

Drehungen und Wendungen

Investmentstrategie
Q2 2023



Inhalt

Willkommen	05
Anlagestrategie für das zweite Quartal	06
Marktentwicklung gegen Ende eines Zinserhöhungszyklus	12
Unsere vier Toptrends und Schwerpunktthemen	16
1. Die Zukunft Asiens neu gestalten	16
2. Chancen zwischen hohen Zinsen und schwachem Wachstum in Industrieländern	20
3. Digitaler Wandel	22
4. Investitionen für eine nachhaltige Zukunft	24
Licht und Schatten	26
Aktien	28
Anleihen	30
Währungen und Rohstoffe	34
Hedgefonds	36
Private Markets	38
Immobilien	40



Willkommen

Liebe Kundinnen und Kunden,

Der Start ins Jahr 2023 war bis dato sehr turbulent. Die Risikobereitschaft ist nach dem äußerst schwachen Vorjahr zwar stark gestiegen, doch die Unentschlossenheit der Anleger hat für eine wechselhafte Stimmung und hohe Volatilität gesorgt.

Auch wir haben unsere Anlagestrategie angepasst und für Inflation, Zinsentwicklung und Wachstum die gleichen Meilensteine gesetzt wie Ende 2022. Der Fokus auf Fundamentaldaten erlaubt es uns, Strohfeder von echten Trends zu unterscheiden, und uns auf Basis dessen angemessen zu positionieren.

Das Ende der Zero-Covid-Politik in China, Inflation sowie die Zinspolitik in den USA waren die entscheidenden Themen, die die Märkte seit Jahresanfang bewegten. Vor dem Hintergrund dieser Themen haben wir unsere Positionierung entsprechend angepasst. So haben wir unsere Duration von Investment-Grade-Anleihen auf fünf bis sieben Jahre verlängert und stehen dem US-Dollar nicht mehr positiv, sondern negativ gegenüber. In China und allgemein in Asien ist unsere Übergewichtung jetzt so hoch wie seit Jahren nicht mehr. Bei Industrieländer-Aktien haben wir Titel aus dem Euroraum auf neutral hochgestuft und den Abstand zur leichten Übergewichtung von US-Aktien verringert. Wir sind nun also grundsätzlich optimistischer. Unsere größere Risikobereitschaft beschränkt sich jedoch auf ausgewählte Aktien, denn es gibt immer noch viele Unsicherheiten.

Wovon also hängt die Marktdynamik der nächsten sechs Monate ab? Ein wesentlicher Faktor ist natürlich die Geldpolitik der Fed. Vor allem aufgrund der Basiseffekte und der Mietinflation, die allmählich sinken sollte und deren Anteil am Verbraucherpreisindex mit 30 % beachtlich ist, dürfte die Inflation weiter fallen.

Die Fed dürfte ihren Zinserhöhungszyklus also zum Ende des ersten Halbjahrs beenden. Die schlechte Nachricht: Eine Senkung der Zinsen vor dem zweiten Quartal 2024 ist äußerst unwahrscheinlich, und die Aussicht auf längerfristig höhere Zinsen hat weitreichende Konsequenzen. Vor allem dürften sich die Anleger von sehr fremdkapitallastigen Marktsegmenten abwenden. Hochzinsanleihen sind dabei stärker betroffen als Investment-Grade-Papiere, und Schwellenländeranleihen mit niedrigem Rating könnten weiter unter Druck geraten. Außerdem meiden wir Anleihen aus dem Immobiliensektor. Letztlich dürften sich aber bei Kurskorrekturen Chancen in ausfallgefährdeten Anlagen ergeben.

Das Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft und der dort ebenfalls steigende Konsum sind weitere wichtige Impulsgeber, die der Markt unseres Erachtens immer noch unterschätzt. Die wachsende Zuversicht an den globalen Aktienmärkten ist also ebenso gerechtfertigt wie die Aufwärtskorrektur der bislang extrem niedrigen Prognosen zahlreicher Ökonomen. In der westlichen Welt besteht indes die Gefahr, dass es angesichts der derzeit relativ widerstandsfähigen Daten erst im dritten oder vierten Quartal zu einem Negativwachstum der US-Wirtschaft kommt. Dies würde einen dynamischen Kursaufschwung an den Aktienmärkten der Industrieländer im späteren Jahresverlauf behindern. Es scheint, als hätten die Märkte fast alle positiven Nachrichten aus dem Westen bereits vorweggenommen, die aus Asien jedoch noch nicht ausreichend berücksichtigt. Daher rechnen wir in Asien mit größerem Aufwärtspotenzial und an den westlichen Märkten mit einer weiteren Konsolidierung.

Obgleich die Ausblicke der Zentralbanken und CEOs sowie wirtschaftliche

Frühindikatoren sicher wertvolle Hinweise liefern, werden die Märkte bei einigen Schlüsselthemen im Trüben fischen. Die wahrscheinliche Folge: anhaltend hohe Volatilität, eine unsichere Zins- und Devisenmarktentwicklung, Stilrotation sowie Umschichtungen zwischen Sektoren. Die vielen Einflüsse auf den Verbraucherpreisindex, zähe Verhandlungen um die US-Schuldengrenze, geopolitische Unwägbarkeiten und ungewisse Energiepreisentwicklungen sind nur einige der möglichen Gründe für Unruhe am Markt. Von der Volatilität profitieren wir durch unsere Übergewichtung von Hedgefonds und Volatilitätsstrategien (zur Absicherung oder Erzielung von Erträgen). Wir konzentrieren uns auf Anlagen in Qualitätswerte, die Auswahl überzeugender Bereiche und zentrale langfristige Themen wie die Energiewende, Infrastruktur, Luft- und Raumfahrt, Automatisierung und KI. Zudem investieren wir zu angemessenen Preisen in Private Assets sowie zur Diversifizierung in Hedgefonds.

Diese Strategie dürfte es uns erlauben, investiert zu bleiben und die Marktrückgänge des Jahres 2022 auszunutzen. Für eine gewisse Volatilität und unabsehbare Drehungen und Wendungen an den Märkten, die weiter zu erwarten sind, sehen wir uns gut gewappnet.



Willem Sels

Global Chief Investment Officer
15. März 2023

Anlagestrategie für das zweite Quartal

Die Aussicht auf ein Ende der US-Leitzins-Erhöhungen und nicht allzu schlechte Konjunkturdaten sprechen für eine Übergewichtung von Investment-Grade-Anleihen und eine neutrale Allokation globaler Aktien. Da ein Ende der Zinserhöhungen aber noch lange keine Zinssenkung bedeutet, konzentrieren wir uns in den Anleihe-, Aktien- und Immobilienmärkten auf Qualitätswerte. Wichtige Fundamentaldaten sind noch stark mit Unsicherheit behaftet, und die Marktstimmung dürfte deshalb weiter schwanken; hier po-

Anleihen: Übergewichtung

Fokus auf Qualitätsemitenten
Mittlere Duration

Aktien: neutral

Neutral gegenüber Industrieländern, leichte Übergewichtung in den USA und Untergewichtung in GB
Starke Übergewichtung in Asien, leichte Übergewichtung in Lateinamerika
Fokus auf Qualität

Alternative Anlagen: Übergewichtung

Übergewichtung von Hedgefonds
Grundallokation in Private Equity und Immobilien

sitionieren wir uns mit Hedgefonds und Volatilitätsstrategien. Bei Aktien bleiben wir wählerisch und ziehen China und Asien den Industrieländern vor.

1. Signale der Märkte

Die Risikobereitschaft hat zu Jahresbeginn wieder zugenommen, zum einen weil die Zinsen in den USA nach Einschätzung der Märkte ihrem Höchststand nahe sind und zum anderen weil sich die Wirtschaftsdaten rund um den Globus als unerwartet robust erweisen. Beide Faktoren sind für Aktien positiv und haben den US-Dollar unter Druck gesetzt. Zyklischer und Wachstumswerte haben sich zuletzt überdurchschnittlich entwickelt, Qualitätsaktien waren dagegen weniger gefragt. Viele der Marktbebewegungen wurden durch Umschichtungen verstärkt, waren doch zahlreiche

Anleger für 2022 auf das gegenteilige Szenario eingestellt.

In den letzten Wochen wurde die Risikobereitschaft dann vor allem durch die Befürchtung gedämpft, dass die Zinsen aufgrund der unerwartet starken US-Konjunktur weiter steigen könnten. Und selbst wenn der Höchststand erreicht ist, erwartet der Markt dieses Jahr keine nennenswerten Zinssenkungen mehr. Die anhaltende Volatilität und massiven Umschichtungen in Reaktion auf Fed-Sitzungen und Konjunkturdaten zeugen von viel Unsicherheit im Markt.

2. Unsere (Neu-)Ausrichtung

In unserer Investmentstrategie 2023 empfehlen wir Anlegern, Inflation, Zinsen und Wachstum im Auge zu behalten und sich beim Erreichen wichtiger Meilensteine schrittweise neu zu positionieren.

