbau der Kapazitäten an erneuerbaren Energien bis 2030 meint unseres Erachtens hauptsächlich Solarenergie. Ihren Anteil am jährlichen Gesamtausbau beziffern wir auf knapp 70 %. An zweiter Stelle steht die Windenergie mit 22 %.

In Indien ist aufgrund der rasanten konjunkturellen Entwicklung die Nachfrage nach Strom gestiegen. Der Großteil der zusätzlichen Kapazitäten stammt aus erneuerbaren Energien, wobei 90 % der Solarenergie zuzurechnen sind. Immer mehr südostasiatische Länder konzentrieren sich mittlerweile darauf, „grüne“ Anleihen zur Finanzierung umweltfreundlicher Projekte zu begeben, und gleichzeitig Anlegern attraktive Investitionen in diesem Segment zu ermöglichen.

Asiatische Spitzenunternehmen zum günstigen Preis

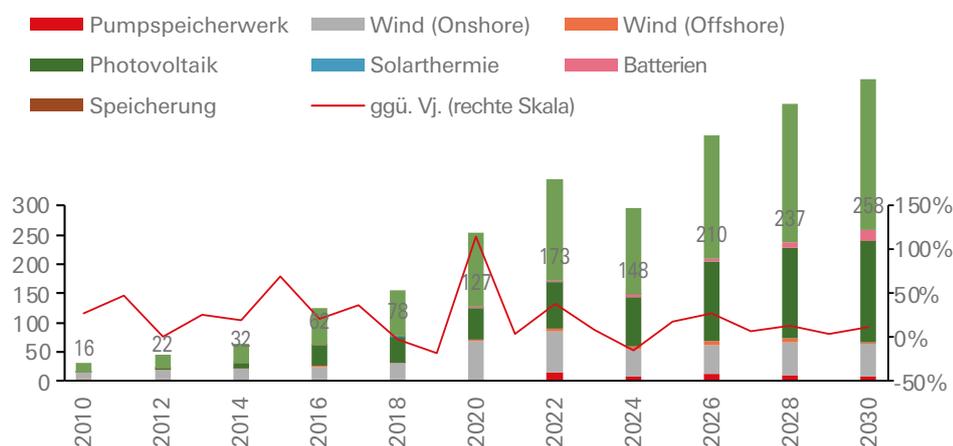
Im vergangenen Jahr mussten die asiatischen Aktienmärkte erheblich Federn lassen, so dass Qualitätsaktien – darunter auch Branchenführer – mit erheblichen Abschlägen gehandelt werden.

Nachdem das rollierende KGV Asiens ohne Japan in den letzten 20 Monaten bereits um ein Drittel gefallen ist, haben die Märkte nach der Sommerrally seit Mitte Juni erneut schlechter abgeschnitten als der US-Aktienmarkt. Das rollierende KGV der Aktienmärkte in Asien weist einen Abschlag von einem Drittel gegenüber dem US-Aktienmarkt auf und liegt mehr als eine Standardabweichung unter dem Fünfjahresdurchschnitt.

Wir gehen davon aus, dass der Risikoaufschlag für die asiatischen Märkte langfristig sinken dürfte, während für die Gewinnprognosen durchaus Luft nach oben besteht. Eine Anlage in asiatische Spitzenwerte zu attraktiven Bewertungen dürfte – gemessen am breiten Markt – daher ein überproportionales Aufwärtspotenzial bieten.

Neben der Auswahl unterbewerteter asiatischer Spitzenunternehmen anhand einer Bottom-up-Analyse überprüfen wir Unternehmen anhand ihrer wichtigsten Finanzkennzahlen wie Eigenkapitalrendite, KGV, Dividendenrendite oder Verschuldungsgrad, um die fundamental attraktivsten Chancen zu identifizieren. Für sich genommen liegt der asiatische Aktienmarkt ohne Japan ebenfalls deutlich unter seinem historischen Niveau und das rollierende KGV um 0,9 Standardabweichungen unter dem Fünfjahresdurchschnitt.

Ausweitung der chinesischen Kapazitäten an erneuerbaren Energien in GW



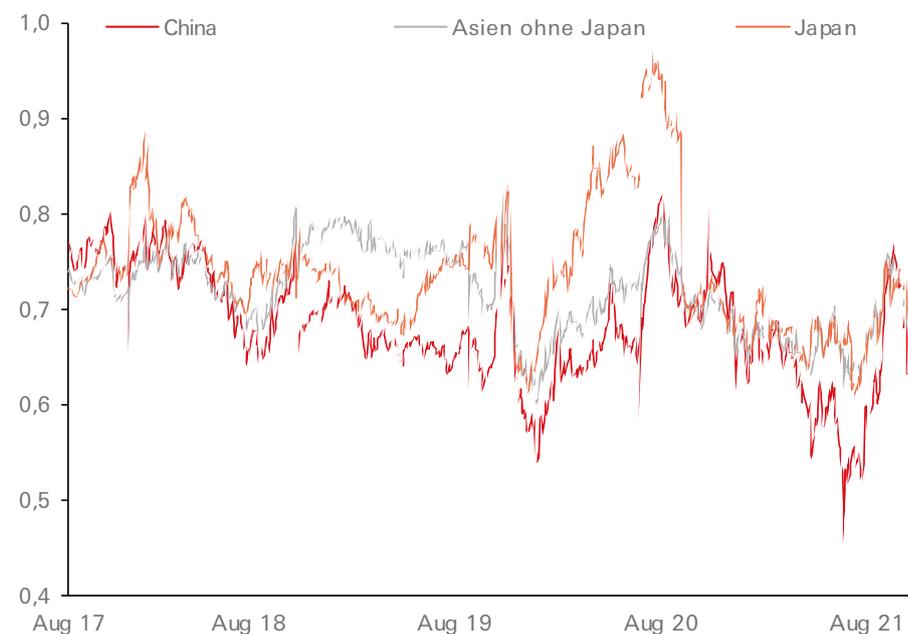
Quellen: HSBC Global Research, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022

Hochwertige Unternehmensanleihen

Zu den positiven Faktoren für asiatische Unternehmensanleihen zählen etwa die jüngsten Zinssenkungen der chinesischen Zentralbank und die steigende Markterwartung weiterer geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen zur Abmilderung der negativen Effekte auf Chinas Wachstum. Wir gehen davon aus, dass weitere geld- und fiskalpolitische Stimuli die Nachfrage in den kommenden Monaten stabilisieren dürften. Nachdem die chinesische Regierung ihre Bereitschaft signalisiert hat, für mehr Liquidität und ein besseres Kreditumfeld zur Refinanzierung von führenden privaten Immobilienentwicklern zu sorgen, ist das Risiko einer Ausweitung der Immobilienkrise auf Investment-Grade-Anleihen (größtenteils chinesische Staatsbetriebe) eher begrenzt. Bei diesem Anlagethema liegt der Schwerpunkt darauf, in einem volatilen Markt stabile Erträge zu erzielen. Unsere Präferenz gilt ganz klar asiatischen Investment-Grade-Anleihen, die 80 % des gesamten asiatischen Anleihemarktes ausmachen. Darüber hinaus stehen für uns Qualität und Renditevorteile gegenüber Investment-Grade-Anleihen aus Industrieländern im Fokus. Zudem suchen wir nach attraktiven Chancen für Carry-Trades bei asiatischen Banken, Energieanleihen, chinesischen Staatsbetrieben und Banken, ausgewählten Hongkonger Immobiliengesellschaften und indonesischen Hartwährungsanleihen. Wir bevorzugen eine kurze bis mittlere Duration von drei bis fünf Jahren, da kurz- bis mittelfristige Anleihen im Vergleich zu langfristigen Anleihen ein geringeres Zinsänderungsrisiko aufweisen.

Angesichts der vorgezogenen Straffungsmaßnahmen der US-Notenbank Fed und der zunehmenden Rezessionsängste in den Märkten sind wir von hochwertigen asiatischen Unternehmensanleihen aufgrund ihres defensiven Charakters stärker überzeugt. Technische Faktoren spielen asiatischen Unternehmensanleihen in die Hände: Da die Besorgnis über die Immobilienkrise in China zu einer internationalen Kapitalflucht aus dieser Asset-Klasse geführt hat, sind die Credit-Spreads chinesischer Investment-Grade-Anleihen aus funda-

Deutlicher Bewertungsabschlag für asiatische Aktien gegenüber dem US-Markt – Rollierendes KGV im Vergleich zum US-Markt



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September. Die Daten basieren auf dem gleitenden 2-Wochen-Durchschnitt.

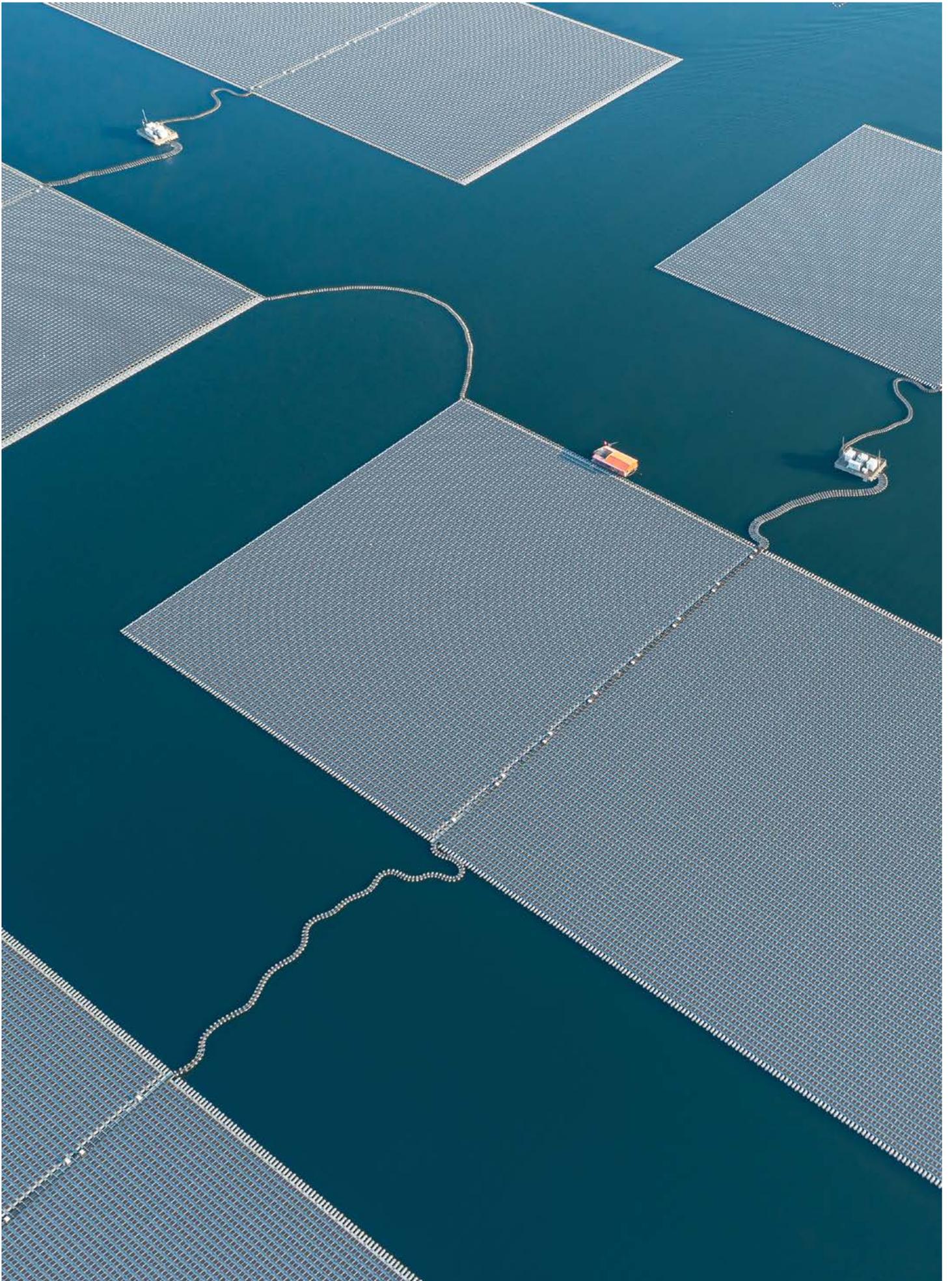
Credit-Spreads in Basispunkten



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022

mentaler Sicht überverkauft. Die verbleibende Anlegerbasis von asiatischen Unternehmensanleihen ist eher lokal geprägt und bevorzugt die Heimatmärkte, was das Verlustrisiko zusätzlich begrenzt. Bei indonesischen Staatsanleihen sind die Fundamentaldaten aufgrund der Haushaltsdisziplin weiterhin gut. Auch wenn sich das Bonitätsprofil indonesischer Staatsbetriebe in den vergangenen

Jahren wegen des höheren Investitionsaufwands im Zusammenhang mit dem Infrastrukturprogramm der Regierung abgeschwächt hat, dürften Staatsbetriebe mit USD-Anleihen unseres Erachtens weiterhin staatliche Unterstützung erhalten.



Chancen der neuen Geldpolitik

Solange die Weltwirtschaft die Talsohle noch nicht erreicht und die Zentralbanken das Tempo ihrer Zinsanhebungen noch nicht gedrosselt haben, richten wir unsere Anlagestrategie auf eine Marktkonsolidierung aus. Wie im Kapitel zur Anlagestrategie erläutert, positionieren wir uns dabei differenziert: Vor allem US-Aktien und ertragsstarke Titel sind für uns von Interesse. Unsere Themen US-Wirtschaft mit Widerstandskraft, nachhaltige Dividenden sowie unsere anleihebezogenen Themen sind darauf optimal abgestimmt. Wenngleich die Inflation in den USA möglicherweise den Scheitelpunkt bereits hinter sich hat, wird sie in den Industrieländern doch hoch bleiben. Umso wichtiger ist es, das Portfolio auch weiterhin gegen die Inflation abzusichern.

Unsere fünf Schwerpunktthemen:

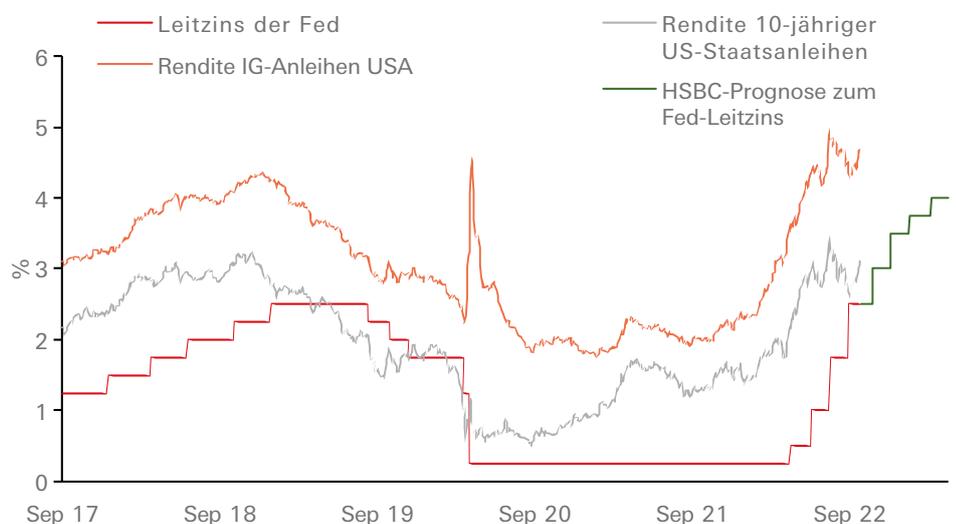
1. US-Wirtschaft mit Widerstandskraft
2. Nachhaltige Dividenden
3. Qualitätsanleihen mit kurzer Laufzeit
4. Finanzanleihen aus Industrieländern: Etwas höher in der Kapitalstruktur
5. Absicherung gegen Inflation

US-Wirtschaft mit Widerstandskraft:

Wir sind der festen Überzeugung, dass die US-Wirtschaft erheblich widerstandsfähiger ist als die europäische. Für Europa rechnen wir mit einer Rezession, wobei sich die Abwärtsrisiken noch verschärft haben. Diese Diskrepanz zwischen alter und neuer Welt ist unseres Erachtens von den Märkten nicht eingepreist, weshalb unsere stärkste Übergewichtung weiterhin auf die USA entfällt. Der amerikanische Markt ist tief und sehr liquide und wie die Berichtssaison gezeigt hat, gibt es zahlreiche Unternehmen mit robusten Erträgen und einer

starken Marktpositionierung, die ihre Einstufung als Qualitätsunternehmen rechtfertigen. Der Energiesektor profitiert von den hohen Preisen und die Energieunternehmen dürften auch dann äußerst profitabel bleiben, wenn die Ölpreise nach ihren jüngsten Höchstständen wieder sinken. Die Aussichten für erneuerbare Energien haben sich deutlich aufgehellt. Zudem sieht das kürzlich von der US-Regierung verabschiedete Inflationsbekämpfungsgesetz (Inflation Reduction Act) Investitionen in diesem Bereich vor. Auf der Verbraucherseite zeigen sich die Ausgaben stabiler als von Umfragen

Die Zinsanhebungen der Fed sind nun größtenteils eingepreist, wodurch sich interessante Ertragschancen ergeben. Baldige Zinssenkungen sind unwahrscheinlich. Das Aufwärtspotenzial der Aktienmärkte dürfte daher eher in Bereichen mit starken Erträgen als in jenen mit hohen Bewertungen liegen.



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Research, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Prognosen können Änderungen unterliegen.

zum Konsumentenvertrauen suggeriert; einige Verbraucher greifen nun auf preiswertere Waren zurück und können so weiterhin Geld ausgeben. Insgesamt profitieren die Unternehmensgewinne im Basiskonsumgütersektor vielfach von den höheren Preisen. Das gilt insbesondere für Qualitätsunternehmen, die ihre Margen aufrechterhalten können.

Nachhaltige Dividenden: Wenn sich die Märkte konsolidieren und kein klarer Aufwärtstrend erkennbar ist, dann lässt sich die Gesamtrendite über Dividenden-erträge erheblich steigern. Die Dividenden sind während der Krise analog zu den Wachstumsaussichten gesunken. Umso wichtiger ist es, Unternehmen auszuwählen, deren hohe Cashflows eine gleichbleibende oder gar steigende Dividende gewährleisten können. Die von den Märkten eingepreisten Dividenden-erwartungen sind derzeit relativ konservativ. Und Banken, die für gewöhnlich hohe Dividenden zahlen, erfreuen sich an steigenden Zinsen. Dividendenstarke Aktien sind tendenziell eher Substanzwerte und ihre Beimischung kann wachstumsorientierten Portfolios zu einer besseren Balance verhelfen. Dividentitel bringen zudem häufig Qualitätseigenschaften ganz im Sinne unserer Portfoliopräferenz mit. Oftmals handelt es sich um Aktien mit niedriger Volatilität, was Anlegern ebenfalls zugutekommen dürfte, zumal wir auch künftig mit einer überdurchschnittlich hohen Marktvolatilität rechnen.

Qualitätsanleihen mit kurzer Laufzeit:

Auch Anleihen sind Ertragsquellen. Dabei konzentrieren wir uns weiterhin auf den Investment-Grade-Bereich, in dem wir im Rahmen unserer taktischen Asset-Allokation am stärksten übergewichtet sind. Ausschlaggebend hierfür sind die unserer Ansicht nach etwas zu geringen Spreads bei hochverzinslichen Anleihen, die außerdem stärker auf die Konjunkturabkühlung reagieren als Investment-Grade-Spreads. Zudem setzen wir auf kürzere Laufzeiten. Während die Zinskurven einiger Staatsanleihen invers sind, sind die Zinskurven für Investment-Grade-Anleihen überaus flach. Mit einer längeren Duration lassen sich also keine höheren Renditen erzielen. Anleihen mit längerer Laufzeit reagieren darüber hinaus empfindlicher auf Schwankungen, mit denen wir bei Anleiherenditen auch künftig rechnen. Im Investment-Grade-Bereich bietet sich Anlegern mit Interesse an Floating Rate Notes die Chance, ihren Bestand an festverzinslichen Anleihen um diese variabel verzinslichen Papiere zu ergänzen, wenn die Volatilität die Renditen und Zinserwartungen vorübergehend nach unten drückt.

Finanzanleihen aus Industrieländern – höher in der Kapitalstruktur:

Die Banken haben ihre Eigenkapital- und Liquiditätsquoten aufgrund der strengeren regulatorischen Anforderungen nach Basel III gestärkt. Allerdings kann das Kernkapital sensibel auf die wirtschaftlichen Entwicklungen auf den Heimatmärkten

und bei den Spreads von Staatsanleihen reagieren. Das gilt vor allem für Europa, wo die Wirtschaft gegenwärtig schwächtelt. Vor diesem Hintergrund reduzieren wir das Risiko und richten unseren Fokus auf nachrangige Tier-2- und erstrangige Anleihen. Die Renditen in diesem Bereich erscheinen uns attraktiver als bei Staatsanleihen oder Anleihen von Nicht-Finanzwerten.

Absicherung gegen Inflation: Die eine perfekte Absicherungsmethode gegen Inflationsrisiken gibt es nicht. Uns erscheinen jedoch drei Möglichkeiten attraktiv. An erster Stelle stehen Immobilien – Sachwerte, die langfristig gesehen einen guten Inflationsschutz bieten. Kurzfristig sind hohe Mieten eine der Ursachen für eine hartnäckige Inflation, weshalb ein Engagement in Mehrfamilienhäuser in den USA interessant sein kann. Im Bereich Gewerbeimmobilien konzentrieren wir uns auf erstklassige Bürogebäude, vorzugsweise mit kurzen oder indexgebundenen Mietverträgen. Doch auch Logistikobjekte erfreuen sich nach wie vor einer hohen Nachfrage. An zweiter Stelle folgen der Energiesektor und die erneuerbaren Energien, die beide von den anhaltend hohen Energiepreisen profitieren. Drittens erscheinen uns Basiskonsumgüteraktien mit einer guten Marktpositionierung attraktiv, da die Preissteigerungen bei Lebensmitteln und anderen Gütern oftmals an die Konsumenten weitergereicht werden, was den Unternehmen höhere Erträge beschert.

Digitaler Wandel

Seit Beginn des 21. Jahrhunderts hat die technologische Konvergenz an Dynamik gewonnen. Der gemeinsame Nenner ist dabei die Digitalisierung von Hardware, Systemen und Inhalten. Digitalisierte Systeme und Daten vereinfachen den Austausch von Inhalten wie Filmen, Musik, Patientenakten, technischen Zeichnungen und vielem mehr. In den kreativen Medien, im Vertrieb, bei Online-Diensten und -Mapping entstehen nicht nur neue Wirtschaftszweige, auch bestehende Unternehmen richten sich neu aus. Die Möglichkeiten sind unbegrenzt.

Unsere drei Schwerpunktthemen:

1. Metaverse
2. Sicherheit
3. Intelligente Mobilität

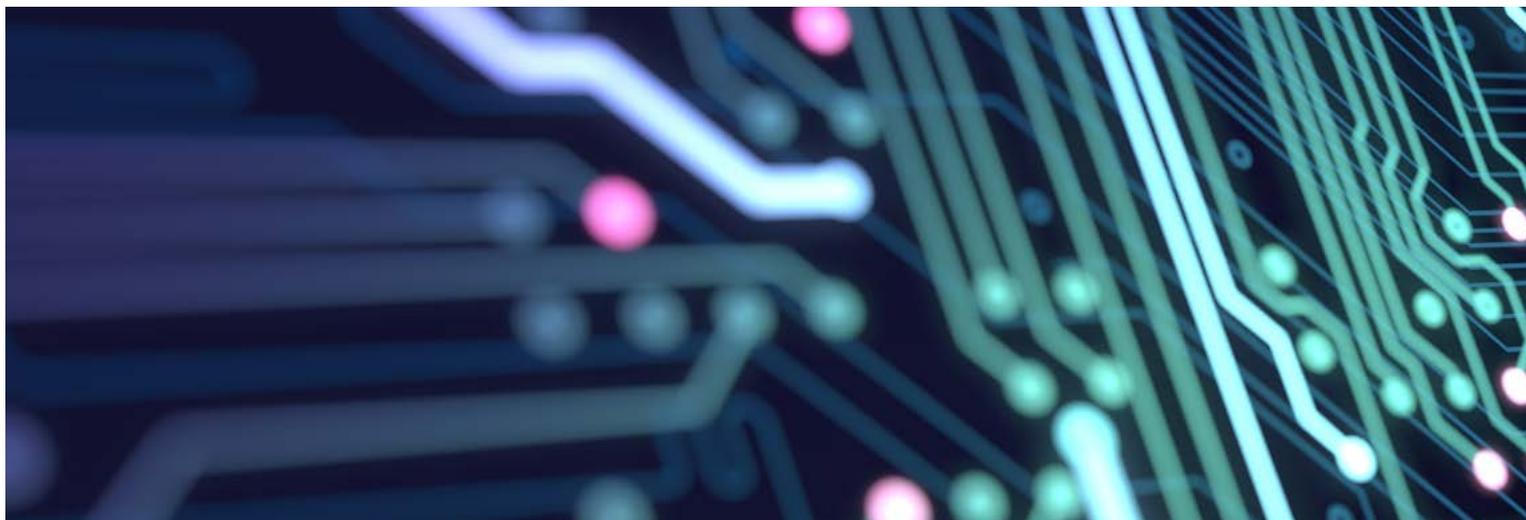
Metaverse

Das Metaverse ist ein mit der realen Welt verwobenes digitales 3D-Universum, das auch wirtschaftlich an Zugkraft gewinnt. Im Metaverse können Menschen interagieren, arbeiten, spielen und Kontakte knüpfen. Damit verbundene Technologien sind Wearables, 5G, Chips, 3D-Software-Engines, optische Technologien, Blockchain, die virtuelle und erweiterte Realität (Virtual bzw. Augmented Reality) und Smart Contracts – all das eröffnet Investoren neue Chancen. In der Pandemie haben sich die Arbeitsmethoden vieler Menschen rasch an einen digitalen Arbeitsplatz angepasst, da zahlreiche Unternehmen teilweise oder vollständig auf die Online-Zusammenarbeit umgestiegen sind. Mit einem Mal wird das Metaverse fast schon greifbar und die Möglichkeiten selbst für Digital Non-Natives – also diejenigen, die nicht in der digitalen Welt aufgewachsen sind – realer.

Der Ausbau und die fortwährende Weiterentwicklung des Metaverse dürften jedoch sehr stark davon abhängen, in-

wieweit die Fortschritte der damit verbundenen Technologien das Nutzererlebnis verbessern. Beispielsweise finden Virtual-Reality-Headsets neue Anwendungsmöglichkeiten in Unternehmen, die sie unter anderem für intensivere virtuelle 3D-Meetings, Verkaufsveranstaltungen und Vorführungen nutzen. Entertainer präsentieren ihre Kunst virtuell vor einem Millionenpublikum: 2020 verwandelte sich das Online-Spiel „Fortnite“ für ein Konzert des Rappers Travis Scott in eine virtuelle Bühne. 12 Millionen Menschen loggten sich ein und Travis Scott verdiente an einem Abend 20 Mio. US-Dollar. Neue Maßstäbe im Einzelhandel könnte die NFT-Technologie setzen, mit der sich digitale Outfits authentifizieren lassen. Einige Luxusmarken haben bereits mit entsprechenden Angeboten zu experimentieren begonnen. Tourismus, Kontakte, Gesundheitswesen, Finanzsektor – in all diesen Bereichen bietet das Metaverse neue Möglichkeiten.

Die Infrastruktur des Metaverse basiert auf schnelleren und leistungsstärkeren



Datennetzwerken (5G, Clouds, 3D-Engines) und auf unterstützenden Technologien zum Datenmanagement. Mehrere große Unternehmen haben Metaverse-Strategien entwickelt und sind gewillt, Geld in die Hand zu nehmen und Know-how zu investieren.

Sicherheit

Zurück zur Realität: Durch die jüngsten geopolitischen Konflikte sind sich Staaten, Unternehmen und Einzelpersonen der eigenen Verwundbarkeit schmerzlich bewusst geworden. Der Wunsch nach Sicherheit und die Nachfrage nach entsprechenden Gütern und Dienstleistungen steigt.

Diese Verwundbarkeit bezieht sich nicht nur auf militärische, straf- oder eigentumsrechtliche Schwachstellen, sondern auch auf Lieferketten, Energie, Lebensmittel, Wasser, personenbezogene Daten und den Onlinehandel. Dieses breite Spektrum – und das damit einhergehende Potenzial – decken wir mit unserem Anlagethema Sicherheit ab.

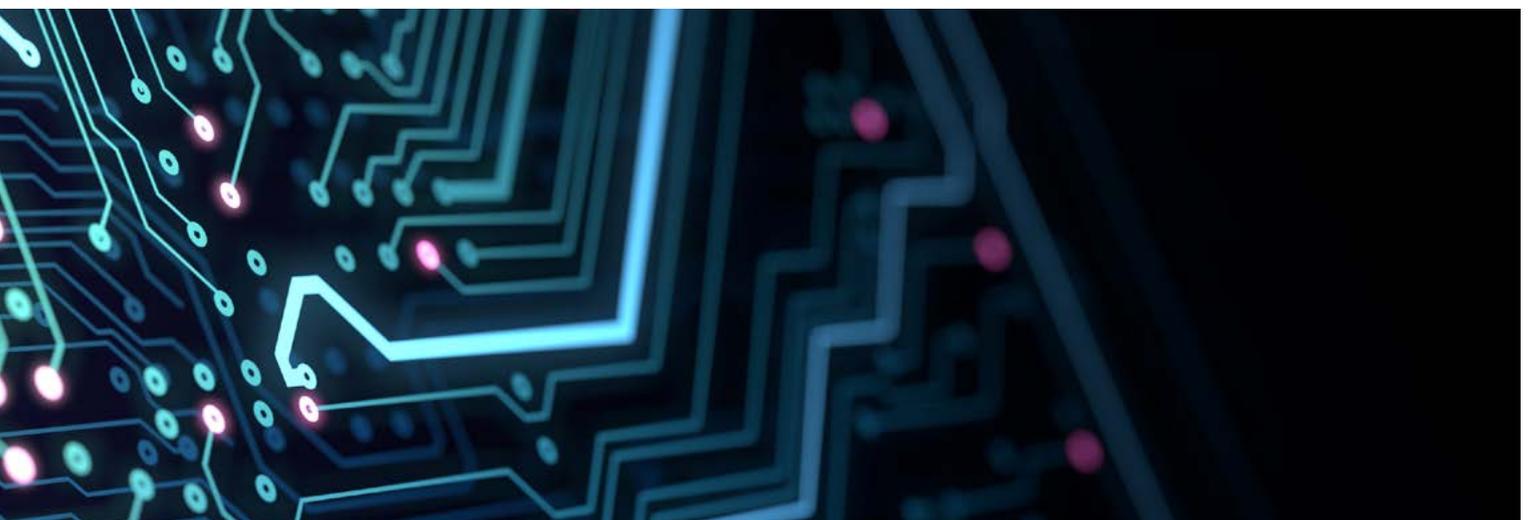
Mit dem Boom des Onlinehandels haben im letzten Jahrzehnt sowohl Staaten als auch Unternehmen im Finanz-, Bildungs- und Gesundheitssektor ihre digitalen Dienstleistungen rasch ausgebaut. Die Sicherheit konnte nicht Schritt halten und muss nun nachziehen. Schurkenstaaten und Kriminelle erkennen Schwachstellen blitzschnell; für sie erweisen sich digitale Angriffe oftmals als effektiver, lukrativer und risikoärmer als konventionelle. Sind Geräte und Netzwerke ungeschützt, öffnen sich potenzielle Zugriffspunkte auf das nichts ahnende Ziel oder gar eine Hintertür.

Wenn in Infrastruktur investiert wird, muss deshalb nicht mehr nur die physische, sondern auch die digitale Sicherheit von Hardware, Software und Dienstleistungen abgedeckt werden. Angriffe gilt es zu vermeiden und abzuwehren – egal ob in der realen oder der digitalen Welt.

Große Sicherheitsrisiken, bewaffnete und politische Konflikte sowie natürlich

die Inflation erschweren die Beschaffung und haben die Preise zahlreicher Güter, darunter Lebensmittel und Energie, in die Höhe getrieben. In sämtlichen Bereichen der Wirtschaft trifft man für derartige Störungen und gegen die daraus resultierenden negativen Auswirkungen auf Wachstum, Margen und Finanzen Vorsorge. Auf Unternehmensebene liegen die Beispiele dafür auf der Hand: Betriebe setzen bei Produktion und Lieferketten mittelfristig auf das eigene Land (Onshoring) bzw. auf Nachbarländer (Nearshoring) und kurzfristig auf eine Erhöhung der Lagerbestände, um sich gegen exogene Risiken abzusichern.

Die Nachfrage nach sicherheitsbezogenen Waren und Dienstleistungen wird wachsen, denn Staaten, Unternehmen und Privatpersonen wollen ihre Privatsphäre und ihre Daten, aber auch ihre Transaktionen und Lieferungen geschützt wissen.