Anleihen

– Laufzeiten von 5–7 Jahren (statt wie zuvor 3–5 Jahren)

Aktien

– Globale Allokation: Neutral statt Untergewichtung
– Sektoren: Neutral statt defensiv
– Starke Übergewichtung Chinas, Ausbau des Asien-Engagements
– Europa: Untergewichtung statt neutraler Positionierung

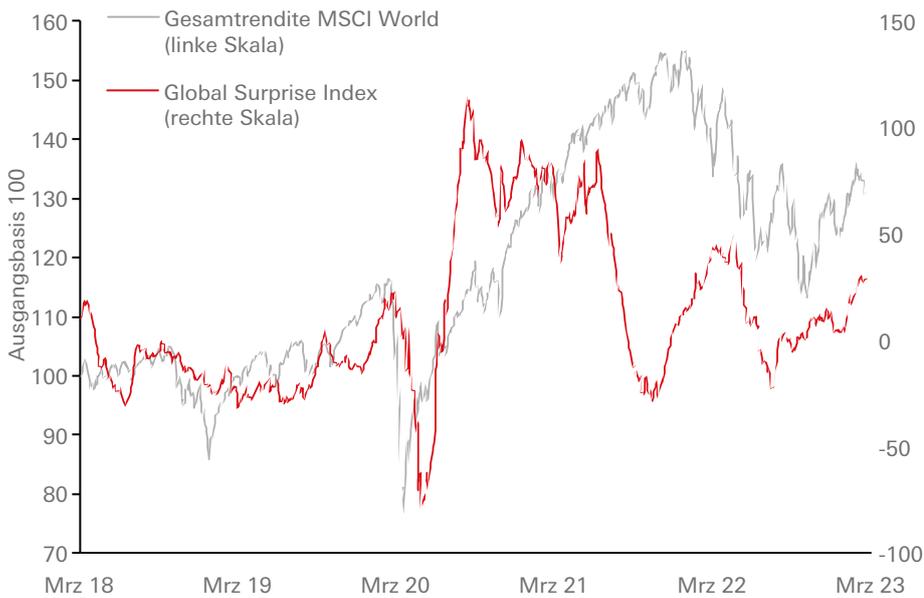
Devisen

– USD: Vom Bullen zum Bären

Wir selbst haben seit Beginn des vierten Quartals 2022 nach und nach Anpassungen vorgenommen, wie die Abbildung im Folgenden zeigt.

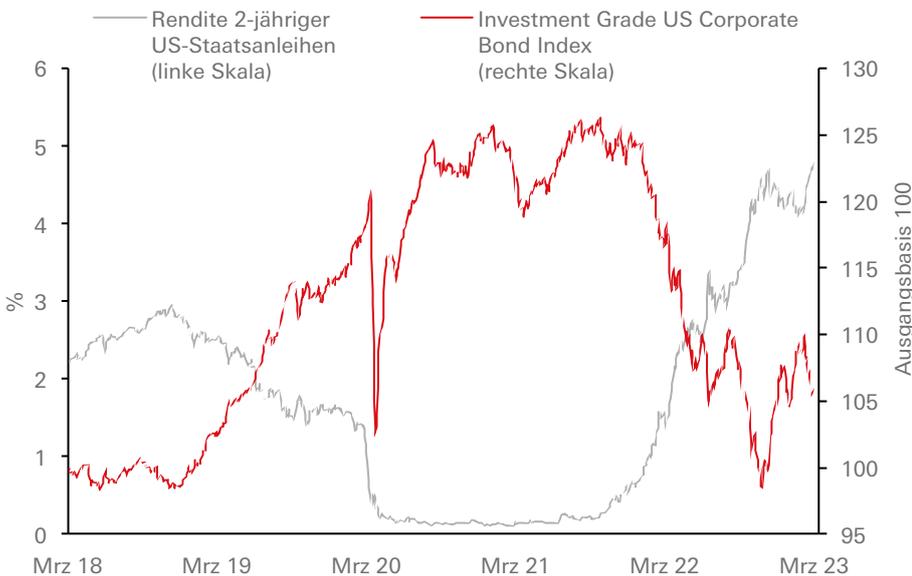
Aufgrund des anhaltenden Inflationsrückgangs und des voraussichtlichen Endes der US-Zinserhöhungen haben wir beispielsweise die Duration der Anleihen verlängert. Wir begrüßen zudem, dass der Markt endlich auf die Fed hört und für 2023 keine Zinssenkungen mehr erwartet – diese Ansicht vertreten wir schon seit vielen Monaten. Der Höchststand der Zinsen war ebenfalls ein solcher Meilenstein, weshalb wir den US-Dollar nun negativ einschätzen. Für einen – nach einer möglichen kurzfristigen Konsolidierung – schwächeren US-Dollar spricht auch, dass der Konsensus mit Blick auf das Wirtschaftswachstum offenbar den größten Pessimismus überwunden hat. Angesichts der nicht allzu schlechten Konjunkturaussichten für die Industrieländer haben wir unsere Untergewichtung in Aktien aus diesen Ländern abgesichert und sind auf Sektorebene nicht mehr defensiv, sondern neutraler positioniert. China wird am stärksten übergewichtet, weil die Wirtschaft dort schneller wieder hochfährt als erwartet und Wachstum politisch klar gewollt ist. Das dürfte auch dem Westen und insbesondere Europa

Seit Ende 2022 profitieren Aktien von unerwartet guten Daten. Die Anleger werden risikofreudiger.



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Den jüngsten Gewinneinbußen im Anleihemarkt zum Trotz: Die Renditen sind hoch.



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

zugutekommen, weshalb wir unser Engagement in Europa und den USA stärker aneinander angeglichen haben.

Zugleich signalisieren wir mit unserer weitgehend neutralen Allokation von Aktien aus Industrieländern, dass unsere moderate Risikobereitschaft auch Grenzen hat. Die erhebliche Unsicherheit dürfte nämlich weiter zu Volatilität, Rotationen und Umschichtungen an den Märkten führen. Zudem unterscheiden sich die einzelnen Märkte und Regionen in Fundamentaldaten, Positionierung und Bewertung. Deshalb gehen wir selektiv vor und konzentrieren uns auf die Bereiche, von denen wir überzeugt sind.

3. Acht Annahmen und ihre Auswirkungen auf unsere Positionierung

Zinshöchststand: Nach unserem Verständnis geht die Fed davon aus, dass die Inflation weiter sinken wird, auch aufgrund der starken Basiseffekte. Ebenso wie Fed-Chef Powell rechnen wir aber auch damit, dass die Mieten bald weniger schnell steigen, denn die Immobilienpreise, denen sie in der Regel folgen, sinken schon seit einiger Zeit. Manche Anleger befürchten, dass die Inflation durch die Wiedereröffnung Chinas weltweit erneut steigen könnte. Da das Land aber derzeit auf Deflationskurs ist, halten wir das für unwahrscheinlich. Im Übrigen ist das anziehende Wachstum in China in erster Linie auf den Konsum und den Dienstleistungssektor zurückzuführen – und damit weit weniger auf rohstoffintensive Bereiche wie den Bausektor, der für frühere Wachstumsschübe primär verantwortlich war. Vor dem Hintergrund der weltweit sinkenden Inflation ist die Aussicht auf einen Zinshöchststand für den US-Dollar bei einem Horizont von sechs Monaten ungünstig, für Anleihen positiv und auch der globalen Risikobereitschaft förderlich.

Längerfristig höhere Zinsen: Der Wertmühtropfen an den Zinssichten ist jedoch, dass die Fed die Zinsen höchstwahrscheinlich nicht vor dem zweiten Quartal 2024 senken wird. Der Grund hierfür ist folgender: Während sich der Verbraucherpreisindex relativ leicht von 9 % auf derzeit 6,4% bringen ließ, werden 4 % viel schwieriger zu erreichen sein (von einer Annäherung an das Ziel

von 2 % ganz zu schweigen). Je länger die Zinsen hoch bleiben, desto mehr Druck lastet auf hoch verschuldeten Kreditnehmern, weil immer mehr Kredite angepasst und Anleihen refinanziert werden müssen. Aus diesem Grund achten wir in allen Asset-Klassen auf Qualität: Wir ziehen Investment-Grade-Papiere Hochzinsanleihen vor, konzentrieren uns in den Schwellenländern auf hochwertige Titel und meiden einen übermäßigen Fremdkapitalanteil bei Immobilien. Bei Hochzins- und Schwellenländeranleihen dürften die Ausfälle zunehmen (auch wenn die Schwäche des US-Dollars den Schwellenländern etwas Erleichterung verschaffen dürfte). Im Umkehrschluss ergeben sich daraus Chancen im Bereich ausfallgefährdeter Anleihen. Privatmarktanlagen dürften 2023 attraktive Gelegenheiten zum Einstieg bieten. Im nächsten Kapitel ist näher beschrieben, wie sich längerfristig höhere Zinsen in der Vergangenheit auf die Märkte ausgewirkt haben.