Intelligente Mobilität

Mit unserem dritten Anlagethema bedienen wir die Digitalisierung des Verkehrswesens, also die Integration intelligenter Technologien in die Beförderung von Personen und Gütern. Staaten, Unternehmen, Einzelpersonen – angesichts der ökologischen und demographischen Herausforderungen kommt es auf alle an. Alle sind gefordert, ihr Transportmittel klug zu wählen. Insbesondere das Pariser Klimaabkommen, die auf der Weltklimakonferenz in Glasgow getroffene Vereinbarung und der Sachstandsbericht des Weltklimarates IPCC sorgen nun für weiteren Handlungsdruck beim Einsatz emissionsfreier Technologien. Emissionsfreie oder grüne Kraftstoffkandidaten sind elektrischer Strom, Wasserstoff, Biokraftstoff und Ammoniak. Mit ihrer Hilfe sollen die Treibhausgasemissionen gesenkt werden. In den vergangenen zwei Jahren ist die Akzeptanz von Elektrofahrzeugen bei den Endverbrauchern der großen Volkswirtschaften gestiegen. Gepaart

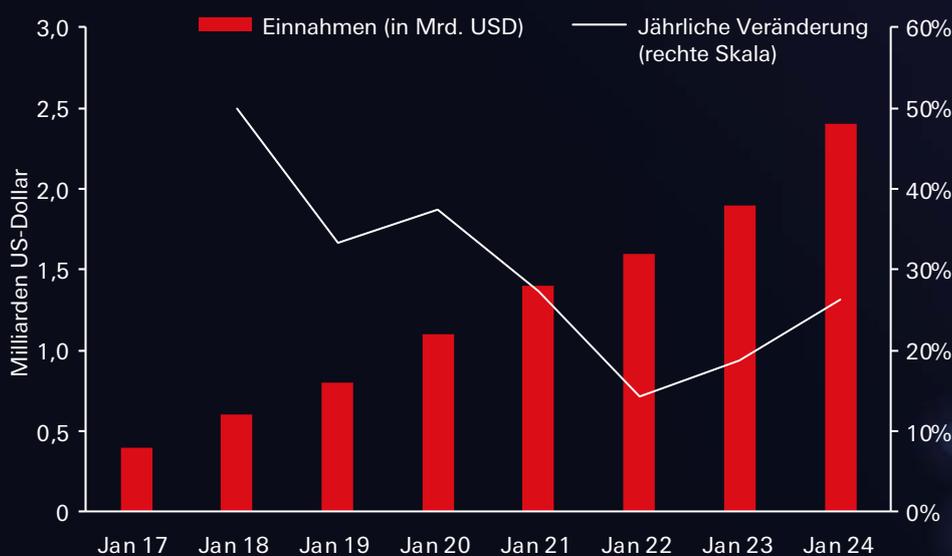
mit neuen Modellen konnte der Absatz von E-Autos dadurch deutlich gesteigert werden. Nun ist es richtig und wichtig, dass die Autobauer das „gefühlte Reichweitenproblem“ angehen, das einer breiteren Akzeptanz bis dato im Wege steht. Dafür muss die Batterietechnologie rasch weiterentwickelt werden. Die noch begrenzte Ladeinfrastruktur für Elektrofahrzeuge wird mithilfe zahlreicher Großunternehmen in mehreren Ländern kontinuierlich ausgebaut.

Bei intelligenter Mobilität geht es allerdings um mehr als nur darum, Verbrenner durch E-Autos zu ersetzen. Elektrofahrzeuge warten mit dem Vorteil auf, dass es sich um mobile digitale Plattformen handelt, die sich dank 5G-Netz sowie moderner Fahrzeug- und Sensortechnik mit der Umgebung und anderen Verkehrsmitteln vernetzen können. Das bedeutet, dass sie mühelos mit der sich rasch entwickelnden digitalen Landschaft interagieren können.

Nutzfahrzeuge und Züge könnten darüber hinaus von den Fortschritten in der Wasserstoff-Brennstoffzellentechnologie profitieren. Da sich zahlreiche Länder der Klimaneutralität verschrieben haben, sind Transportunternehmen und Systeme gezwungen, die Nutzung fossiler Brennstoffe in den nächsten zehn Jahren einzustellen. Der technologische Fortschritt ist zumindest so weit gediehen, dass alternative Energieformen (Lithium-Batterien, Brennstoffzellen, Bio-Kraftstoffe) eine tragfähige wirtschaftliche und klimaneutrale Alternative zu fossilen Brennstoffen im Verkehrswesen darstellen.

Menschen, das Verkehrsnetz und ihre Standorte miteinander zu verbinden sorgt für Effizienzsteigerungen, mehr Sicherheit und die Integration verschiedener Verkehrsträger in den städtischen Gebieten, in denen sie eingesetzt werden.

Weltweite Einnahmen aus Virtual-Reality-Spielen



Quellen: HSBC Global Private Banking, Statista, Schätzungen 2022-2024, Stand: 6. September 2022



Investitionen für eine nachhaltige Zukunft

In Anbetracht der weltweiten Marktturbulenzen und der täglichen Meldungen über anziehende Inflation, steigende Zinsen und zunehmende geopolitische Spannungen sind nachhaltige Anlagen weiter auf dem Vormarsch. Dabei untermauert die Unsicherheit sogar die zugrunde liegende Anlagethese.

Das aktuelle Umfeld spricht Bände: Hitzewellen erreichen weltweit neue Rekorde, die schwersten Dürreperioden aller Zeiten stellen die globalen Wasserversorgungssysteme auf die Probe, und die ohnehin schon hohen Energiepreise könnten im bevorstehenden Winter noch weiter steigen.

Hinzu kommen anhaltende Engpässe in den Lieferketten, intensive Bemühungen zur Verlagerung betrieblicher Aktivitäten ins nahegelegene Ausland, Wohnimmobilienkrisen in vielen großen Volkswirtschaften und der Ruf nach Vater Staat, der für bessere Lebensbedingungen sorgen soll. Die wirtschaftlichen und politischen Aussichten sind vielerorts alles andere als rosig. Doch ebendiese Risiken

Unsere vier Schwerpunktthemen

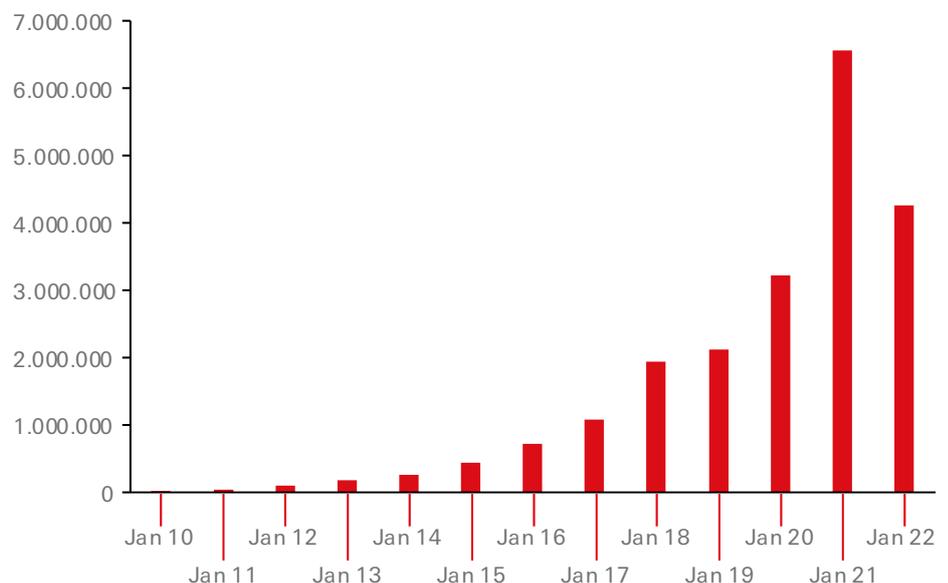
1. Energiewende und -unabhängigkeit
2. Nachhaltige Ertragsquellen
3. Biodiversität als Anlagechance
4. Der S-Faktor

machen Investitionen in eine nachhaltige Zukunft attraktiv und mit vier Trends decken wir die unterschiedlichen Facetten dieses Trends gut ab.

In einer weniger stabilen Welt ist auf zwischenstaatliche Bündnisse und Energievereinbarungen weniger Verlass, wodurch Energieunabhängigkeit an Priorität gewinnt. Dies gilt insbesondere für Europa, wo eine nachhaltigere Wirtschaft schon lange als erstrebenswert angesehen wird. Die Notwendigkeit einer unabhängigen Energieversorgung ist indes aufgrund des russisch-ukrainischen Konflikts deutlich in den Vordergrund getreten. Die Hinwendung zu nachhaltigen Energiealternativen schlägt sich auch in den Zahlen nieder. Nach Angaben von

Bloomberg haben die Haushalte in der EU im bisherigen Jahresverlauf bereits 50 % mehr Solarmodule gekauft als im gesamten letzten Jahr – um ihre Stromrechnungen zu senken, aber auch um die Abhängigkeit von Russland zu verringern. Dank fortschrittlicher Solartechnik ist die Installation von Solarmodulen heute nicht mehr unerschwinglich und angesichts der hohen Energiekosten können die Einsparungen die Installationskosten relativ schnell ausgleichen. Da die Sonne nicht immer scheint, werden Stromspeicher angeschafft: Die wichtigsten deutschen Hersteller von Stromspeichern für den Hausgebrauch haben im Jahr 2022 jetzt schon doppelt so viel Umsatz erwirtschaftet wie im Gesamt-

Weltweite Verkaufszahlen für Elektrofahrzeuge bis Juni 2022



Quellen: Marklines, Bloomberg NEF, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022



jahr 2021. Ähnliches ist weltweit zu beobachten, denn Verbraucher und Regierungen erkennen, dass Energieunabhängigkeit sich positiv auf Kosten und Finanzplanung auswirkt und darüber hinaus die Umwelt schont. Diesen Trend greifen wir in unserem Anlagethema zur Energiewende und -unabhängigkeit auf, dessen Schwerpunkt auf Unternehmen liegt, die von den Bemühungen um kohlenstoffärmere Energiesysteme und Energieautarkie profitieren werden.

Neben dem dringenderen Bedürfnis nach Energieunabhängigkeit durch erneuerbare Energien haben die Rekordhitzewellen dieses Sommers die Sorge verstärkt, dass der Klimawandel bereits zu weit fortgeschritten ist und die ergriffenen Maßnahmen deutlich weiter gehen sollten, als es derzeit der Fall ist. Wenn jedes Jahr neue Hitzerekorde aufgestellt werden und die Menschen das heißere Klima am eigenen Leib erfahren, sind die Klimarisiken viel greifbarer. Menschen und Regierungen werden sich dadurch zweifellos veranlasst sehen, noch rascher zu handeln, um die Erderwärmung zu bremsen. Elektrofahrzeuge sind eine einfache und leicht zugängliche Möglichkeit, die Kohlenstoffemissionen im Alltag deutlich zu reduzieren, ohne viel an der eigenen Lebensweise zu ändern. Der Sektor entwickelt sich rasant, wobei Asien und insbesondere China führend sind. Dort erreichte die Marktdurchdringung von batteriebetriebenen Elektrofahrzeugen im Juli 2022 26,7 %¹. Die chinesische Regierung misst Elektrofahrzeuge einen hohen Stellenwert bei, und die Maßnahmen zum Ausbau des Sektors tragen Früchte. Mit der Zahl der Fahrzeuge wächst auch der Bestand an Ladestationen rasant. Dieser hat sich innerhalb der letzten zwei Jahre verdoppelt, und es gibt keine Anzeichen einer Verlangsamung. Das Wachstum wird von einer ganzen Reihe von Unternehmen getragen, die die Metalle, Rohstoffe, Bauteile, Batterietechnologien und viele andere Komponenten der Lieferket-

te stellen. Viele dieser Unternehmen sind außerdem recht ertragsstark, was ihre Attraktivität im derzeitigen Umfeld noch weiter steigert. In unseren nachhaltigen Ertragsquellen kommen diese Faktoren zusammen: hoher Gewinn trifft Nachhaltigkeit. Die niedrigen Pegel wichtiger Wasserstraßen wie Donau und Rhein belasteten auch die globale Lieferkette. Jedes Kind weiß: Ohne Wasser kein Leben. Deshalb sehen wir auch Biodiversität als Chance. Um sie nachhaltig zu fördern, investieren wir in entsprechende Anlagemöglichkeiten. Neben der Umwelt stehen auch gesellschaftliche Fragen im Zentrum der Debatte. Der Lohn für Diversität in Belegschaft und Vorstand sowie eine faire, menschliche Kultur ist operative Resilienz. Dem tragen wir mit unserem Thema „Der S-Faktor“ Rechnung.

Langfristige Nachfrage nach einer grünen Zukunft, autarke Energieversorgung, Ertrag, Biodiversität und Arbeitsplätze, an denen alle gleich viel zählen, sind im Kommen. Anlegern bieten sich immer mehr Chancen, um von diesem Trend zu profitieren.

¹ HSBC Research

Energiekrise treibt die Wirtschaft in die Rezession

Nach einem durchaus als gelungen zu bezeichnenden Jahresauftakt mit einem Quartalswachstum von 0,8% konnte das Bruttoinlandsprodukt auch im zweiten Quartal noch leicht um 0,1% zulegen und damit das Vorpandemieniveau zurückerobern. Doch für den kommenden Herbst stehen die Zeichen auf Sturm. Verantwortlich dafür sind die exorbitant gestiegenen Energiepreise, die beim Konsumentenvertrauen bereits massive Spuren hinterlassen haben, ablesbar am GfK-Konsumklima, das im August ein Rekordtief markierte. Dabei sind die jüngsten Entwicklungen an den Terminbörsen noch gar nicht bei den Haushalten angekommen. Sowohl die börsengehandelten Gas- als auch die Strompreise haben sich verglichen mit der Situation 2019/2020 mehr als verzehnfacht (Grafik 1).

Tatsächlich dürften die Haushalte in den nächsten Monaten mit nochmals steigenden Inflationsraten konfrontiert werden, sobald die Versorgungsunternehmen die höheren Marktpreise für Energie

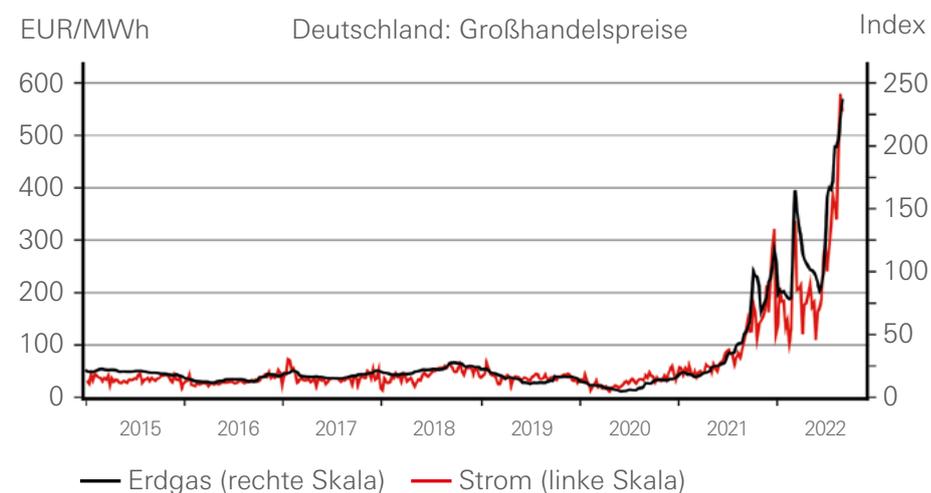
überwälzen können. Dementsprechend dürfte die Inflationsrate in Deutschland erstmals seit Anfang der 1950er Jahre zumindest zeitweilig wieder in den zweistelligen Bereich steigen. Bei gleichzeitig bislang nur moderaten Lohnerhöhungen ergeben sich somit unter dem Strich substantielle Reallohneinbußen, nachdem schon im 2. Quartal die Löhne nach Abzug der Inflation um 4,4 % gegenüber Vorjahr nachgaben (Grafik 2).

Gerade bei den niedrigeren Einkommensgruppen (1. Quartil, Grafik 3) wird die finanzielle Situation auf Sicht der nächsten 12 Monate derzeit so negativ eingeschätzt wie nie zuvor. Um die zu erwartenden Verwerfungen abzumildern, hat die Bundesregierung ein neuerliches Entlastungspaket geschnürt, welches nach Aussage der Ampelkoalition einen Umfang von 65 Milliarden Euro (oder knapp 2 % des BIP) umfassen und vor allem den niedrigen Einkommensschichten zugutekommen soll. Unter anderem beinhaltet das Paket eine Anpassung der

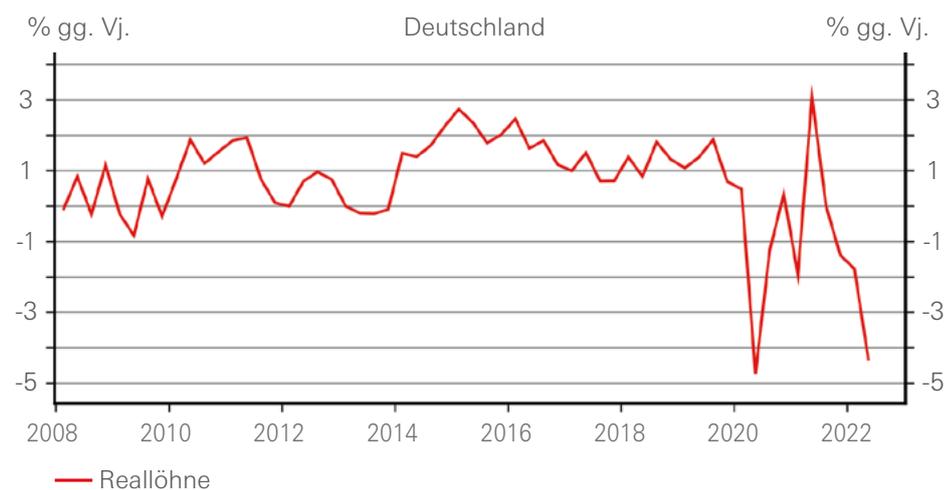
„kalten Progression“, höhere Kindergeldzahlungen, steuerliche Abzugsfähigkeit von Einzahlungen in die Rentenversicherung, Einmalzahlungen für Rentner und Studierende, die temporäre Absenkung des Mehrwertsteuersatzes für Gas sowie eine Strompreisbremse für einen noch festzulegenden Basisverbrauch bei den privaten Haushalten. Da gleichzeitig aber über die Gaszulage finanzielle Mittel im Umfang von geschätzten 34 Mrd. Euro bis Ende April 2024 (vorausgesetzt die Umlage bleibt bis dahin in Kraft und unverändert bei den jetzt beschlossenen 2,5 Cent pro kWh) wieder abgeschöpft werden, ist der Nettoentlastungseffekt weit geringer anzusetzen. Den durch die Energiekostenexplosion drohenden Schaden für den privaten Verbrauch dürfte das Entlastungspaket so oder so bestenfalls teilweise abmildern. Wissenschaftliche Studien zeigen, dass sich das Konsumverhalten nur im Fall einer dauerhaften Einkommenserhöhung nachhaltig verändert, während Einmalzahlungen konsumtechnisch oftmals verpuffen.

Im aktuellen Fall könnten die Haushalte allerdings gezwungen sein, zur Aufrechterhaltung ihres Lebensstandards nicht nur die zusätzlichen finanziellen Mittel auszugeben sondern gleichzeitig auch ihr Sparverhalten zu reduzieren oder sogar angelegte Ersparnisse aufzulösen (also eine negative individuelle Sparquote aufweisen). Verglichen mit einem im Zuge der Pandemie verzeichneten Spitzenwert von über 20 % hat sich die Sparquote per 2. Quartal 2022 (10,8 %) schon fast halbiert. Die Tendenz ist somit weiter fallend.

Die zu erwartende Nachfrageschwäche bleibt auch nicht ohne Folgen für die Unternehmensperspektiven. Das ifo-Geschäftsklima fiel im August zum dritten Mal in Folge und notiert per August auf einem Niveau, das historisch mit einer Rezession kompatibel ist. Die Verschlechterung erfasst alle Sektoren, wobei der Groß- und Einzelhandel besonders negativ hervorsticht, da die privaten Haushalte ihre knappen Budgets schon in den vergangenen Monaten zunehmend weg vom Güterkonsum zugunsten von Dienstleistungen (Freizeit, Restaurants, Urlaub) allokierten. Aber auch der Bausektor leidet unter der Kombination aus Material- und Facharbeitermangel und zusätzlich unter den drastisch gestiegenen Finanzierungsbedingungen, die sich vor allem im Wohnungsbau wachstumsdämpfend bemerkbar machen dürften. Selbst im Dienstleistungssektor, der sich wegen der Lockerung der COVID-Restriktionen im Sommer etwas erholen

Grafik 1

Quellen: Macrobond, HSBC

Grafik 2

Quellen: Macrobond, HSBC

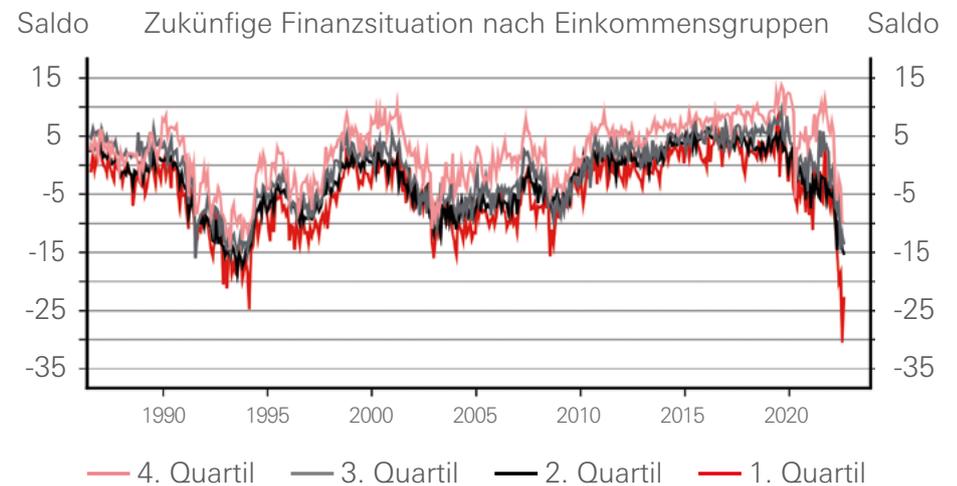
konnte, rechnen die Unternehmen auf Sicht der nächsten Monate per Saldo mit rückläufigen Geschäftsaktivitäten (Grafik 4). Zu guter Letzt leidet natürlich auch das verarbeitende Gewerbe – schon im Juli war die Produktion in besonders energieintensiven Branchen spürbar rückläufig.

Zu allem Überflus mehrten sich auch die Anzeichen für eine Eintrübung der externen Nachfrage. Im Trend signalisieren die Einkaufsmanagerindizes in vielen wichtigen Abnehmerländern ein nachlassendes Konjunkturmomentum als Konsequenz der massiv gestiegenen Inflation (Stichwort: Energie- und Nahrungsmittel) und der resultierenden Notwendigkeit vieler Zentralbanken, geldpolitisch spürbar restriktiver zu werden. Kurzfristig besteht noch etwas Spielraum für eine Ausweitung der deutschen Exporte, weil wegen der erkennbar nachlassenden Lieferengpässe die noch vollen Auftragsbücher im verarbeitenden Gewerbe abgearbeitet und anschließend die Güter ausgeliefert werden können. Über den Tellerrand hinaus dürften die Exporteure indes die Verlangsamung des Welthandels zu spüren bekommen – im August ist die Komponente „Neuaufträge“ im globalen Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe deutlich in den Kontraktionsbereich gefallen. Die jüngste Abwertung des Euro-Kurses auf zeitweise unter 0,99 USD (Minus seit Jahresbeginn mehr als 12 %) dürfte die negativen Nachfrageeffekte daher kaum aufwiegen. Mit der Ankündigung von Seiten Gazproms, die Gaslieferungen über die Pipeline Nordstream 1 bis auf Weiteres komplett auszusetzen, ist zudem die Sorge vor einer Gasmangellage im Winter wieder deutlich gestiegen. Zwar erwarten wir, dass die bereits relativ hohen Gasspeicherstände – bereits Anfang September lagen diese mit 85 % oberhalb des eigentlich für Anfang Oktober anvisierten Standes – sowie die voranschreitende Substituierung der Gasver-

sorgung weg von Rußland hin zu anderen Ländern wie Norwegen, den Niederlanden und Belgien eine solche Situation nicht erforderlich werden lassen. Gleichwohl dürften die Unsicherheiten und die als Konsequenz der Preiseffekte erfolgenden Gasverbrauchsanpassungen im privaten wie im gewerblichen Bereich mit Wertschöpfungseinbußen einhergehen. Es steht zu befürchten, dass die

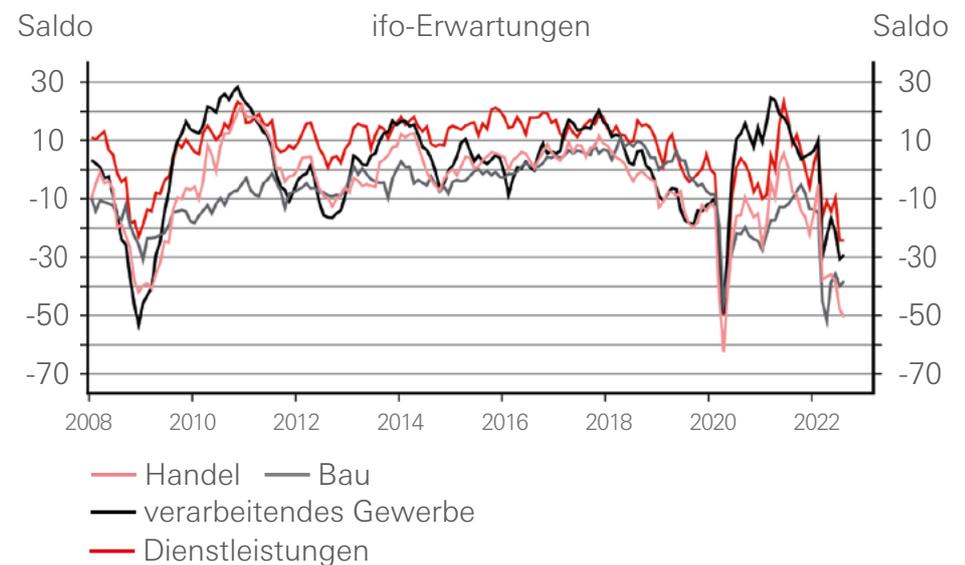
deutsche Volkswirtschaft daher im kommenden Winter (mindestens zwischen Oktober 2022 und März 2023) in eine Rezession fällt. Für das Gesamtjahr 2023 rechnen wir daher aktuell mit einem BIP-Rückgang um 0,6 % nach einem Plus von 1,5 % in diesem Jahr.

Grafik 3

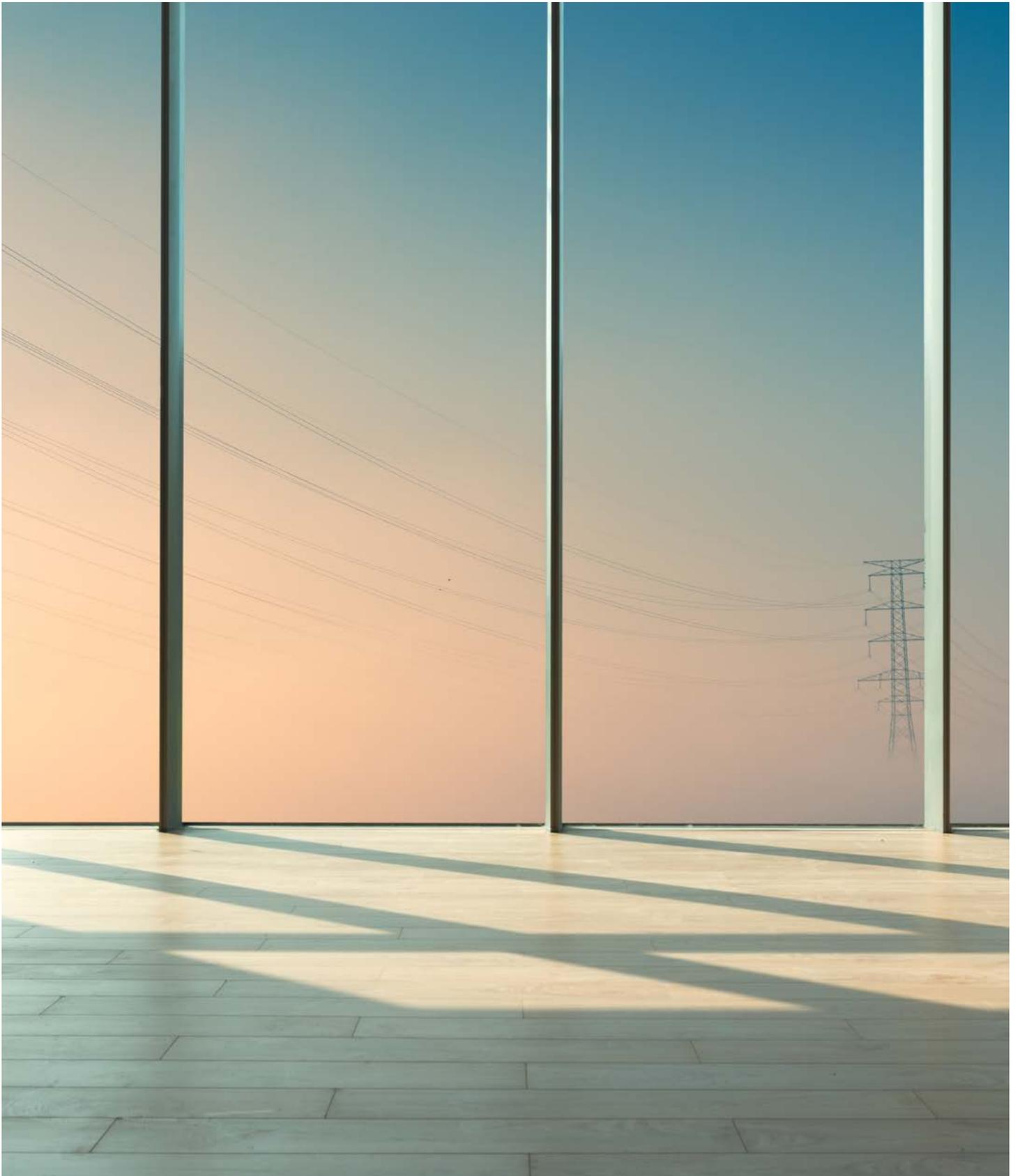


Quellen: Macrobond, HSBC

Grafik 4



Quellen: Macrobond, HSBC



Aktien

Eine hartnäckige Inflation und höhere Zinsen drücken auf die Margen, das Ertragswachstum verlangsamt sich. Diese Risiken werden im Markt neu bewertet und damit dürfte das Aufwärtspotenzial an den Aktienmärkten nun begrenzt sein. Allerdings deuten die im historischen Vergleich niedrigen Bewertungen darauf hin, dass schlechte Nachrichten bereits weitgehend eingepreist sind und sich somit auch das Abwärtspotenzial verringert hat. Wir konzentrieren uns daher auf die sektorbezogenen und regionalen Unterschiede. Dabei halten wir Ausschau nach Qualitätsunternehmen mit freiem Cashflow und anhaltend niedriger Nettoverschuldung. Auch solide Dividenden und Aktienrückkaufprogramme wecken unser Interesse – ganz im Sinne einer hohen Gesamtrendite. Wir sind sowohl in Europa als auch in Asien defensiv positioniert und achten auf ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Substanz- und Wachstumstiteln.

Übergewichtet

Länder: USA, Kanada, Mexiko, Hongkong und Thailand

Branchen: Kommunikationsdienste, Energie, Basiskonsumgüter

Untergewichtet

Länder: Deutschland, Spanien, Italien, Südafrika, Türkei und Taiwan

Branchen: Industrie und Versorger

Globale Ausrichtung der Strategie

Qualität und Ertrag

USA: Wirtschaft erweist sich als krisenfest

Die USA scheinen sich trotz einiger Herausforderungen besser zu behaupten als manch andere Volkswirtschaft und manch anderer Aktienmarkt. Im Vorfeld der Midterm-Wahlen rechnen wir trotzdem mit anhaltender Volatilität, während die Anleger ihre Renditeerwartungen an Veränderungen auf politischer Ebene anpassen. Das Wirtschaftswachstum der USA hat sich vor allem im Vergleich zu den im Vorjahr verzeichneten 5,7 % deutlich verlangsamt. Eine hohe Inflation und steigende Zinsen belasten den Geldbeutel der Verbraucher, was unter anderem im Wohnimmobiliensektor, im verarbeitenden Gewerbe und im Nicht-Basiskonsumgütersektor zu einer deutlichen Wachstumsabschwächung führen dürfte. Die Verlangsamung des Lagerbestandsaufbaus und der Produktionsaktivitäten könnte sich negativ auf den Rohstoffsektor auswirken. Da die Rohstoffpreise weltweit an Dynamik einbüßen, haben wir unser Rohstoff-Engagement reduziert.



Die Regierung Biden hat vor Kurzem einen Mindeststeuersatz von 15 % für Unternehmen eingeführt, die einen Jahresgewinn von über 1 Mrd. USD erwirtschaften. Auch wenn es Ausgleichs- und Verrechnungsmöglichkeiten gibt, könnte diese neue Steuer das Gewinnpotenzial bestimmter Sektoren und Unternehmen durchaus schmälern. Des Weiteren wurde mit dem Inflationsbekämpfungsgesetz (Inflation Reduction Act) 2022 für den Unternehmenssektor eine neue Steuer auf Aktienrückkäufe eingeführt, die jedoch erst ab Oktober 2025 zur Anwendung kommt. Der Steuersatz ist niedrig und soll für mehr Ausgewogenheit bei Renditen aus Aktienrückkäufen und Dividendenausschüttungen sorgen. Mit dem Gesetz kann außerdem die staatliche Krankenversicherung Medicare die Preise für bestimmte Medikamente aushandeln oder Preissteigerungen auf die Inflation begrenzen. Dadurch dürften die Preise einiger Arzneimittel im gesamten Gesundheitssektor unter Druck geraten. Das wird nicht sofort der Fall sein und auch nur einige wenige Me-

dikamente betreffen. Dennoch dürften dem Aufwärtspotenzial des Pharmasektors dadurch Grenzen gesetzt sein, denn der Markt wird diese neuen Rahmenbedingungen zwangsläufig berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere leichte Übergewichtung im Gesundheitssektor unlängst abgebaut und uns neutral positioniert.