Wiedereröffnung Chinas: Unseres Erachtens unterschätzt der Markt das Tem-

po, mit dem die chinesische Wirtschaft wieder hochfährt. Andere Länder haben bewiesen, wie rasant der Konsum nach Ende eines Lockdowns wieder anziehen kann. Hinzu kommt, dass die chinesischen Verbraucher in der Null-Covid-Zeit 6 Bill. RMB (fast 1 Bill. USD) angespart haben, die sie jetzt mit vollen Händen ausgeben wollen. Daher setzen wir im Rahmen unserer Übergewichtung chinesischer Aktien vor allem auf Verbraucherthemen wie Einzel- und Onlinehandel, Gastgewerbe, Unterhaltung, Reisen und Glücksspiel in Macao. Thailand und Indonesien dürften von der Reiselust der Chinesen erheblich profitieren, weshalb wir diese Märkte übergewichten.

Chinas Wachstumsfokus: China dürfte auch über die Wiedereröffnung hinaus kräftig weiterwachsen. Dass die Regierung die Weichen wieder auf Wachstum stellt, ist in unseren Augen ein strategischer Schritt. Die von vielen Anlegern befürchtete Kehrtwende hingegen halten wir für eher unwahrscheinlich, denn Problemen wie der wachsenden Verschuldung der Lokalregierungen und der ho-

hen Jugendarbeitslosigkeit kann mit einer Stabilisierung des Immobiliensektors und der Förderung der Privatwirtschaft entgegengewirkt werden. Außerdem muss China in Sachen Technologie Nägel mit Köpfen machen, um im Wettbewerb mit den USA nicht zurückzufallen. Ein weiteres strukturelles Wachstumsfeld ist die Energiewende. Das Wachstum will die Regierung durch eine gezielte Kreditvergabe an die Privatwirtschaft, eine anhaltend starke Kreditexpansion und umfangreichere fiskalpolitische Hilfen erreichen. Demzufolge ist die politische Lage aus unserer Sicht nicht so unsicher, wie viele Anleger zu glauben scheinen, und das übrige Risiko wird durch die Bewertungen chinesischer Aktien aufgewogen. Wir können jedoch auch gut nachvollziehen, dass manche Anleger lieber indirekt über ASEAN-Aktien oder Exporteure aus den Industrieländern an Chinas Wachstum partizipieren wollen (siehe unser neues Schwerpunktthema „Indirektes Asienengagement“).



Top-Trends und Schwerpunktthemen



- | | | | |
|---|---|---|---|
| <p>Die Zukunft Asiens neu gestalten</p> <ul style="list-style-type: none"> – ASEAN-Tigerstaaten – Aufbruchstimmung in Asien – die Gewinn – Grüne Transformation in Asien – Hochwertige asiatische Unternehmensanleihen | <p>Chancen zwischen hohen Zinsen und schwachem Wachstum in Industrieländern</p> <ul style="list-style-type: none"> – US-Wirtschaft mit Widerstandskraft – Finanzanleihen aus Industrieländern – höher in der Kapitalstruktur – Nachhaltige Dividenden – Infrastruktur – Chancen bei Qualitätsanleihen – Indirektes Asienengagement | <p>Digitale Transformation</p> <ul style="list-style-type: none"> – Intelligente Mobilität – KI & Automatisierung – Luft- und Raumfahrt | <p>Investitionen für eine nachhaltige Zukunft</p> <ul style="list-style-type: none"> – Energiewende und -unabhängigkeit – Biodiversität als Anlagechance – Nachhaltige Ertragsquellen – Der S-Faktor |
|---|---|---|---|



Am Thema Nachhaltigkeit führt kein Weg mehr vorbei: Der Russland-Ukraine-Krieg hat viele Länder gezwungen, ihre Energiesicherheit zu erhöhen, und dadurch Investitionen in fossile Brennstoffe ausgelöst. Die Energiewende steht dennoch nicht infrage. Das im Vereinigten Königreich neu eingerichtete Ministerium „Department for Energy Security and Net Zero“ zeigt jedoch, dass Klimaschutz und Energiesicherheit keine Gegensätze sind. Wie unsere Abbildung verdeutlicht, hat das Thema Nachhaltig-

keit eine unaufhaltbare Dynamik entwickelt. Dafür haben neben Regulierungen, Innovationen und Subventionen auch Verbraucher und Investoren gesorgt, die sich zusehends verantwortungsbewusst agierenden Unternehmen zuwenden. Die Wirtschaft drängt deshalb ihre Zulieferer entlang der gesamten Lieferkette zur Einhaltung von ESG-Kriterien, und Banken mahnen ihre Firmenkunden, sich für eine grüne Zukunft aufzustellen. Deshalb ist Nachhaltigkeit in unserem gesamten Anlageprozess, in der Aktien- und Anleihe-

analyse sowie in unseren Schwerpunktthemen fest verankert.

Kommt die Rezession doch noch? Die meisten der von uns genannten Kernthemen sind für Investoren grundsätzlich positiv. Aber zwei Haken hat die Rally doch. Erstens: Die Erholung der Aktienmärkte setzte ein, weil die Prognosen offenbar doch zu pessimistisch waren. Zwar sind die Daten gar nicht so schlecht, aber trotzdem schwächt die Konjunktur im Westen noch, und die Gewinnprognosen werden immer wieder

nach unten korrigiert. Die Gewinnschätzungen der Analysten sind glücklicherweise realistischer geworden, aber der US-Aktienmarkt hat ungewöhnlich früh wieder angezogen. Zweitens: Dank der unerwartet starken Ausgangslage der US-Wirtschaft könnte die Rezession auf sich warten lassen. Das wiederum erschwert die Erholung der Industrieländer im weiteren Zyklusverlauf. Beides weist darauf hin, dass sich Aktien aus den Industrieländern – und somit auch der US-Dollar – eine Weile konsolidieren könnten.

Unsicherheiten gibt es zuhauf: zahlreiche Einflüsse auf den Verbraucherpreisindex, zähe Verhandlungen um die US-Schuldengrenze, geopolitische Unwägbarkeiten, ungewisse Energiepreis-

entwicklungen usw. Das alles bringt keine Ruhe in den Markt und kann – gerade kurz vor oder nach der Veröffentlichung von Daten – die Stimmung umschlagen lassen. Hedgefonds, vor allem Macro- und Multi-Manager-Fonds, können sich einen volatilen Markt zunutze machen. Aufgrund der wechselhaften Marktstimmung und -positionierung dürfte es für CTA nicht leichter werden, die richtigen Trends aufzugreifen. Als Ertragsquelle bzw. zur Verlustabsicherung setzen wir auch auf Volatilität.

Schwerpunktthemen: Wie unsere Abbildung auf der vorherigen Seite zeigt, ist die derzeit vorherrschende Kombination aus Hochzinsumfeld und schwachem Wachstum in den Industrieländern für Strategien, die auf Ertrag oder Qualität

setzen, durchaus von Vorteil. Unsere anderen Themen setzen auf die inzwischen bekannten Trends „Die Zukunft Asiens neu gestalten“, „Digitaler Wandel“ und „Investitionen für eine nachhaltige Zukunft“. Wir haben angesichts steigender Zinsen die Anzahl der Themen zum digitalen Wandel reduziert, weil Wachstumsaktien stark belastet wurden. Allmählich sollte aber etwas Entlastung einkehren. Durch Investitionen in langfristige Trends behalten wir das Gesamtbild im Auge und können kurzfristige Unsicherheiten überbrücken. Trotzdem dürfen wir im Kernportfolio und bei Beimischungen die Risiken und Anlegerziele nicht außer Acht lassen.



Marktentwicklung gegen Ende eines Zinserhöhungszyklus

Wir glauben daran, dass sich aus der Geschichte Lehren ziehen lassen. Deshalb analysieren wir auch künftig historische Marktzyklen, um Portfolios widerstandsfähiger zu machen. Während der jüngsten Zinserhöhungen entwickelten sich die Märkte ähnlich wie in anderen inflationären Phasen zuvor. Die Zinsen dürften demnächst ein Plateau erreichen, und wir setzen nun weniger auf Direktionalität. Stattdessen halten wir nach relativen Bewertungschancen bei Qualitätstiteln sowie Carry-Erträgen bei Investment-Grade-Anleihen Ausschau und investieren in Hedgefonds, um die Chancen zu nutzen, die sich aus den Drehungen und Wendungen an den Märkten ergeben.

Nachdem die US-Notenbank (Fed) im vergangenen Jahr damit begonnen hat, die Zinsen in einem seit Jahrzehnten nicht gesehenen Tempo zu erhöhen, erwiesen sich historische Inflationsszenarien als äußerst hilfreich bei der Asset Allocation. Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen kehrte sich ins Positive um, die Rohstoffpreise stiegen massiv an, und Substanzwerte entwickelten sich

Wie verhalten sich welche Anlagen in welchen Phasen eines Fed-Zinserhöhungszyklus bei hoher Inflation?