Die Lebensmittelproduktion leidet weltweit weiterhin unter starken Dürren und Hitzerekorden. Hinzu kommt, dass die Düngemittel- und Phosphatpreise durch den Krieg in der Ukraine und verschiedene andere Faktoren stark angestiegen sind. Die Bewertungen im Basiskonsumgütersektor sind zwar noch hoch, doch die Hersteller, Groß- und Einzelhändler der Lebensmittelbranche dürften weiterhin von verschiedenen preistreibenden Faktoren profitieren. Um der Preismacht im Nahrungsmittel- und Getränkektor Rechnung zu tragen, sind wir in Basiskonsumgütertiteln leicht übergewichtet.

Während sich die Konjunktur in den USA verlangsamt, wirkt sich die starke Nachfrage aus dem In- und Ausland positiv

auf den großen Energiesektor des Landes aus. Durch die anhaltenden Lieferkettenprobleme in aller Welt, den Krieg in der Ukraine und die in vielen Ländern nur unzureichenden Investitionen in Explorationsaktivitäten ist das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage fragil. Mit einer Gewinnsteigerung von mehr als 300 % gegenüber dem Vorjahr konnten die Energieunternehmen im zweiten Quartal aber extrem hohe Renditen erzielen. Diese Wachstumsdynamik dürfte zwar nachlassen, doch ist mit weiterhin soliden Margen und attraktiven Bewertungen zu rechnen. Das Inflationsbekämpfungsgesetz sieht auch eine Erhöhung der Kapazitäten im Bereich erneuerbare Energien vor, wovon in diesem Segment engagierte Unternehmen erheblich profitieren dürften. Da wir das weitere Aufwärtspotenzial ausnutzen möchten, sind wir im Sektor Energie nun deutlich übergewichtet und konzentrieren uns dabei auf erneuerbare Energien.

USA: Solides Ertragswachstum

Index	Gewinnwachstum je Aktie 2022	Gewinnwachstum je Aktie 2023	Gewinnwachstum je Aktie 2024
S&P 500	10,8 %	7,6 %	9,0 %
Dow	3,3 %	10,1 %	9,6 %
Nasdaq	50,0 %	11,9 %	18,3 %
MSCI Europe	28,1 %	2,4 %	5,8 %
MSCI EM Asia	-5,7 %	8,3 %	13,0 %

Asien: Konjunktur verlangsamt sich

Unsere Haltung gegenüber chinesischen Aktien ist weiterhin neutral. Der Wachstumspfad ist zwar nach wie vor holprig, doch die Talsohle scheint hinter uns zu liegen. Außerdem ist am chinesischen Aktienmarkt bereits größtenteils eingepreist, dass sich die zaghafte Erholung über einen längeren Zeitraum – also bis weit ins Jahr 2023 – hinziehen könnte. Bei A-Aktien, die an einer Börse auf dem chinesischen Festland notiert sind (Onshore-Aktien), erwarten wir keine breit angelegte Rally, da der Immobiliensektor vielen Unternehmen in seiner Wertschöpfungskette schadet und die coronabedingten Einschränkungen die Verbrauchernachfrage weiterhin dämpfen. Bei chinesischen Aktien, die an der Hongkonger Börse oder an US-Börsen notiert sind (Offshore-Aktien), ist nach wie vor ein Risikoaufschlag gerechtfertigt. Gründe hierfür sind die unlängst wegen der Taiwanstraße eskalierten geopolitischen Spannungen zwischen den USA und China sowie der drohende Ausschluss chinesischer ADRs von den amerikanischen Börsen. Die Märkte werden im Herbst den 20. Nationalkongress der Kommunistischen Partei Chinas und die dort gefassten Beschlüsse aufmerksam verfolgen.

Viele Länder im aufstrebenden Asien sind von der rückläufigen globalen Nachfrage betroffen, die vor allem bei Konsumgütern recht hohe Lagerbestände nach sich zieht. Gleichzeitig hat sich dadurch die Situation der Lieferengpässe etwas entspannt, was sich in geringeren Frachtkosten und günstigeren Halbleitern widerspiegelt. Dadurch lässt auch der weltweite Inflationsdruck nach – zumindest bei Gütern, nicht aber bei Dienstleistungen, Lebensmitteln und Mieten. Da die Inflation in Asien bei Weitem nicht so hoch ist wie in westlichen

Ländern, rechnen wir mit weniger Zinsanhebungen und geringerem Druck auf die Bewertungen, die in den meisten asiatischen Ländern auch relativ niedrig sind. Um uns gegen zyklischen Gegenwind zu wappnen, sind wir allerdings nur in Märkten übergewichtet, die vom Wiederhochfahren der Wirtschaft profitieren dürften: Hongkong und Thailand.

Europa: Rezession kündigt sich an

Der Russland-Ukraine-Krieg und die damit verbundenen hohen Energiepreise und Lieferkettenprobleme stellen sowohl Verbraucher als auch Unternehmen vor weitreichende Probleme. Das Risiko gezielter Spannungsabsenkungen, Energierationierungen und temporärer Unternehmensschließungen aufgrund extremer Energieengpässe ist in den Bewertungen von Aktien des Euroraums unseres Erachtens nicht ausreichend eingepreist. Daher haben wir unser Engagement in diesen Aktien weiter reduziert und nehmen in der Region eine eher defensive Sektorpositionierung ein. Auch die Schwäche des Euro dürfte sich negativ auf die Gesamtergebnisse ausländischer Anleger auswirken.

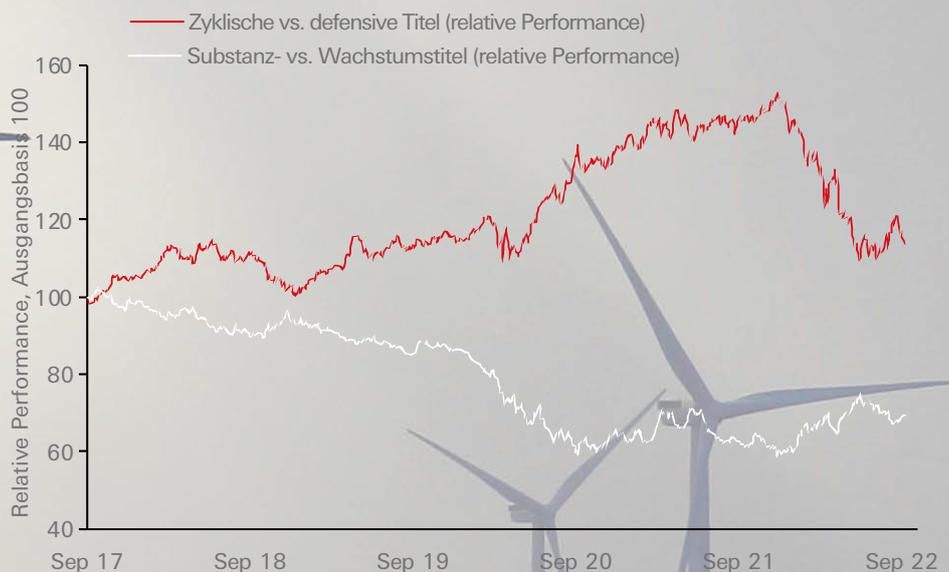
Im Vereinigten Königreich sind die Lebenshaltungskosten explodiert und dem Land steht eine der Bank of England zufolge mindestens 12-monatige Rezession bevor. Die Märkte werden genau darauf achten, welche fiskalpolitischen Unterstützungsmaßnahmen die neue Regierung ergreift, doch abzuwenden wird die Rezession kaum sein. Britische Aktien sind sehr global ausgerichtet, und die hohe Energielastigkeit sowie der Wettbewerbsvorteil aufgrund des schwachen britischen Pfunds dürften den Index unterstützen. Wir positionieren uns britischen Aktien gegenüber deshalb neutral und setzen eher auf eine globale als auf eine lokale Ausrichtung.

US-Aktien profitieren weiterhin von krisenfester Wirtschaft und zahlreichen starken Qualitätsunternehmen



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Wir setzen weiter auf ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Substanz- und Wachstumstiteln sowie – insbesondere außerhalb der USA – auf defensive Anlagen



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Anleihen

Obwohl zahlreiche Schwankungen in beide Richtungen zu verzeichnen waren, haben sich die Anleiherenditen in den vergangenen drei Monaten per saldo kaum verändert. Nachdem die Renditen im ersten Halbjahr über weite Strecken gestiegen waren, setzte ab Mitte Juni eine Erholungsrally ein, die von Hoffnungen auf einen raschen Richtungswechsel der Fed im Jahr 2023 und eine weiche Landung in den USA getragen wurde. Letztere dürfte allerdings durch die bereits hohen Erwartungen an eine Leitzinserhöhung und die hohe und anhaltende Inflation schwer zu bewerkstelligen sein. Die US-Notenbank (Fed) scheint jedenfalls fest entschlossen, der Inflation mit aller Macht entgegenzutreten, weshalb sie unseres Erachtens an Zinserhöhungen festhalten dürfte. Wir rechnen weder mit einer globalen Rezession noch mit einer Rezession in den USA. Dennoch haben Extremrisiken in letzter Zeit zugenommen. Dies erklärt auch, warum wir vor zwei Monaten unser Engagement in globalen High-Yield-Anleihen reduziert haben und nun wieder eine neutrale Haltung einnehmen. Um Carry-Erträge am kurzen Ende der Zinskurve zu erzielen, sind wir zum jetzigen Zeitpunkt in globalen Investment-Grade-Anleihen und auf Hartwährung lautenden hochwertigen Unternehmensanleihen aus Schwellenländern übergewichtet.

Industrieländer – Carry-Erträge am kurzen Ende der Zinskurve für Unternehmensanleihen im Fokus

In den Industrieländern sind wir in globalen Investment-Grade-Anleihen (USD, EUR, GBP) übergewichtet, in globalen High-Yield-Anleihen neutral positioniert und in Staatsanleihen untergewichtet.

Übergewichtet

Staatsanleihen: Australien und Neuseeland

Unternehmens- und Emerging-Markets-Anleihen: Investment-Grade-Anleihen aus den USA, Europa und GB, Unternehmensanleihen aus Australien und Neuseeland, Hartwährungsanleihen aus Indonesien, den GCC-Märkten und Mexiko sowie Lokalwährungsanleihen aus China und Mexiko

Untergewichtet

Staatsanleihen: Deutsche und japanische Staatsanleihen, europäische Peripherie

Unternehmens- und Emerging-Markets-Anleihen: Hartwährungsanleihen aus Argentinien, der Türkei und der Ukraine, Lokalwährungsanleihen aus der Türkei und Indien sowie auf Hart- und Lokalwährungen lautende russische Anleihen

Auch wenn sich die Staatsanleihenrenditen kurz- bis mittelfristig in einer Bandbreite bewegen dürften, leidet ihre Attraktivität unter der hohen Volatilität. Zudem sind die Zinskurven entweder überaus flach oder gar invers, weshalb sie das Durationsrisiko unseres Erachtens nicht ausgleichen.

Daher konzentrieren wir uns weiter auf Chancen für Carry-Trades am kurzen Ende der Zinskurve für Unternehmensanleihen mit Laufzeiten von zwei bis fünf Jahren, wobei wir globale Unternehmensanleihen mit Investment-Grade- bzw. hohem BB-Rating ins Visier nehmen. Globale Investment-Grade-Anleihen dürften sich bei nachlassender Risikobereitschaft als robust erweisen und ge-



Wertentwicklung und Kennzahlen am Anleihemarkt

Asset-Klassen	Währungen	Aktuelle Kennzahlen		Wertentwicklung von ... bis					
		Lokale Rendite	Duration in Jahren	2022 YTD	09/2021 09/2022	09/2020 09/2021	09/2019 09/2020	09/2018 09/2019	09/2017 09/2018
Globale IG Anleihen (Aggregate)	USD	3,2%	7,0	-16,8%	-19,0%	1,1%	5,5%	7,8%	-2,3%
Staatsanleihen									
Deutsche Staatsanleihen	EUR	1,3%	7,8	-12,1%	-13,0%	-1,0%	-0,9%	7,6%	0,4%
Staatsanleihen Eurozone	EUR	2,0%	7,7	-13,6%	-15,1%	0,2%	0,2%	10,8%	-0,2%
US Treasuries in USD	USD	3,5%	6,4	-10,9%	-11,6%	-2,0%	7,2%	10,3%	-2,1%
Unternehmensanleihen IG									
Euro Corporate Bonds (1–5 Jahre Restlaufzeit)	EUR	3,1%	3,0	-6,6%	-7,1%	1,4%	-0,1%	2,7%	-0,1%
Euro Corporate Bonds	EUR	3,4%	4,9	-11,8%	-12,9%	2,2%	0,1%	6,5%	-0,4%
USD Corporate Bonds (1–5 Jahre Restlaufzeit)	USD	4,5%	2,9	-5,6%	-6,5%	1,5%	5,4%	6,7%	-0,1%
USD Corporate Bonds	USD	4,9%	7,6	-15,5%	-16,1%	2,5%	8,0%	13,2%	-1,7%
High-Yield									
EUR High-Yield-Anleihen	EUR	7,2%	3,7	-11,5%	-11,8%	7,7%	-0,6%	5,4%	0,5%
USD High-Yield-Anleihen	USD	8,5%	4,7	-11,6%	-11,1%	10,5%	4,4%	6,8%	3,2%
Emerging Markets									
EM Staatsanleihen in harter Währung in USD	USD	7,8%	7,7	-19,4%	-21,4%	2,7%	3,5%	14,3%	-5,6%
EM Staatsanleihen lokale Währung in USD	USD	6,4%	6,3	-13,7%	-17,9%	3,9%	1,8%	13,3%	-8,9%
EM Corporate Bonds in harter Währung in USD	USD	7,6%	5,4	-16,0%	-18,8%	4,0%	7,4%	11,1%	-2,0%
Asien									
Staatsanleihen Asien harte Währung in USD	USD	5,3%	5,3	-10,3%	-10,8%	1,5%	6,1%	13,1%	-1,7%
Unternehmensanleihen Asien IG in USD	USD	5,5%	5,5	-12,7%	-14,3%	2,5%	6,7%	11,4%	-1,8%
HY Anleihen Asien in USD	USD	15,3%	3,3	-21,2%	-29,2%	-0,7%	7,2%	9,6%	-1,9%
Staatsanleihen China lokale Währung in USD	USD	2,5%	7,5	-4,7%	-2,2%	12,2%	6,8%	2,8%	0,4%
Staatsanleihen Indien lokale Währung in USD	USD	7,2%	6,9	-6,2%	-6,9%	4,7%	8,9%	18,0%	-11,3%

YTD = Year To Date = Entwicklung seit Jahresanfang

Legende: IG = Investment Grade; HY = High Yield; EM = Emerging Markets; Benchmark = US Staatsanleihe bei USD Anleihen und Bundesanleihe bei EUR Anleihen

Quelle: Bloomberg, jeweils in lokaler Währung bzw. wie angegeben, eigene Berechnungen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Wertentwicklung kann aufgrund von Währungskursentwicklungen höher oder niedriger ausfallen. Stand: 6. September 2022

genüber den Staatsanleihenrenditen aus Industrieländern für einen attraktiven Renditeaufschlag sorgen. Globale Unternehmensanleihen mit hohem BB-Rating hingegen sollten von Rating-Hochstufungen aufgrund der rückläufigen Verschuldung profitieren. Zudem dürften sie sich auch weiterhin bis zu einem gewissen Grad den stärkeren Zinsschwankungen entziehen. Zwar könnten über einen längeren Zeitraum anhaltende höhere Energiekosten die Profitabilität vieler kleiner und mittlerer Unternehmen schmälern, doch dürften die Ausfallquoten bei Industrieländer-Anleihen in diesem Jahr geringer sein als zum Höchststand im Jahr 2020.

Auf Sektorebene konzentrieren wir uns hauptsächlich auf Unternehmen aus der Energie- und Finanzbranche. Allerdings reduzieren wir bei Finanzinstituten aus Industrieländern etwas Risiko und konzentrieren uns auf Segmente mit geringerem Beta, wie beispielsweise Tier-2- sowie vorrangige Schuldtitel. Das gilt

insbesondere für europäische Banken, die in hohem Maße den Schwächen ihrer jeweiligen Binnenwirtschaft ausgesetzt sind.

In den anderen Sektoren konzentrieren wir uns auf Unternehmen, die sich durch solide Bilanzen und eine positive Tendenz bei den Bonitätskennzahlen (z. B. sinkende Verschuldungsquoten oder steigende Cashflows) auszeichnen.