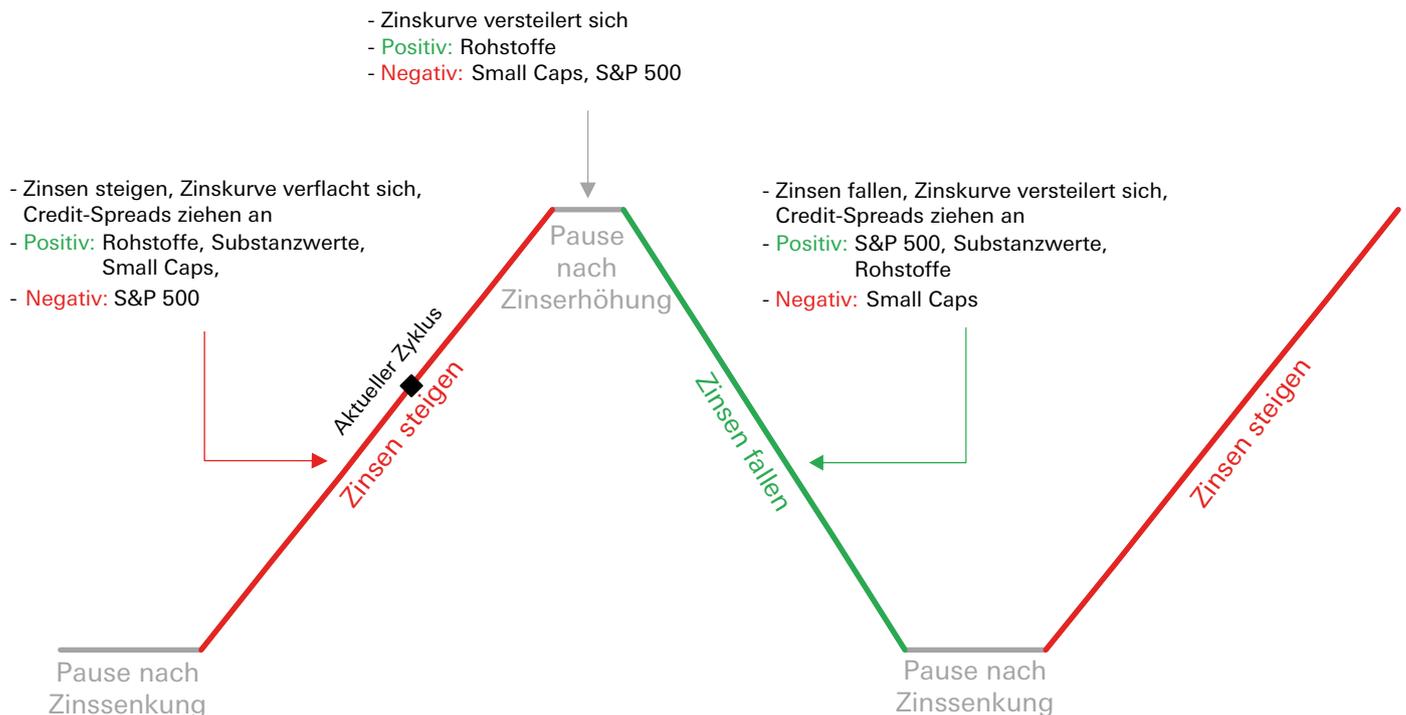


Tabelle 1: Szenarioanalyse aller historischen Anhebungszyklen der Fed

Erste Anhebung	Letzte Anhebung	Dauer (Monate)	Tempo	US-Leitzins (%)			Inflation		ISM-Index				Rezession	
				Beginn	Ende	Veränderung	Verbraucherpreise Veränderung (%)	Anfänglicher Inflationstrend	Beginn	Ende	Dynamik	Stand am Ende <50	12M nach erster Anhebung	24M nach erster Anhebung
15.04.1955	23.08.1957	28	Langsam	1,4	3,5	2,1	2,3	Niedrige Inflation	68,7	45,3	Fallend	✓		
12.08.1958	11.09.1959	13	Schnell	1,8	4,0	2,3	1,0	Niedrige Inflation	57,3	48,3	Fallend	✓		✓
17.07.1963	07.09.1966	38	Langsam	3,0	6,0	3,0	2,1	Niedrige Inflation	55,5	58,7	Steigend			
20.11.1967	17.07.1969	20	Schnell	4,0	9,8	5,8	5,1	Niedrige Inflation	54,2	53,1	Fallend			
30.03.1972	26.04.1974	25	Schnell	4,0	11,0	7,0	7,5	Niedrige Inflation	59,8	59,9	Steigend			✓
01.08.1977	18.03.1980	32	Schnell	4,8	16,5	11,8	10,8	Hohe Inflation	54,9	43,6	Fallend	✓		
21.10.1980	18.05.1981	7	Schnell	11,0	19,0	8,0	10,5	Hohe Inflation	55,5	53,5	Fallend		✓	✓
31.03.1983	08.08.1984	16	Langsam	8,5	11,3	2,8	4,7	Niedrige Inflation	53,9	53,0	Fallend			
04.12.1986	04.05.1989	29	Langsam	5,9	9,8	3,9	4,7	Niedrige Inflation	50,5	49,3	Fallend	✓		
04.02.1994	01.02.1995	12	Schnell	3,0	6,0	3,0	2,9	Niedrige Inflation	56,5	55,1	Fallend			
30.06.1999	16.05.2000	11	Langsam	4,8	6,5	1,8	3,6	Niedrige Inflation	55,8	53,2	Fallend			✓
30.06.2004	29.06.2006	24	Schnell	1,0	5,3	4,3	3,4	Niedrige Inflation	60,5	52,0	Fallend			
17.12.2015	20.12.2018	36	Langsam	0,3	2,5	2,3	2,1	Niedrige Inflation	48,7	54,9	Steigend			
17.03.2022	–	11	Schnell	0,3	4,8	4,5	4,8	Hohe Inflation	57,0	47,4	Fallend	✓		

Quellen: HSBC Global Private Banking, Refinitiv, Yale University, Universität Lausanne, März 2023. Die prozentuale Veränderung der Verbraucherpreise wurde annualisiert.

besser als Wachstumstitel – genau so, wie es auch in den 1970er Jahren zu beobachten war. Was könnte also passieren, wenn die Fed keine weiteren Zinsanhebungen mehr vornimmt und die Zinsen für längere Zeit auf hohem Niveau bleiben? Die Grafik zeigt anhand einiger Beispiele die Wertentwicklung von Asset-Klassen in den verschiedenen Phasen des Zinserhöhungszyklus der Fed – jeweils im Zusammenspiel mit einer hohen Inflation.

Sucht man nach einer historischen Blaupause für den aktuellen geldpolitischen Straffungszyklus, so finden sich einige Gemeinsamkeiten mit den Erhöhungs-

zyklen ab August 1977 beziehungsweise Oktober 1980, sowohl was das Tempo der Anhebungen als auch das hohe Inflationsniveau angeht. Wie aus Tabelle 1 ersichtlich ist, erhöhte die Fed die Leitzinsen beide Male massiv, um die rasant ansteigende Inflation einzudämmen. Außerdem schwächte sich in beiden Zyklen die Konjunktur ab, und eine Rezession schien sich anzubahnen – wie der negative Verlauf der Zinskurve zeigt. In den 1970er Jahren hatte es die Fed mit einer besonders hohen und hartnäckigen Inflation zu tun. Der größte Teil der damaligen Zinserhöhungen fand unter der Regie von Paul Volcker statt, der im

Sommer 1979 das Amt des Vorsitzenden der Fed übernommen hatte. Mittlerweile ist man sich einig, dass sein Vorgänger Arthur Burns die Inflation vorschnell für besiegt erklärt und Zinssenkungen eingeleitet hatte, ehe die zugrunde liegenden Inflationsfaktoren tatsächlich vollständig unter Kontrolle waren. Volcker nahm nach seinem Amtsantritt einen radikalen geldpolitischen Richtungswechsel vor. Seine drakonischen Zinserhöhungen werden heute als notwendig und vor allem erfolgreich angesehen, auch wenn sie im Ergebnis zu einer schmerzhaften „Double-Dip“-Rezession führten. Unter dem aktuellen US-Notenbankchef Jero-

Tabelle 2: Durchschnittliche Performance der Asset-Klassen im Verlauf historischer Anhebungszyklen, unterteilt nach Inflationstrend

	10-jährige Rendite	2J10J-Zinskurve	3m10y-Zinskurve	Credit-Spreads	Rohstoffe	S&P 500 [^]	Wert*	Größe*
Insgesamt	+147	-128	-160	+11	23,96	7,32	9,73	2,92
Niedrige Inflation (< 4 %)	+110	-106	-128	-7	23,62	9,56	11,00	-0,79
Hohe Inflation (> 4 %)	+354	-197	-338	-108	25,85	-4,98	2,77	23,31
Aktueller Zyklus (17.03.2022 bis 28.02.2023)	+172	-113	-274	-3	-11,67	-11,23	10,12	5,52

Quellen: HSBC Global Private Banking, Refinitiv, Yale University, Universität Lausanne, März 2023

Bei den Angaben handelt es sich um die Veränderung der Mehrrendite gegenüber Cash in Prozent, mit Ausnahme der Angaben in den Spalten 10-jährige Rendite, 2J10J-Zinskurve, 3m10y-Zinskurve und Credit Spreads, bei denen es sich um die Veränderung in Basispunkten handelt.

* Die Spalten „Wert“ und „Größe“ zeigen die Wertentwicklung von Long-Short-Portfolios, die auf den Faktoren „High-minus-Low“ und „Small-minus-Big“ nach Fama und French basieren. Nur die Werte in der Zeile „Aktueller Zyklus“ wurden auf Basis der MSCI-Indizes berechnet.

[^] Für die Darstellung wurde der S&P 500 durch Aggregation der Wertentwicklung der einzelnen Sektoren auf Basis der aktuellen Sektorengewichtung rekonstruiert, um der wechselnden Sektorenzusammensetzung Rechnung zu tragen.

me Powell sieht sich die Fed erneut mit seit Jahrzehnten nicht dagewesenen Inflationsraten konfrontiert. Die Zinserhöhungen im letzten Jahr fielen wiederholt überraschend hoch aus und sorgten für fallende Preise an den Anleihe- und Aktienmärkten.

Geldmarkt-Futures haben derzeit eingepreist, dass der aktuelle Anhebungszyklus noch weitere vier bis sechs Monate dauert, bevor sich die Zinsen wieder stabilisieren. Das Ende der jüngsten Zinserhöhungsrunde scheint nun in greifbare Nähe zu rücken. Deshalb wollen wir einen genaueren Blick darauf werfen, wie sich die Märkte in der Vergangenheit in den letzten Monaten vergleichbarer geldpolitischer Straffungszyklen verhalten haben.

Um aus den Zyklen entscheidende Muster abzuleiten und etwaige Sonderfälle herauszufiltern, legen wir jeweils die durchschnittlichen Marktbewegungen von Phasen mit hoher und Phasen mit niedriger Inflation zugrunde, wobei die Zeiträume mit einer hohen Inflation gute Anhaltspunkte für die erste Hälfte des Jahres 2023 liefern: Aus Tabelle 2 geht hervor, dass US-Staatsanleihen im Zuge der Zinsanhebungen der Volcker-Ära Kursverluste erlitten, die einen Renditeanstieg von 354 Basispunkten ausmachten. Zudem flachte sich die Zinsstrukturkurve damals um bis zu 338 Basispunkte ab. Die Credit-Spreads (der Renditezu-

schlag gegenüber Staatsanleihen) verringerten sich um durchschnittlich 108 Basispunkte. Der S&P 500 – rekonstruiert auf Basis der aktuellen Sektorengewichtung, um der wechselnden Sektorenzusammensetzung Rechnung zu tragen – sank in diesen stark inflationären Phasen im Durchschnitt um 4,98 %. Substanzwerte schnitten besser ab als Wachstumstitel, wobei Wachstumsaktien mit langer „Duration“ unter dem Anstieg der Fremdkapitalkosten zu leiden hatten. Nur in Phasen mit einer hohen Inflation warfen Small-Cap-Unternehmen höhere Erträge ab als ihre Large-Cap-Pendants. Interessant ist, dass die drastischsten Zinserhöhungen und die damit verbundenen Marktbewegungen jeweils in den letzten sechs Monaten der zurückliegenden Anhebungszyklen stattfanden.

Die im aktuellen Zyklus beobachteten Marktbewegungen sind diesen historischen Entwicklungen sehr ähnlich. Wie aus der letzten Zeile in Tabelle 2 hervorgeht, erlitten US-Staatsanleihen Kursverluste, die Zinskurve flachte erheblich ab (und kehrte sich um) und der S&P 500 sackte ab. Es sind allerdings auch Unterschiede festzustellen. So sind die Credit-Spreads während des aktuellen Zyklus nicht gestiegen und Rohstoffe mussten ihre vorherigen Gewinne wieder abgeben. An den Aktienmärkten wurde die Inflation sehr früh und bereits vor Beginn der Zinserhöhungen eingepreist,

weshalb hier nur noch in begrenztem Umfang weiteres Abwärtsrisiko besteht. Die historischen Szenarien weisen allerdings auf das Risiko einer weiteren Abschwächung bei Staatsanleihen und Credit-Spreads hin, sollte die Fed das Tempo ihrer Zinserhöhungen in den kommenden Monaten als Reaktion auf die hohen Inflationsdaten wieder beschleunigen (wovon wir allerdings nicht ausgehen). Die Zinskurve ist bereits deutlich invers, aber mit -0,88 % liegt sie immer noch weit über dem Niveau ähnlicher Zyklen in der Vergangenheit, in denen sie sich im Durchschnitt bei -1,7 % bewegte. Auch haben sich Substanzwerte gegenüber Wachstumstiteln bislang recht widerstandsfähig gezeigt und besser geschlagen als in der Vergangenheit. Im Gegensatz dazu erzielten Small Caps zwar ebenfalls eine Outperformance, sie schnitten jedoch nicht so gut ab wie in früheren vergleichbaren Phasen. Das macht sie für die bevorstehenden Monate besonders interessant.

Wie die Märkte als Nächstes reagieren werden, hängt stark von der Fed und der weiteren Ausgestaltung ihrer Geldpolitik ab. Sollte sie jegliches Risiko eines erneuten Inflationsanstiegs bereits im Keim ersticken wollen, könnte sie so entschlossen agieren wie in den Jahren 1979 und 1980 – in dem Wissen, dass dies möglicherweise eine Rezession zur Folge hat. In unserem Basisszenario ge-

Tabelle 3: „Zinspause“ der Fed nach Anhebungszyklen

	10-jährige Rendite	2J10J-Zinskurve	3m10y-Zinskurve	Credit-Spreads	Rohstoffe	S&P 500 [^]	Wert*	Größe*
Insgesamt	-66	+33	+5	+8	3,73	6,02	3,09	-1,78
Niedrige Inflation (< 4 %)	-101	+19	-75	+6	4,30	11,23	5,12	-0,93
Hohe Inflation (> 4 %)	-19	+53	+111	+11	2,97	-0,94	0,39	-2,91

Quellen: HSBC Global Private Banking, Refinitiv, Yale University, Universität Lausanne, März 2023

Bei den Angaben handelt es sich um die Veränderung der Mehrrendite gegenüber Cash in Prozent, mit Ausnahme der Angaben in den Spalten 10-jährige Rendite, 2J10J-Zinskurve, 3m10y-Zinskurve und Credit Spreads, bei denen es sich um die Veränderung in Basispunkten handelt.

* Die Spalten „Wert“ und „Größe“ zeigen die Wertentwicklung von Long-Short-Portfolios, die auf den Faktoren „High-minus-Low“ und „Small-minus-Big“ nach Fama und French basieren. Nur die Werte in der Zeile „Aktueller Zyklus“ wurden auf Basis der MSCI-Indizes berechnet.

[^] Für die Darstellung wurde der S&P 500 durch Aggregation der Wertentwicklung der einzelnen Sektoren auf Basis der aktuellen Sektorengewichtung rekonstruiert, um der wechselnden Sektorenzusammensetzung Rechnung zu tragen.

Tabelle 4: Zinssenkungszyklen

	10-jährige Rendite	2J10J-Zinskurve	3m10y-Zinskurve	Credit-Spreads	Rohstoffe	S&P 500 [^]	Wert*	Größe*
Insgesamt	-148	+121	+181	+56	-6,69	14,97	6,23	-1,34
Niedrige Inflation (< 4 %)	-97	+76	+120	+70	-15,12	9,93	4,75	0,79
Hohe Inflation (> 4 %)	-207	+165	+253	+38	3,16	20,87	7,95	-3,82

Quellen: HSBC Global Private Banking, Refinitiv, Yale University, Universität Lausanne, März 2023

Bei den Angaben handelt es sich um die Veränderung der Mehrrendite gegenüber Cash in Prozent, mit Ausnahme der Angaben in den Spalten 10-jährige Rendite, 2J10J-Zinskurve, 3m10y-Zinskurve und Credit Spreads, bei denen es sich um die Veränderung in Basispunkten handelt.

* Die Spalten „Wert“ und „Größe“ zeigen die Wertentwicklung von Long-Short-Portfolios, die auf den Faktoren „High-minus-Low“ und „Small-minus-Big“ nach Fama und French basieren. Nur die Werte in der Zeile „Aktueller Zyklus“ wurden auf Basis der MSCI-Indizes berechnet.

[^] Für die Darstellung wurde der S&P 500 durch Aggregation der Wertentwicklung der einzelnen Sektoren auf Basis der aktuellen Sektorengewichtung rekonstruiert, um der wechselnden Sektorenzusammensetzung Rechnung zu tragen.

hen wir jedoch davon aus, dass sich die US-Notenbank dem Ende ihres Strafungszyklus nähert und es daher an der Zeit ist, sich auf eine Phase einzustellen, in der die Zinsen für einen gewissen Zeitraum auf dem gleichen Niveau bleiben.