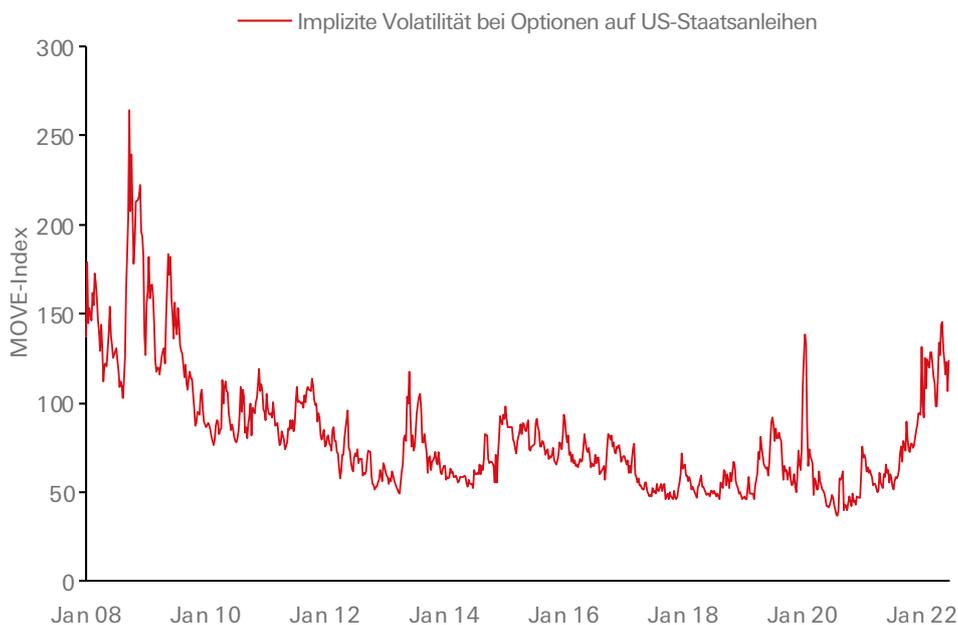
Schwellenländer – Beibehalten der Übergewichtung von Unternehmensanleihen und Fokus auf kurzlaufende Qualitätswerte

Dank der sich andeutenden Stabilisierung der Inflation in den USA war bei Emerging-Markets-Anleihen ebenso wie bei anderen Risikoaktiva in den letzten Wochen eine gewisse Erholung zu beobachten. Zugleich blieben Unternehmensanleihen aus Schwellenländern aufgrund der anhaltenden Schwäche des chinesischen Immobiliensektors und des fortwährenden Russland-

Ukraine-Konflikts hinter anderen Anleihemärkten zurück.

Nachdem der chinesische Immobiliensektor weiterhin unter erheblichem Druck steht, wick die Wertentwicklung chinesischer Unternehmensanleihen deutlich von der Wertentwicklung anderer EM-Unternehmensanleihen ab. Gegen die Turbulenzen in der Branche – darunter stark sinkende Grundstücks- und Wohnungsverkäufe, anhaltender Margendruck, langsames Ertragswachstum und zunehmende Refinanzierungsprobleme – ist kein Immobilienunternehmen gefeit. Dieser Trend könnte lediglich durch aktivere Maßnahmen der Regulierungsbehörden umgekehrt werden. Berichten zufolge arbeiten die chinesischen Behörden an einer Liquiditätsspritze für ausgewählte Immobilienentwickler, die über neue und von staatlichen Unternehmen garantierte CNY-Anleihen finanziert werden soll. Dieser Schritt ist unserer Ansicht nach unverzichtbar, damit nicht noch weitere

Volatilität bei US-Staatsanleihen nach wie vor nahe 14-Jahres-Hoch



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Immobilienentwickler den Zugang zu Refinanzierungsquellen im Anleihemarkt in Festlandchina verlieren. Der Umfang der Stützungsmaßnahmen bleibt jedoch abzuwarten.

Auf Hartwährung lautende Emerging-Markets-Anleihen dürften sich im weiteren Jahresverlauf in einer Bandbreite bewegen. Zum einen sind nennenswerte Risiken bereits eingepreist, zum anderen ist die makroökonomische Unsicherheit jedoch nach wie vor hoch. Daher behalten wir unsere leichte Übergewichtung bei und konzentrieren uns auf Qualitäts-emittenten. Die Fundamentaldaten von Unternehmen aus Schwellenländern erweisen sich dank eines günstigen Preisumfelds bei Rohstoffen, robuster Margen und den Folgen einer konservativen Finanzpolitik in den vergangenen Jahren mit Schwerpunkt auf Liquiditätssicherung und einem niedrigen Verschuldungsgrad weiterhin als solide. Viele Unternehmen aus Schwellenländern haben in ihren jüngsten Finanzberichten ein un-

verändertes beziehungsweise besseres Bonitätsprofil ausgewiesen. Ihre Nettoverschuldung dürfte sich 2022 auf durchschnittlich 1,2 belaufen; im Vergleich dazu dürfte sie bei Investment-Grade-Unternehmen aus Schwellenländern bei 0,9 und bei Unternehmen im Hochzinsbereich bei 2,1 liegen. Die Ausfallquoten der Unternehmensanleihen sind in den Schwellenländern auf 8,8 % angestiegen, konzentrieren sich aber hauptsächlich auf isolierte Marktsegmente wie den chinesischen Immobiliensektor, auf den 2022 59 % aller Ausfälle entfallen, auf Russland (38 %) und die Ukraine (4 %). Außerhalb dieser Märkte war die Ausfallquote in Lateinamerika mit 2,2 % weiterhin moderat, im Nahen Osten und in Afrika hingegen lag sie bei nahe Null.

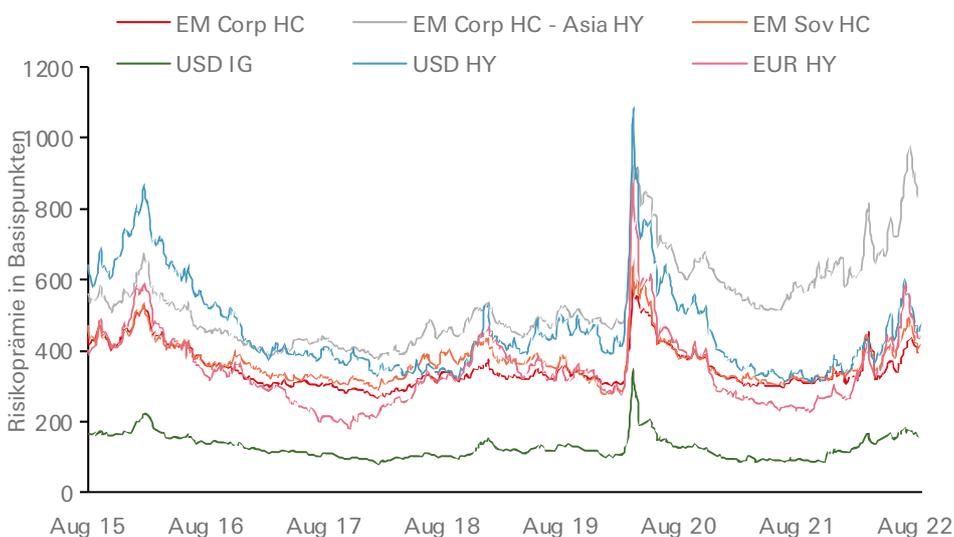
Last but not least: Technisch gesehen sind die Trends auf der Angebotsseite für EM-Unternehmensanleihen aus Schwellenländern nach wie vor sehr günstig; so fiel der Nettofinanzierungsbedarf dank

minimaler Emissionstätigkeit und starker Cashflows im bisherigen Jahresverlauf negativ aus.

Insgesamt profitieren diversifizierte Portfolios von widerstandsfähigen hochwertigen Unternehmensanleihen mit kurzer Laufzeit, die gleichzeitig hohe Carry-Erträge ermöglichen. Mit einem durchschnittlichen Rating von BBB bieten EM-Unternehmensanleihen eine Rendite von 6,9 % bei einer moderaten Duration von vier Jahren.

Bei Unternehmensanleihen aus Schwellenländern bevorzugen wir solide Unternehmen mit stabilem Cashflow aus den GCC-Märkten, Lateinamerika und Indonesien. Diese Regionen dürften weiter vom günstigen Preisumfeld bei Rohstoffen und dem anhaltenden Abzug von Mitteln aus den Schwellenländern Europas und China profitieren.

Seit dem Mitte März verzeichneten Höchststand sind die Spreads bei EM-Unternehmensanleihen zurückgegangen



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking. Stand: 6. September 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Währungen und Rohstoffe

Der US-Dollar hat seit Anfang 2021 fast pausenlos zugelegt, und selbst auf dem aktuellen Niveau ist kein Ende dieser Entwicklung in Sicht. Das Treffen in Jackson Hole hat die Hoffnung auf langsamere Zinserhöhungen durch die US-Notenbank (Fed) schwinden lassen, so dass der US-Dollar aus Renditesicht nicht an Attraktivität verlieren dürfte. Zugleich ist die US-Wirtschaft – auch wenn sich die Weltkonjunktur insgesamt abkühlt – widerstandsfähiger als die des Euroraums oder des Vereinigten Königreichs, für die wir in unserem Basisszenario nun von ei-

Positiv

USD

Neutral

CHF, JPY, AUD, NZD, CAD, EM FX (einschließlich RMB), Gold, Silber und Öl

Negativ

EUR, GBP, INR

ner Rezession ausgehen. Wirtschaftsmeldungen werden weiter für Volatilität sorgen, während die Märkte auf Rezessionsrisiken und die Politik der Zentralbanken reagieren. Demzufolge dürfte die Risikoneigung der Anleger kurzfristig stark schwanken. Ein solches Umfeld kommt dem US-Dollar in der Regel zugute. Der Euro und das britische Pfund dürften sich aufgrund beträchtlicher Herausforderungen auf den Heimatmärkten unterdurchschnittlich entwickeln. Der japanische Yen dürfte indessen stagnieren; angesichts rekordnaher Tiefstände ist hier nicht mehr viel Luft nach unten. Bei den Rohstoffen stehen wir Gold, Silber und Öl nach wie vor neutral gegenüber, weil die Wachstumsabschwächung und die Dollar-Stärke durch einige Angebotsrisiken und dem verbreiteten Inflationsdruck ausgeglichen werden.

Zwar hat der US-Dollar seit Jahresbeginn um rund 14 % zugelegt und dürfte sich weiter gut halten, doch einige Markttreiber haben sich geändert.

Nachdem die Rohstoffpreise ein Allzeithoch erreicht hatten, kam es im Juni zu einer starken Korrektur: Zunehmende Rezessionsrisiken schürten die Sorge, dass die Rohstoffnachfrage rund um den Globus zurückgehen könnte. Doch trotz des Preisrückgangs ist das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage immer

noch nahezu ausgeglichen, und die Preise haben zuletzt wieder angezogen. Die hohen Rohstoffpreise wiederum trüben nach wie vor die Währungsaussichten der Rohstoffimporteure. So sind etwa viele europäische Länder und das Vereinigte Königreich von externen Energiequellen abhängig und leiden deshalb unter dem Preisanstieg. Die höheren Energiekosten schmälern die Kaufkraft und dämpfen den Konsum der Haushalte. Dies und die weiter steigende Inflation lassen die Wachstumsaussichten schwächer erscheinen. Gleichzeitig stehen die Zentralbanken vor einem Dilemma, weil es immer weniger Spielraum für eine geldpolitische Straffung gibt.

Da die Fed die Zinsen weiter erhöht, bleibt der Renditevorteil des US-Dollars gegenüber anderen G10-Währungen intakt. Obgleich die Notenbanken der USA, des Euroraums, des Vereinigten Königreichs und vieler Schwellenländer die Zinsen anheben, dürfte der Greenback die führende Währung bleiben. Zwar gab es in den USA Anzeichen einer Stabilisierung der Inflation, doch die Fed dürfte mit Lockerungsmaßnahmen so lange abwarten, bis erwiesen ist, dass die Inflation tatsächlich ihren Zenit überschritten hat. Wir gehen davon aus, dass die Notenbanken auf kurze Sicht an ihrer avisierten Zinspolitik festhalten werden, und nach unserem Verständnis des Jackson-Hole-Treffens ist die Fed nicht zu einem Kurswechsel bereit.

Während das Hauptaugenmerk der Märkte bisher auf Zinsdifferenzen lag, dürften wirtschaftliche Faktoren künftig stärker berücksichtigt werden, wodurch die Volatilität an den Devisenmärkten zunehmen sollte. Dennoch: Der US-Dollar schneidet in einem Umfeld schwankender Risikobereitschaft in der Regel gut ab.

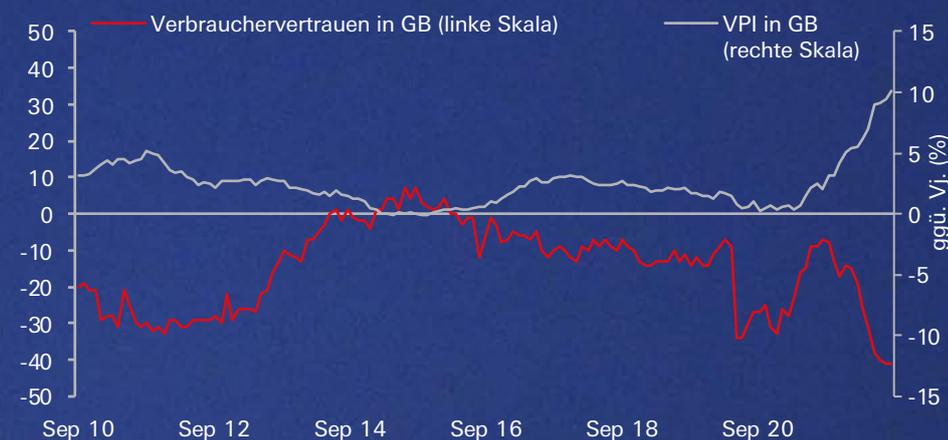
Alles in allem ist der Ausblick für den Euro und das britische Pfund aufgrund der eher trüben Konjunkturperspektiven und der Aussicht auf eine anhaltende Stagflation negativ. Der japanische Yen sollte in der Lage sein, sein Niveau in den nächsten Monaten zu halten, weil viele Anleger, die auf fallende Kurse gesetzt hatten, ihre Positionen auflösen und die weltweite Risikobereitschaft in gewissem Umfang schwanken dürfte. Eine solche Position waren auch wir von Oktober 2021 bis August 2022 eingegangen. Nach den starken Kursverlusten des Yen nahmen wir Gewinne mit, weil das Potenzial für eine weitere Abschwächung aus unserer Sicht begrenzt ist.

Trotz der jüngsten Erholung der Rohstoffpreise erwarten wir bei Gold und Silber in den nächsten Monaten keine Outperformance. Der positive Ausblick für den US-Dollar dürfte beide Edelmetalle belasten, und der Renditevorteil wird weiter für den Greenback sprechen.

Die Ölpreise sind seit Anfang Juni gesunken, und wir gehen weder von einem weiteren Preisverfall noch von einem starken Wiederanstieg aus. Das weltweite Angebot scheint angesichts der Pro-

duktionssteigerung in Russland und möglicher höherer Exporte aus dem Iran zuzunehmen, aber die Nachfrage ist offenbar schwächer als bisher. Der Markt scheint fürs Erste ausreichend versorgt zu sein, so dass die Preise in den nächsten Monaten stabil bleiben dürften.

Das Vertrauen der britischen Verbraucher ist aufgrund der galoppierenden Inflation stark gesunken und belastet das britische Pfund



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022



Hedgefonds

Das Umfeld für Hedgefonds war von Schwankungen und starken Performanceunterschieden geprägt. Die besten Ergebnisse erzielten nach wie vor Managed Futures, marktneutrale Strategien sowie Multi-Strategie- und Multi-Manager-Fonds, während Equity-Long/Short- und Event-Driven-Strategien in der Regel weniger gut abschnitten. Neben Macro-Fonds aus Industrieländern setzen wir auch weiterhin auf strategieübergreifende Fonds. Marktneutrale systematische Fonds und Equity-Long/Short-Strategien in Asien stufen wir hoch, Macro-Fonds aus Schwellenländern hingegen herab. Im Zuge der Marktkonsolidierung erkennen wir weiterhin ausgeprägte Chancen zur Alpha-Generierung, und Hedgefonds bleiben angesichts der anhaltenden Marktvolatilität ein wichtiges Diversifizierungsinstrument.

Das unsichere Umfeld hat dazu geführt, dass das Risiko in ansonsten risikoträchtigeren Strategien (Equity-Long/Short, Long/Short-Strategien auf Unternehmensanleihen und Event-Driven) im Sinne der Kapitalabsicherung heruntergefahren wurde. Allerdings hat die Volatilität innerhalb und über einzelne Asset-Klassen hinweg insbesondere Fonds im Macro- und Managed-Futures-Bereich

auch viele attraktive Chancen beschert; diese konnten die Entwicklungen an den Zins- sowie den Rohstoff- und Aktienmärkten für sich nutzen.