Sobald die Fed ihre Zinserhöhungen einstellt, wie in Tabelle 3 dargestellt, ist sowohl mit einem Wiederanstieg der Zinskurve als auch einer Stabilisierung der längerfristigen Renditen, Credit-Spreads sowie der Rohstoffpreise und Aktienkurse zu rechnen. In dieser Phase müssen sich Wirtschaftsteilnehmer und Finanzmärkte für eine gewisse Zeit mit dem hohen Zinsniveau arrangieren, weshalb die Erwartungen nicht allzu hoch geschraubt werden sollten. Dieses Szenario steht im Einklang mit unserer Haltung, weniger auf Direktionalität zu setzen und stattdessen nach relativen Bewertungschancen

bei Qualitätstiteln sowie Carry-Erträgen bei Investment-Grade-Anleihen Ausschau zu halten und in Hedgefonds zu investieren, um die Chancen zu nutzen, die sich aus den Drehungen und Wendungen an den Märkten ergeben.

Die Betrachtung der vergangenheitsbezogenen Szenarien legt den Schluss nahe, dass die Märkte das Risiko einer weiteren Abschwächung im Anleihebereich unter Umständen unterschätzen. Dies gilt für den Fall, dass die Fed die Inflation weiterhin durch die Anhebung der Zinsen bekämpft (siehe Tabelle 2), anstatt die Zinsen nur längerfristig auf hohem Niveau zu halten (siehe Tabelle 3). Sollte die Geschichte Recht behalten, dann ist die Zeit, auf Kursanstiege zu setzen und Risikoanlagen den Vorzug gegenüber Qualitätspapieren zu geben, erst gekommen, wenn die US-Noten-

bank mit Zinssenkungen beginnt und die Zinskurve allmählich wieder ansteigt. Diese Entwicklung haben wir in Tabelle 4 zusammengefasst.

Die Zukunft Asiens neu gestalten

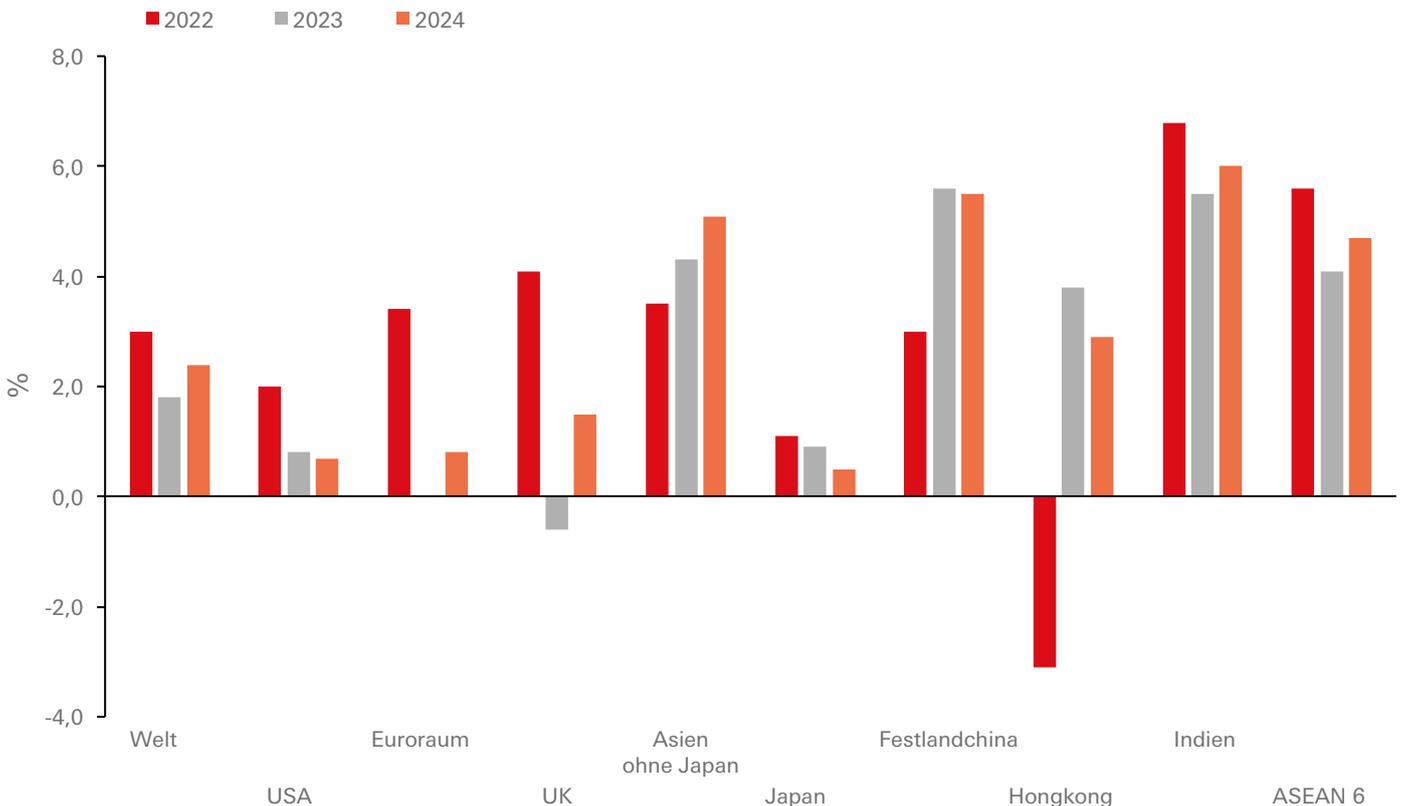
Unsere vier Schwerpunktthemen:

1. Aufbruchstimmung in Asien – die Gewinner
2. Die ASEAN-Tigerstaaten
3. Grüne Transformation in Asien
4. Hochwertige asiatische Unternehmensanleihen

Das unerwartet rasche **Wiederhochfahren der Wirtschaft in China** und die **Erholung des dortigen Konsums** haben für einen merklichen **Aufschwung der asiatischen Volkswirtschaften** gesorgt. Dadurch verbesserten sich auch die **Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe** und für **Dienstleistungen in der Region** deutlich. Da das Reich der Mitte für 16 große Volkswirtschaften Asiens der wichtigste Handelspartner ist, trägt die Nachfrage-

erholung auch zur **Milderung der Belastungen für asiatische Exporte** durch den weltweiten Abschwung bei. Aufgrund der **besseren Wachstumsperspektiven** und des attraktiven **Risiko-/Ertragsprofils** sind wir in **Aktien aus China** und **asiatischen Schwellenländern** klar **übergewichtet**. Mit unserem Top-Trend **„Die Zukunft Asiens neu gestalten“** loten wir die **attraktivsten strukturellen und taktischen Chancen** in der Region aus.

Wachstumsbeschleunigung in Asien 2023 gegenüber der Konjunkturabkühlung in den Industrieländern



Quellen: CEIC, Schätzungen von HSBC Global Research, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023

Der Auftragseingang in Asien legte bereits im Januar zu und konnte diesen Trend im Februar fortsetzen. Die Exportaufträge ließen zwar weiter nach, doch dieser Rückgang konnte sich in allen Exportwirtschaften des Kontinents – mit der Ausnahme von Japan – im Februar stark verlangsamen. Die Daten der Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und für Dienstleistungen in China sorgten im Februar für positive Überraschungen und zeigten, dass die Wirtschaft des Landes 2023 wohl eine kräftige zyklische Erholung verzeichnen dürfte.

Folglich haben wir unsere BIP-Wachstumsprognosen 2023 für das Land angehoben. Im Jahresvergleich rechnen wir nun mit einer raschen Wachstumsbeschleunigung von 2,2 % im ersten Quartal auf 7,4 % im zweiten Quartal und mit 5,6 % für das Gesamtjahr 2023. Unseres Erachtens könnte China das auf dem Nationalen Volkskongress festgelegte konservative Ziel eines BIP-Wachstums 2023 von „ca. 5 %“ übertreffen. Im Gegensatz

zur Konjunkturabkühlung in den Industrieländern wird in Asien als einziger Region mit einer Wachstumsbeschleunigung gerechnet: von 3,5 % im Jahr 2022 auf 4,3 % im Jahr 2023. Der Anstieg des indischen Einkaufsmanagerindex für Dienstleistungen auf das 12-Jahres-Hoch von 59,4 spiegelt den Boom im Dienstleistungssektor wider, der zusammen mit der Erholung in China das resiliente Wachstum Asiens weiter stärkt.

In unserem Schwerpunktthema **„Aufbruchstimmung in Asien – die Gewinner“** richten wir die Aufmerksamkeit auf die Unternehmen, die von der raschen Wiedereröffnung Chinas und der Wiederaufnahme des internationalen Reiseverkehrs profitieren können. Wir setzen auf Branchenführer in den Sektoren Reisen, Fluggesellschaften, Massenkonzum, Gastgewerbe, Nahrungsmittel und Getränke sowie in der Glückspielbranche in Macau.