Multi Strategy

Mit Blick auf strategieübergreifende und Multi-Manager-Fonds sind wir weiterhin optimistisch gestimmt und bei marktneutralen Multi-Manager-Strategien nehmen wir eine neutrale Haltung mit positiver Tendenz ein. Innerhalb der Teilstrategien erkennen wir angesichts der fortwährenden geopolitischen Risiken positive Aussichten für Rohstoffstrategien. Auch gegenüber fundamentalen Aktienstrategien sind wir neutral bis positiv eingestellt, da diese Strategien marktneutral sind und in unsicheren Märkten mit höherer Volatilität meist eine gleichmäßigere Performance erzielen. Quantitative Strategien, bei denen die zunehmende individuelle Volatilität und die breite Streuung von Aktien es den Fondsmanagern ermöglicht, das Alpha-Potenzial einer Strategie auszunutzen, beurteilen wir ebenfalls neutral mit positiver Tendenz.

Macro

Bei den Macro-Strategien ist unsere Haltung gegenüber Industrieländern positiv; Schwellenländer hingegen stufen wir auf neutral bis negativ herab. Das Umfeld in

den Industrieländern stimmt uns zuversichtlich, denn durch die restriktive Geldpolitik der Fed und die Schwierigkeiten, denen sich die EZB aufgrund der Energiekrise und des Russland-Ukraine-Kriegs gegenübersehen, eröffnen sich relative Bewertungschancen. Darüber hinaus bietet nicht nur die langfristige Hausse an den Märkten für Rohstoffe, Energie und Landwirtschaftserzeugnisse zahlreiche Handelschancen, sondern auch ein potenzieller Fehltritt der Fed. Taktisches Handeln wird für Fondsmanager der Schlüssel zum Erfolg sein, und flexible Manager werden die Nase vorn haben.

Schwellenländern stehen harte Zeiten bevor: Die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung in den Industrieländern könnten überschwapen, und anhaltende geopolitische Spannungen sowie Preisanstiege bei Rohstoffen für Energie und Nahrungsmittel werfen ihre Schatten. Die Stimmung in den Schwellenländern hat sich erheblich eingetrübt, und eine niedrigere globale Liquidität wirkt sich negativ auf Mittelzuflüsse in diese Länder aus. Wir sehen dennoch einige Chancen in einzelnen Volkswirtschaften, die z. B. von den Entwicklungen im Rohstoff- und Tourismusbereich profitieren können.

Systematische Fonds und Managed Futures

Während Long-Positionen auf den US-Dollar angesichts neuer Höhenflüge der Währung Profit abwarfen, unterlagen Rohstoffe stärkeren Schwankungen und verzeichneten nach einer starken Phase jüngst einen Rückgang.

Unsere Einschätzung für marktneutrale systematische Fonds heben wir an und nehmen eine neutral-positive Haltung ein. In Bezug auf Teilstrategien bleiben wir durchweg neutral; ausgenommen sind systematische Fonds mit Fokus auf Long-Aktienpositionen, die wir weiter neutral bis negativ beurteilen. Der Ausblick für marktneutrale systematische Strategien, die von der höheren Volatilität profitieren konnten, hellt sich auf. Da Equity-Long/Short-Fonds wieder vermehrt Short-Positionen in Einzelaktien eingehen, hat sich die Liquidität und die Streuung am Markt erhöht. Dadurch ergeben sich spezifische Chancen zur Generierung von Alpha.

Long/Short-Positionen in Aktien

Unser Ausblick für Long/Short-Aktienpositionen in den USA, Europa und im Technologiesektor bleibt neutral; Asien stufen wir auf neutral bis positiv herauf. Viele Fondsmanager rechnen damit, dass der Konsensus die Ertragserwartungen nach unten revidieren könnte.

Grund hierfür sind die schlechteren Konjunkturaussichten sowie höhere Zinsen und die Inflation, die die Margen belasten. In Anbetracht erheblich gesunkener Bewertungen in den USA und in Europa versuchen viele Manager, mithilfe von Long-Short-Spreads Renditen zu erzielen. Zudem setzen sie weiterhin auf ein niedrigeres Netto-Marktbeta.

Die Anlegerstimmung in Asien hat sich gegenüber der niedrigen Ausgangsbasis im ersten Halbjahr geringfügig verbessert. An den Märkten ist nach wie vor ausreichend Liquidität vorhanden, und in China dürften Konjunktur-anreize letztlich zu einer Stabilisierung der Wirtschaft und der Marktstimmung beitragen.

Event-Driven-Strategien und Unternehmensanleihen

Gegenüber Event-Driven-Strategien bleibt unsere Haltung neutral. Denn das aktuelle Umfeld dürfte ihnen zugutekommen, obwohl die sinkende Liquidität und steigende Abzinsungssätze für eine Neubewertung riskanterer Anlagen gesorgt haben. Das Aktivitätsniveau ist nach wie vor relativ stabil, allerdings hat sich das Tempo etwas verlangsamt und Fondsmanager reduzieren gegenwärtig das Beta.

Im Anleihebereich bleibt unsere Haltung gegenüber ausfallgefährdeten Unternehmensanleihen und Long/Short-Strategien neutral; strukturierte Unternehmensanleihen beurteilen wir weiterhin neutral mit positiver Tendenz. Prognosen von Moody's zufolge dürfte die weltweite Ausfallquote hochverzinslicher Anleihen im kommenden Jahr bei 3,3 % liegen (ein Anstieg von zuvor 2,1 %), wobei in Abhängigkeit von Inflations-, Lieferketten- und Rezessionsrisiken weiteres Aufwärtspotenzial besteht.

Private Markets

Im ersten Halbjahr haben zahlreiche Privatmarktanlagen erneut besser abgeschnitten als börsennotierte Pendanten wie etwa der MSCI World¹. Allerdings erkennen wir an den Privatmärkten ein sinkendes Bewertungsniveau, rückläufige Kapitaleinwerbetätigkeiten und verzögerte Exits. Die Erfolgsbilanz der Fonds fällt weiterhin sehr unterschiedlich aus, so dass sich der Abstand zwischen dem oberen und dem unteren Quartil verfestigt. Die Wahl des Managers ist daher von zentraler Bedeutung. Private Equity ist in der Vergangenheit von Schwächephasen an den Börsen grundsätzlich uneindrückt geblieben. Wir sind zuversichtlich, im zweiten Halbjahr innerhalb bestimmter Themenstrategien weiterhin attraktive Anlagemöglichkeiten zu finden.

Erste Anzeichen sprechen dafür, dass die Leistungskennzahlen im Private-Equity-Segment bei den einzelnen Asset-Klassen vorübergehend unter Druck geraten. Eine mögliche Erklärung sind aus unserer Sicht höhere Fremdkapitalkosten und eine längere Haltedauer. So haben die Zinsen die Fremdfinanzierung verteuert, weshalb sich Fonds entweder weniger verschulden oder höhere Fremdkapitalzinsen aufbringen müssen. Unterdessen schlägt sich – wie auch an den Börsen – die steigende Inflation in bestimmten Sektoren auf die Wachstumsaussichten von Unternehmen nieder. Diese schwierigen Marktbedingungen könnten die Fondserträge schmälern. Deshalb konzentrieren wir uns weiterhin auf Private-

Equity-Anlagen, die durch den Fokus auf nicht-zyklische und defensive Sektoren einem spätzyklischen Abschwung trotzen und Renditeziele erfüllen können. Um die Folgen der Inflation zu dämpfen, ist es aus unserer Sicht wichtig, jene Marktsegmente und Geschäftsmodelle in den Blick zu rücken, die eine geschickte Preiserhöhung erlauben. Damit die Finanzierungskosten nicht aus dem Ruder laufen, müssen Komplementäre gefunden werden, die sich auf Wertschöpfung verstehen. Komplementäre also, deren Verständnis von Alpha-Generierung sich nicht in einem höheren Bewertungsniveau oder ausschweifendem Fremdkapitaleinsatz erschöpft, sondern die Portfoliounternehmen durch Optimierungen im Management und damit auch durch betriebliche und strategische Verbesserungen voranbringen. Zudem konzentrieren wir uns auf erfahrene Fondsmanager mit einer langen, zyklusübergreifenden Erfolgsbilanz.

Trotz der aktuellen Herausforderungen am Markt ist das Umfeld für Private-Equity-Investitionen in unseren Augen attraktiv. Historisch gesehen ist die interne Verzinsung (IRR) der Anlagen in Erholungsphasen stark und hilft dabei, den Abschwung zu überwinden. Das betrifft vor allem Fonds im obersten Quartil (siehe Grafik).

Nachdem zuletzt Kapital in einem Rekordtempo **eingeworben** wurde, erkennen wir hier einen rückläufigen Trend: Die Volumina nehmen ab und die Kapitalbeschaffung durch Komplementäre dauert länger. Die Kapitaleinwerbetätigkeit im Private-Equity-Geschäft hat in-

zwischen wieder Vorkrisenniveau erreicht: Wertmäßig fiel sie im Vergleich zum Vorjahr um 50,5 %, die Zahl der im zweiten Quartal geschlossenen Fonds ging um 57,8 % zurück³. Zwei Gründe sind aus unserer Sicht dafür ausschlaggebend. Erstens waren Anleger mit einer Eintrübung an den Börsen konfrontiert und folglich zu stark in Private Equity investiert, was eine Umschichtung verlangte. Zweitens passt sich mancher Anleger den volatileren Konjunkturaussichten an und hält sich gegebenenfalls mit Neugeschäften zurück. Insgesamt sind wir nach wie vor vom Nutzen eines disziplinierten Ansatzes und einer strategischen Asset Allocation überzeugt.

Die Zahl der **Exits** dürfte aus unserer Sicht zurückgehen. Ausstiegsstrategien werden teils überdacht, so dass sich die Haltedauer für Portfoliounternehmen verlängert und Exits verzögern. Bei den Exitstrategien ist ein deutlicher Rückgang bei IPOs und Geschäften mit Akquisitionszweckgesellschaften (SPACs) erkennbar. Auf kurze Sicht dürften daher weniger Unternehmen an die Börse gehen. Managerinitiierte liquiditätssteigernde Sekundärmarkttransaktionen sehen wir als Exitstrategie jedoch weiterhin im Aufwind. Zwischen 2015 und 2021 schoss das Transaktionsvolumen am Sekundärmarkt von 40 Mrd. USD auf 132 Mrd. USD in die Höhe⁴, wobei der Anteil managerinitiiertter Abschlüsse stetig zunahm. Wie diesbezüglich an anderer Stelle angemerkt, verlangt diese Art der Sekundärmarkttransaktion eine sehr gründliche Due-Diligence-Prüfung. So untersuchen wir jede Transaktion darauf

1. Preqin, Private Capital Quarterly Index, Dezember 2021

2. Bain, Shifting Gears: Private Equity Report Midyear 2022 | Bain & Company

3. Preqin, August 2022 – Fundraising Challenges | Private Equity (preqin.com)

4. Preqin, Private Capital Quarterly Index, Dezember 2021

5. Preqin, August 2022

hin, ob sie für unsere Anleger sinnvoll strukturiert ist. Dabei darf trotz potenziell längerer Haltedauern nicht vergessen werden, dass der längere Anlagehorizont im Private-Equity-Geschäft auch als Schutz in einem stürmischen Marktumfeld dienen kann.

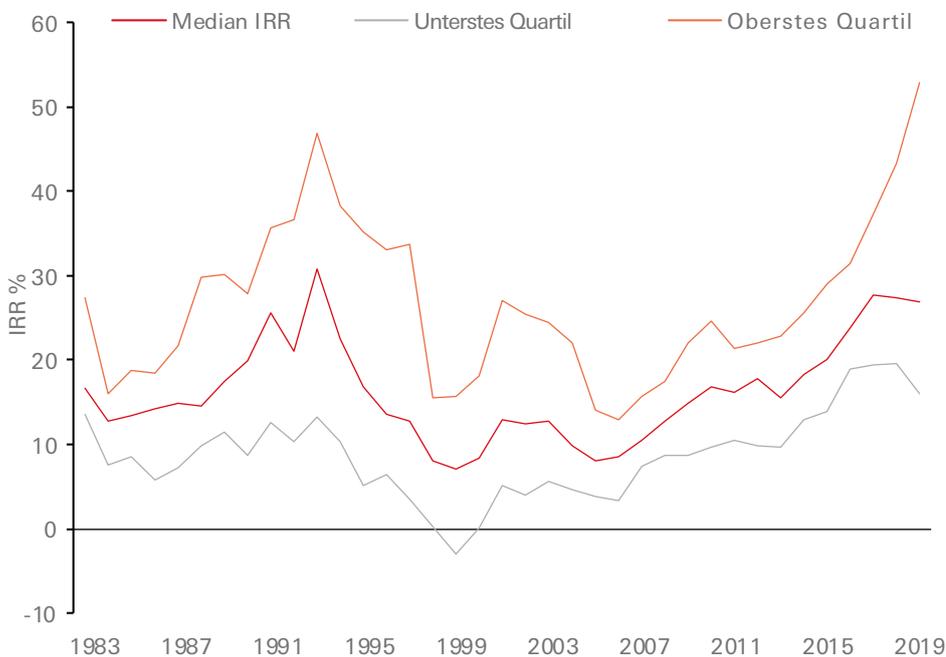
Das **Transaktionsaufkommen** in der Private-Equity-Branche ist im bisherigen Jahresverlauf solide ausgefallen, was sich teils auf die immer größeren Summen an verfügbaren Mitteln von derzeit schätzungsweise 2,4 Bio. USD zurückführen lässt⁵. Komplementäre können folglich die Gunst der Stunde für attraktive Ziele nutzen, deren Bewertungen an

den Börsen eingebrochen sind. Das robuste Transaktionsaufkommen dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen.

Mit Blick auf das Jahresende 2022 verfolgen wir weiterhin eine fundierte Strategie mit dem Ziel, das Engagement in Unternehmen und Sektoren auszubauen, die drei Hauptkriterien erfüllen. Erstens wählen wir aus der Top-down-Perspektive Sektoren aus, die gemessen an ihren langfristigen Wachstumstreibern nach makro- oder mikroökonomischen Maßstäben vielversprechend erscheinen. Zweitens ermitteln wir, wo dringender

Bedarf an privatem Kapital herrscht, der vorzugsweise bereits durch den Erfolg privater Investoren im betreffenden Bereich unter Beweis gestellt worden sein sollte. Und drittens legen wir Wert auf ein investierbares Anlageuniversum, das in hohem Maße überzeugende Möglichkeiten zum gezielten Aufbau eines qualitativ hochwertigen Portfolios eröffnet, das die Besten einer Branche vereint.

Historische IRR in den Schwächephasen der letzten Jahrzehnte



Quellen: Preqin, HSBC Global Private Banking, Stand: 6. September 2022. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Immobilien

Der sich verschlechternde Ausblick für die Weltwirtschaft hat bislang nur relativ wenig Einfluss auf Mietsteigerungen, auch wenn höhere Zinsen die Kapitalwerte belasten. Das zeugt zum Teil von der Erwartung, dass sich der Abschwung vielleicht doch in Grenzen hält, und branchenspezifische Faktoren spielen ebenfalls eine Rolle. Aufgrund der höheren Zinsen hat sich der Kreis der Kaufinteressenten eingengt. Diese konzentrieren sich zunehmend auf ein immer kleineres Spektrum an Objektarten.

Die wirtschaftlichen Verwerfungen durch Inflation und Zinsanstieg beeinträchtigen allmählich die Kapitalwerte von Gewerbeimmobilien. Für diese Korrektur gibt es zwei Gründe: Zum einen hat sich die Konjunktur eingetrübt, weshalb Anleger mit geringeren Mietsteigerungen rechnen. Zum anderen erhöhen die Notenbanken die Leitzinsen, um die Inflation zu begrenzen. Erwartungsgemäß lässt dies die Immobilienrenditen in zwischen steigen und die Kapitalwerte sinken.

Noch hält sich die Wertanpassung in Grenzen und nur wenige rechnen mit einer Korrektur in einer Größenordnung der Jahre 2008/2009, als laut MSCI-Daten die Werte in den USA um 33 % und im Vereinigten Königreich um 40 % einbrachen. Heutzutage sind Banken weniger im gewerblichen Immobilienkreditgeschäft aktiv, die Verschuldungsquote ist konservativer und die Zinsen dürften sich im historischen Vergleich auf einem relativ niedrigen Niveau einpendeln. Dadurch sinkt das Risiko umfangreicher Zwangsverkäufe.

Die bislang größte Auswirkung auf gewerbliche Immobilienwerte hatte aus unserer Sicht der Zinsanstieg. Die spürbar steigenden Fremdkapitalkosten haben die Differenz zu Immobilienrenditen so verringert, dass es angesichts der fehlenden Aussicht auf umfangreichere Mietsteigerungen nur noch wenige Kaufinteressenten gibt.

Trotz des eingetrübten Konjunkturklimas besteht für Renditen aus Mieteinnahmen jedoch vorerst kaum Abwärtsdruck. Grund hierfür sind zum Teil die stabilen Arbeitsmärkte, die bei Vermietungen eine zentrale Rolle spielen, aber auch ein Mangel an neuen Angeboten, der unter anderem auf höhere Einstandskosten zurückzuführen ist. Je nach Branche und Standort kommen noch andere Gründe ins Spiel.

Die Spitzenmieten für Büroräume waren in den meisten Städten trotz steigender Leerstandsquoten erstaunlich krisenfest, da sie aufgrund der Mietnachfrage nach erstklassigen Lagen auf einem stabilen Niveau geblieben oder zum Teil sogar gestiegen sind. Größtes Risiko bei der Vermietung von Büroräumen ist ein allgemeiner Nachfragerückgang durch die Arbeit im Homeoffice. Sekundärstandorte dürfte es am härtesten treffen, vor allem jene mit hohem Investitionsbedarf aufgrund von Umweltauflagen.

Angesichts des auf breiter Front nachlassenden Verbrauchervertrauens und sinkender realer Haushaltseinkommen ist der Einzelhandel für Mietanpassungen offenbar besonders anfällig. Auf vielen Märkten wurden die Mieten allerdings bereits während der Pandemie deutlich auf ein weit tragfähigeres Maß korrigiert. Auf der Einzelhandelskonferenz des In-

ternational Council of Shopping im Mai 2022 in Las Vegas wurden so wenige gefährdete Mieter verzeichnet wie noch nie, da zahlreiche weniger profitable Einzelhändler bereits 2020 zahlungsunfähig wurden.

Logistikimmobilien, vor allem Objekte im städtischen Raum und Vertriebszentren in guter Lage, verzeichnen nach wie vor niedrige Leerstandsquoten und steigende Mieten. Ein Grund für die hohe Mietnachfrage ist, dass Mieter zur Verkürzung der Lieferzeiten in die Lieferkette investieren. Infolge der Pandemie und der jüngsten geopolitischen Unsicherheit sind Hersteller und Einzelhandel zudem bestrebt, ihre Lieferketten widerstandsfähiger zu gestalten.

Der Wohnimmobilienmarkt zählt in Zeiten wirtschaftlichen Abschwungs zu den defensivsten Sektoren, da Ausgaben für Nicht-Basiskonsumgüter wie Restaurantbesuche und Urlaub eher eingespart werden als die Miete. Durch die höheren Zinsen wird Mieten erschwinglicher als Kaufen, was die Nachfrage erhöht. Entgegen anfänglichen Trends ist die Nachfrage in den Großstädten trotz rückläufiger Büroauslastung pandemiebedingt nicht zurückgegangen.

Verschlechtert sich die wirtschaftliche Lage weiter und dauerhafter als erwartet, dürften künftige Mietsteigerungsprognosen nochmals nach unten korrigiert werden. Anleger würden dann noch weniger für ein Objekt zahlen wollen.

Obwohl noch viel Kapital für Immobilien verfügbar ist, war das Investitionsvolumen in den letzten Monaten rückläufig, da die Preiserwartungen von Käufern und Verkäufern auseinanderklaffen. Laut MSCI ist das Volumen ausstehender Ver-

käufe Ende Juni 2022 deutlich niedriger als noch vor einem Jahr – ein klares Zeichen, wohin die Reise in der zweiten Jahreshälfte geht.

Außerdem grenzt sich die Nachfrage auf wenige Sektoren ein. Dazu gehören Sektoren mit langfristig soliden Nachfrage-treibern wie die Logistik (Onlinehandel und widerstandsfähige Lieferketten), Teile des demographisch begünstigten Wohnimmobilienmarkts (Einfamilienhäuser, Studentenwohnungen, Seniorenwohnanlagen und günstiger Wohnraum) sowie konjunkturabhängige Lagerboxen. Hier bieten sich dank der zuletzt hohen Mietsteigerungen auf dem Markt nachhaltige Ertragsaussichten.

Schließlich bieten Immobilien einen gewissen Inflationsschutz, da die Mieten in den Sektoren mit kürzerer Mietdauer wie Wohnen, Logistik, Hotels und Lagerboxen häufig angepasst werden. Mancherorts sind die Mieten an die Inflation gekoppelt (Kontinentaleuropa) oder werden regelmäßig erhöht (Nordamerika, Australien). Eine Stagflation, also eine andauernd hohe Inflation bei geringem Wirtschaftswachstum, könnte hingegen dazu führen, dass Immobilien teilweise über Marktniveau vermietet werden – auf lange Sicht würde das die Rendite wohl schmälern.

Autoren HSBC Private Banking

Deutschland



Karsten Tripp



Stefan Schillbe



Tobias Baumeister



Dr. Stefan Kaltepoth



Dr. Diethild Natusch



Michael Neppert



Dr. Marc Tetzlaff

Global



Willem Sels



Neha Sahni



Stanko Milojevic



Cheuk Wan Fan



Patrick Ho



James Cheo



Desmond Kuang



Georgios Leontaris



Jonathan Sparks



Jose Rasco



Anil Daryani



Laurent Lacroix



Kevin Lyne Smith



Nicoletta Trovisi



Elena Kolchina



Bryan O'Carroll



Guy Sheppard



Jorge Huitron



Alex Grievson

Begriffsglossar

Absolute Return – Die nominale Rendite eines Investments ungeachtet der spezifischen Benchmark; auch: Sammelbezeichnung für Anlagen ohne Benchmark.

Alternative Investments – Kapitalanlagen, die über die klassischen Anlageklassen hinausgehen. Sie werden genutzt, um die Diversifikation des Portfolios zu erhöhen.

Asset Allocation – Die Verteilung eines Vermögens auf die verschiedenen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Alternative Investments.

Asset-Klasse – Anlagen, die ähnliche Charakteristika aufweisen, werden in Gruppen untergliedert. Die Asset-Klassen bei HSBC Deutschland gliedern sich in Aktien, Anleihen und Alternative Investments.

Benchmark – Einzelne Indizes oder eine gewichtete Kombination mehrerer Indizes, welche als Referenz oder Vergleichswert für die Performance herangezogen werden.

Dachfonds – Investmentfonds, der wiederum in andere Investmentfonds investiert. Anwendbar auf alle Asset-Klassen.

Derivate – Finanzinstrumente wie Futures, Options oder Swaps, die ihren Wert durch Preisbewegungen eines Basisobjekts erlangen.

Diversifizierung – Aufteilen des Portfolios auf mehrere Asset-Klassen mit dem Ziel, das Risiko zu reduzieren.

Duration – Der gewichtete Mittelwert der Zeitpunkte, zu denen der Anleger Zahlungen aus einem festverzinslichen Wertpapier erhält.

EBITA – Earnings before interest, taxes and amortization. Aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit eines Unternehmens sich ergebender Gewinn ohne Berücksichtigung von Zinsen, Steuern und Abschreibungen.

Erwarteter Ertrag – Der gewichtete Mittelwert möglicher Erträge.

Event-Driven-Strategie – Im Rahmen dieser Strategie wird bei Ereignissen investiert, die die Kurse von Einzelunternehmen signifikant beeinflussen können. Dies sind bspw. Unternehmenskäufe und -fusionen, Abspaltungen und Aufgliederungen, Restrukturierungsmaßnahmen, Liquiditätskrisen oder Aktienrückkaufprogramme.

ESG – Nachhaltige Geldanlage: Förderung bestimmter Technologien zum Umweltschutz (Environment), Einhaltung bestimmter Beschäftigungsstandards (Social), Erwartung bestimmter Richtlinien zur Unternehmensführung (Governance).

Gesamtrendite – Rendite über einen bestimmten Zeitraum, welche die Rendite aus Kursänderung und aus Vermögenseinkünften wie Kupons und Dividenden enthält.

Hedge – Eine Transaktion mit dem Ziel, durch den Einsatz von Optionen oder Forwards das Investmentrisiko zu reduzieren.

Hedgefonds – Eine spezielle Art von Investmentfonds, welche auf Anlagestrategien zurückgreifen, die für die meisten Investmentgesellschaften nicht zugänglich sind. Hedgefonds sind im Vergleich zu klassischen Fonds von vielen Regeln und Beschränkungen befreit. Oft werden sie als „alternative“ Asset-Klasse bezeichnet.

High Yield – Unternehmensanleihen, die schlechter als BBB- eingestuft werden.

Hold – Ein gegenwärtiges Investmentlevel wird in einer bestimmten Asset-Klasse, einem Markt, einem Sektor oder einem Anlageinstrument unverändert gehalten.

Illiquides Asset – Anlagen, deren Verkauf kurzfristig nicht realisierbar ist.

Inflation – Preisanstieg für definierte Bündel von Waren und Dienstleistungen.

Jährliche Rendite – Der jährliche Gesamtertrag einer Kapitalanlage, meist in Prozent des angelegten Kapitals ausgedrückt.

Jährliche Volatilität – Ein Maß für die Schwankung von Finanzmarktparametern wie Aktienkursen und Zinsen. Die Volatilität wird auch zum Messen des Risikos genutzt; eine hohe Volatilität kann zu hohen negativen wie auch zu hohen positiven Renditen führen.

Klassische Investments – Aktien, Anleihen und Bargeld.

Kreditrisiko – Das Risiko von Verlusten bei Anlagen, zurückzuführen auf eine Gegenpartei (bspw. ein Anleiheemittent oder eine Bank), die die vertraglichen oder ausgehandelten Zahlungen nicht leisten kann.

Kumulative Rendite – Tatsächliche (nicht jährliche) Performance innerhalb eines bestimmten Zeitraums.

Kurze Laufzeit – Ein festverzinslicher Wertpapierbestand, der eine Laufzeit zwischen einem und drei Jahren hat.

Kurzfristig – Ein Investmentzeitraum zwischen ein und drei Jahren oder aus taktischer Sicht weniger als sechs Monate.

Lange Laufzeit – Ein festverzinslicher Wertpapierbestand, der eine Laufzeit von mehr als sieben Jahren hat.

Langfristig – Ein Investmentzeitraum von mindestens fünf Jahren.

Long/Short-Strategien – Diese Strategie kombiniert marktübliche Investments (Long-Positionen) mit Short-Positionen. So können nach Einschätzung der Fondsgesellschaft bei unterbewerteten Investments Long-Positionen und bei überbewerteten Investments Short-Positionen aufgebaut werden. Die jeweilige Gesamtposition muss hierbei nicht marktneutral sein, sondern kann je nach Einschätzung netto eine Long- oder Shortpositionierung aufweisen.

Marktkapitalisierung – Börsenwert eines Unternehmens. Die Errechnung ergibt sich aus der Anzahl der Aktien, die ein Unternehmen ausgibt, multipliziert mit dem Wert einer einzelnen Aktie.

Marktrisiko – Das Risiko, finanzielle Verluste bzw. Gewinne zu erlangen, bei näherer Betrachtung eines bestimmten Marktes. Das Marktrisiko kann nicht diversifiziert werden, auch nicht durch das Erhöhen der Anzahl von verschiedenartigen Wertpapieren.

Mittlere Laufzeit – Ein festverzinslicher Wertpapierbestand, der eine Laufzeit von drei bis sieben Jahren hat.

Mittelfristig – Ein Investmentzeitraum zwischen drei und fünf Jahren.

Neutral – Eine Portfolioposition, die der Benchmark entspricht.

OPEC+ -Staaten – Ein informeller Zusammenschluss der OPEC-Staaten mit Russland

Private Equity – Eine Form von Beteiligungskapital, bei der die vom Anleger eingegangene Beteiligung nicht an geregelten Märkten (Börsen) handelbar ist.

Relative Rendite – Die Rendite, die ein Asset verglichen mit seiner Benchmark innerhalb eines bestimmten Zeitraums erbringt.

Spread – Mit Spread wird die Differenz (Risikoprämie) zwischen der Rendite einer risikobehafteten Anleihe und der Rendite einer quasi „risikolosen“ Benchmark bei sonst identischen Konditionen (insbesondere Laufzeit) bezeichnet.

Strategische Asset Allocation – Die Aufteilung eines Portfolios zwischen Investments der einzelnen Anlageklassen. Sie richtet sich grundsätzlich nach einer vorab ausgewählten Risikostruktur.

Taktische Asset Allocation – Die taktische Asset Allocation dient zur Anpassung der Portfoliostrukturen an die aktuellen Marktgegebenheiten. Die Überprüfung der taktischen Asset Allocation findet mindestens einmal monatlich bzw. bei Erreichen bestimmter Kursmarken (Review Level) statt.

Übergewichten – Eine Portfolioposition, die höher als die Benchmark ist.

Untergewichten – Eine Portfolioposition, die niedriger als die Benchmark ist.

Yield-to-Worse (YTW) – Niedrigster zu erwirtschaftender Ertrag für Investitionen

Rechtliche Hinweise

Diese Broschüre ist eine Marketingmitteilung. Sie wurde von HSBC Trinkaus & Burkhardt GmbH („HSBC Deutschland“) erstellt. Sie dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche schriftliche Einwilligung von HSBC Deutschland nicht an Dritte weitergegeben werden. Diese Präsentation ist nur zur Verwendung in Deutschland und insbesondere nicht zur Verwendung in den USA oder gegenüber US-Staatsbürgern bzw. anderen Personen mit Sitz oder Wohnsitz in den USA bestimmt.

Glossar: <http://info.hsbcprivatebank.com/glossar/>

Mit dieser Präsentation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die hierin enthaltenen Informationen stellen auch keine Anlageempfehlungen dar.

Die von HSBC Deutschland in dieser Präsentation gegebenen Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen haben; HSBC Deutschland übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Die in dieser Präsentation vertretenen Meinungen, Ausblicke und Prognosen stellen ausschließlich unsere Auffassung

dar und können sich jederzeit ändern; solche Änderungen müssen nicht publiziert oder mitgeteilt werden. Den in dieser Präsentation enthaltenen Angaben liegen historische Marktdaten sowie unsere Einschätzungen der künftigen Marktentwicklung zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind, für deren Eintreten wir aber keine Gewähr übernehmen können.

Sofern nicht anders angegeben, sind Transaktionskosten sowie ein ggf. anfallender Depotpreis in der Darstellung der Wertentwicklung nicht berücksichtigt und wirken sich negativ auf den Wert der Anlage aus. Bei einer beispielhaften Anlagesumme von EUR 1.000,00 werden für den Erwerb und die Veräußerung Transaktionskosten in Höhe von jeweils z. B. 1,00% sowie ein Depotpreis in Höhe von z. B. 0,5% p. a. berechnet (die tatsächlichen Entgelte ergeben sich aus dem Preis- und Leistungsverzeichnis unseres Hauses). Die dargestellte Wertentwicklung verringert sich in diesem Beispiel bei einer unterstellten Haltedauer von fünf Jahren durch diese Entgelte um EUR 45,00.

Die gemachten Angaben zur historischen Wertentwicklung der dargestellten Finanzprodukte/Finanzindizes

sind kein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Dasselbe gilt für Prognosen einer künftigen sowie Simulationen einer historischen Wertentwicklung. Soweit die besprochenen Finanzprodukte in einer anderen Währung als EUR notieren, kann die Rendite aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Die steuerliche Behandlung eines Investments hängt von den persönlichen Verhältnissen des Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Die HSBC Deutschland weist ausdrücklich darauf hin, dass es ihr aus berufs- und standesrechtlichen Gründen grundsätzlich nicht erlaubt ist, Rechts- und/oder Steuerberatung anzubieten.

Seit dem 25. Mai 2018 ist die Europäische Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO) in allen EU-Mitgliedstaaten in Kraft. Unsere aktualisierten Datenschutzhinweise finden Sie hier: <http://www.hsbc.de/de-de/datenschutzhinweise>

Herausgeber:
HSBC Trinkaus & Burkhardt GmbH,
Hansaallee 3, 40549 Düsseldorf

Stand: Januar 2022

Impressum

Herausgeber:
HSBC Trinkaus & Burkhardt GmbH
Hansaallee 3
40549 Düsseldorf

Telefon 0211/910-0
www.privatebanking.hsbc.de

Geschäftsführer:
Nicolo Salsano
Dr. Rudolf Apenbrink
Dr. Andreas Kamp
Thomas Runge
Nikolas Speer

Amtsgericht Düsseldorf
Handelsregister-Nr. HRB 97562
US-ID-Nr.: DE 121310482
HSBC Trinkaus & Burkhardt GmbH wird beaufsichtigt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Redaktion:
V.i.S.d.P.:
Dr. Stefan Kaltepoth
Stefan Schilbe

Projektverantwortlicher:
Igor Ilievski

Druck:
Das Druckhaus
Print und Medien GmbH
Im Hasseldamm 6
41352 Korschenbroich

Nachdruck und Vervielfältigung nur unter Quellenangabe. Der Inhalt wird von der Redaktion nach bestem Wissen und Gewissen gestaltet. Eine Gewähr für die Richtigkeit der enthaltenen Angaben wird nicht übernommen.

Redaktionsschluss: 14. September 2022





HSBC

Global Private Banking