Dank der raschen Wiedereröffnung der Wirtschaft in China dürfte die konjunkturelle Erholung an Breite gewinnen:

Die besseren Wachstumsprognosen dürften den führenden Internetunternehmen Chinas in die Hände spielen und das Verbrauchervertrauen sowie das Geschäftsklima stärken. Zudem könnte ein stärkeres Wachstum mehr Investitionen ins Land locken und die Nachfrage nach Metallen und Baumaschinen festigen.

Wir haben Aktien aus Hongkong leicht übergewichtet, um die Chancen der vollständigen Grenzöffnung zwischen Festlandchina und Hongkong zu ergreifen. Bislang machten Reisende vom Festland etwa 80 % aller Reisenden nach Hongkong aus. Zu den größten Profiteuren geöffneter Grenzen zählen Hongkongs Unternehmen im Konsumgüter- und Reisebereich. Der höhere Vermietungsstand, positive Mietanpassungen und Mehreinnahmen aus umsatzabhängigen Mieten sorgen für vielversprechende Aussichten für Vermieter von Einzelhandelsgeschäften. Neben dem Versicherungssektor können auch Banken und Börsen von einer Normalisierung des Aktivitätsgrads profitieren.

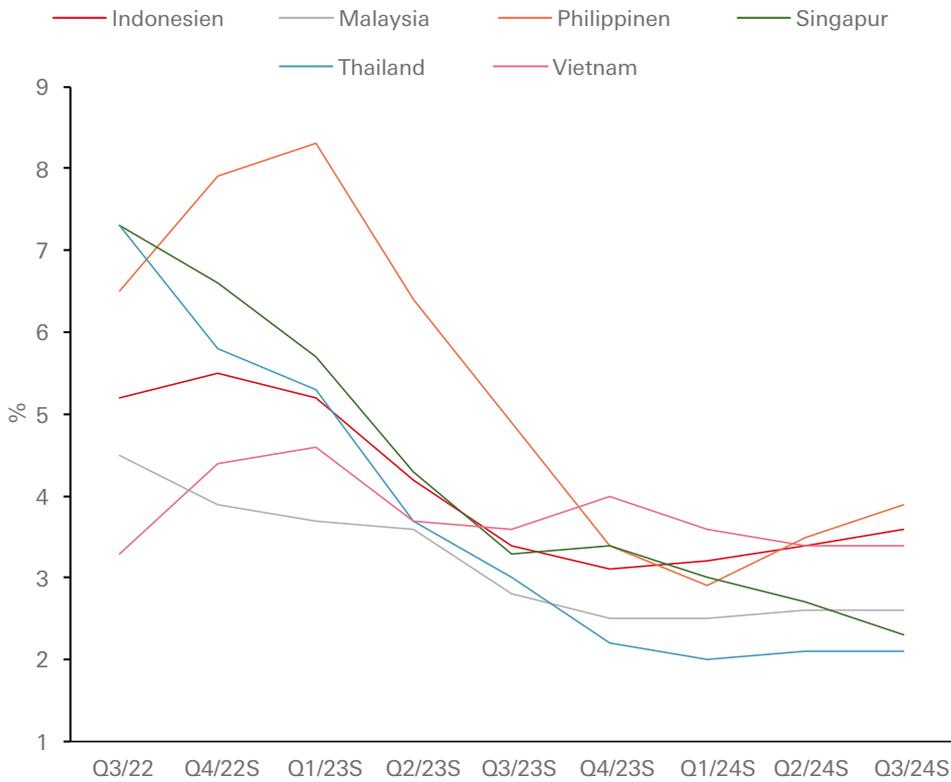
Chinas Grenzöffnung beflügelt die Erholung des asiatischen Tourismus

Touristenankünfte aus China

	% der Gesamtankünfte	Millionen	
	2019	2019	2022
Thailand	27,9	11,1	0,3
Japan	30,1	9,6	0,2
Südkorea	34,8	6,0	0,2
Vietnam	32,2	5,8	0,1
Singapur	19,0	3,6	0,1
Malaysia	11,9	3,1	0,1
USA	3,6	2,8	0,4

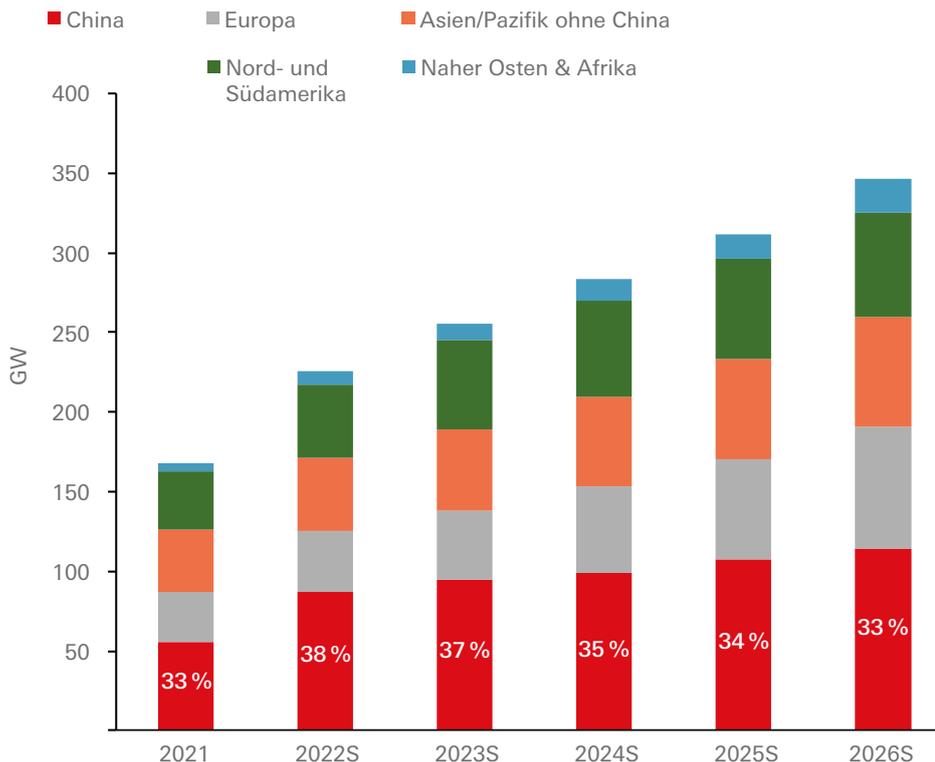
Quellen: CEIC, nationale Quellen, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023

ASEAN-Staaten dürften Inflationshöchststand hinter sich haben



Quellen: CEIC, Schätzungen von HSBC Global Research, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023

China dürfte den globalen Solarmarkt weiter dominieren



Quellen: SolarPower Europe, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023

Auch die ASEAN-Länder profitieren enorm von der Grenzöffnung Chinas. Immerhin sind Thailand, Vietnam und Singapur die Top-3-Reiseziele in Südostasien und werden auch von chinesischen Touristen bevorzugt. Vor der Pandemie machten Letztere in Thailand und Vietnam etwa 30 % der internationalen Besucher aus. Dieses Jahr rechnet die Regierung Thailands mit 5 Mio. Touristen aus Festlandchina. Das impliziert eine knappe Verdreifachung der Touristenzahlen im Vergleich zu 2022. Laut der Welttourismusorganisation UNWTO belief sich die Zahl der internationalen Besucher der Region Asien/Pazifik letztes Jahr nur auf 23 % des Vorkrisenniveaus – einer starken Erholung in diesem Jahr steht also nichts im Wege.

Neben zyklischen Katalysatoren profitieren die ASEAN-Volkswirtschaften im nächsten Jahrzehnt auch von strukturellen Wachstumsfaktoren, da sich der wirtschaftliche Schwerpunkt nach Südostasien verlagert. Unser Schwerpunktthema **„Die ASEAN-Tigerstaaten“** nimmt langfristige Wachstumschancen für Unternehmen im Konsumgüter- und Infrastrukturbereich und Banken in der ASEAN-Region sowie REITs aus Singapur in den Blick.

Die robuste Binnennachfrage und die Effekte der Wiedereröffnung 2022 verliehen den ASEAN-Staaten enormen Auftrieb. Der Konsum dürfte das Wachstum weiter unterstützen – aufgrund der weltweiten Konjunkturabkühlung und der Basiseffekte jedoch in geringerem Ausmaß. Aktien aus ASEAN-Staaten verzeichneten letztes Jahr das mitunter stärkste Gewinnwachstum und schlugen die internationale und regionale Konkurrenz. Dieser Trend dürfte sich 2023 fortsetzen. Auch das Ende der Zinserhöhungen in den USA und ein schwächerer US-Dollar dürften Südostasien zugutekommen, was auf ein künftig besseres Umfeld für Fremdmittel hindeuten könnte. Angesichts der weltweiten Belastungen durch höhere Lebenshaltungskosten sind die steuerlichen Entlastungen in immer mehr ASEAN-Staaten ermutigend. So wurde im Haushalt 2023 von Singapur eine Un-

terstützung im unteren und mittleren Einkommensspektrum berücksichtigt. Mit dem Schwerpunktthema „**Grüne Transformation in Asien**“ nutzen wir Chancen, die sich in der Region in den Bereichen Energiewende und -unabhängigkeit, grüner Infrastrukturausbau und Innovationen bei Fahrzeugen mit alternativen Antriebstechnologien bieten. Laut McKinsey soll das Volumen des Zielmarkts für grüne Unternehmen in Asien bis 2030 bei 4–5 Bill. USD liegen, da Nachhaltigkeit von verschiedenen Stakeholdern, darunter Investoren, Kunden und Mitarbeiter, zunehmend geschätzt wird.

In China ist die Wende hin zu erneuerbaren Energien und Elektrofahrzeugen dank starker politischer Unterstützung und der weltweiten Energiekrise in vollem Gange. So verkündete die politische Führung Chinas auf dem jüngsten Volks-

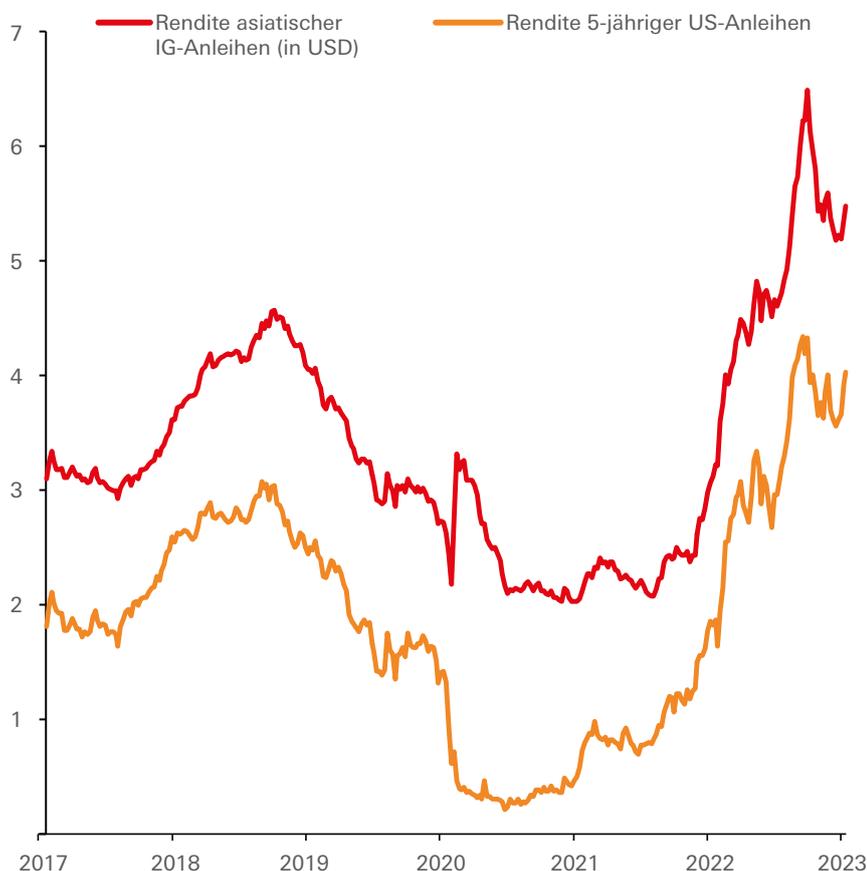
kongress fiskalpolitische Maßnahmen wie gezielte Steuer- und Gebührensenkungen für die grüne Transformation und die Befreiung von der Erwerbssteuer für neue Elektrofahrzeuge. Da sich die Bautätigkeit nach der Pandemie normalisiert hat, rechnen wir für 2023 nun mit Solarkraftkapazitäten von 120 GW in China, was einem robusten Wachstum von 38 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Gleichzeitig gewinnt die Energiespeicherung immer mehr an Dynamik, insbesondere Batterien, die in Fahrzeugen mit neuartigem Energieantrieb und im Bereich der erneuerbaren Energien zum Einsatz kommen.

Da das Ende des Straffungszyklus der US-Notenbank naht, dürften sich die Aussichten für die asiatischen Anleihemärkte aufhellen. Bei **hochwertigen asiatischen Unternehmensanleihen** sind wir positiv gestimmt – es ist der

richtige Zeitpunkt, Termineinlagen auf bonitätsstarke Unternehmensanleihen umzuschichten, um ein attraktives Renditeniveau zu sichern. Im asiatischen Anleihebereich bevorzugen wir aufgrund der inversen Zinsstrukturkurve eine kurze bis mittlere Duration.

Bei asiatischen Unternehmensanleihen mit hoher Bonität bieten sich in einigen Sektoren attraktive Titel: Hierzu zählen erstrangige Unternehmensanleihen aus Hongkong, die von der Wiedereröffnung profitieren, chinesische TMT-Anleihen (Technologie, Medien und Telekommunikation) aufgrund der Normalisierung des regulatorischen Umfelds sowie indonesische erstrangige Quasi-Staatsanleihen dank der verbesserten Fundamentaldaten des Landes. Auch wenn sich die Risikobereitschaft der Anleger durch die Umsetzung der politischen Initiative „Three Arrows“ zur finanziellen Unterstützung des Immobiliensektors stabilisiert hat, bleiben wir bei Hochzinsanleihen im chinesischen Immobiliensektor vorsichtig. Schließlich wird der Umschuldungsprozess der ausgefallenen Emittenten voraussichtlich Jahre dauern. Folglich setzen wir weiter auf Emittenten höherer Qualität wie beispielsweise staatliche Entwickler, die im Vergleich zu privaten und hochverschuldeten Immobilienentwicklern grundsätzlich mit soliden wirtschaftlichen Verhältnissen punkten können.

Asiatische Investment-Grade-Anleihen bieten noch solide Renditevorteile



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Chancen zwischen hohen Zinsen und schwachem Wachstum in Industrieländern

Die Prognosen zum Wirtschaftswachstum dürften am Tiefpunkt angekommen sein und der US-Leitzins bald seinen Höchststand erreichen – ein günstiges Szenario für Risikoaktiva. Trotzdem werden die Zinsen noch eine Weile hoch und das Wachstum niedrig bleiben. Anleger dürften daher vermehrt auf Qualitätsunternehmen mit überschaubarem Verschuldungsgrad und Bereiche der Weltwirtschaft setzen, in denen wir mit überdurchschnittlichem Wachstum rechnen. Da das Gewinnwachstum in den Industrieländern noch immer schwächelt, könnten ertragsorientiertere Strategien besser kalkulierbare Renditen liefern. Unsere sechs nachfolgenden Anlagethemen machen sich solche Strategien teilweise zunutze.

Unsere sechs Schwerpunktthemen:

1. US-Wirtschaft mit Widerstandskraft
2. Nachhaltige Dividenden
3. Infrastruktur
4. Indirektes Asienengagement
5. Chancen bei Qualitätsanleihen
6. Finanzanleihen aus Industrieländern – höher in der Kapitalstruktur

US-Wirtschaft mit Widerstandskraft:

Zwar wächst die US-Wirtschaft langsamer als gewohnt, behauptet sich aber immer noch besser als andere Volkswirtschaften. Maßgeblich hierfür ist die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarktes, wenngleich die Zahl der neu geschaffenen Arbeitsplätze nicht mehr so hoch ist wie zuletzt und es wieder mehr Entlassungen gibt. Viele US-Haushalte geben nun die während der Pandemie gebildeten Ersparnisse aus, was den Konsum bis Anfang 2024 weiter stützen dürfte. Bei diesem Thema konzentrieren wir uns daher auf konsumorientierte Unternehmen und erkennen Chancen bei Basis- und Nicht-Basiskonsumgütern.

Nachhaltige Dividenden: Ist auf den Aktienmärkten kaum noch Luft nach oben, lässt sich die Gesamtertragsrendite über Dividendenerträge erheblich steigern. Wenn sich der Zyklus verlangsamt, ist es umso wichtiger, Unternehmen auszuwählen, deren hohe Cashflows eine gleichbleibende oder gar steigende Dividende gewährleisten können. Die diesbezüglichen Erwartungen werden optimistischer, teilweise weil Banken, die für gewöhnlich hohe Dividenden zahlen, sich an steigenden Zinsen erfreuen. Dividendenstarke Aktien sind tendenziell eher Substanzwerte, und ihre Beimischung kann wachstumsorientierten Portfolios zu einer besseren Balance verhelfen. Dividentitel bringen zudem häufig bestimmte Qualitätseigenschaften

mit. Oftmals handelt es sich um Aktien mit niedriger Volatilität, was hilfreich ist, zumal wir auch künftig mit einer überdurchschnittlich hohen Marktvolatilität rechnen.

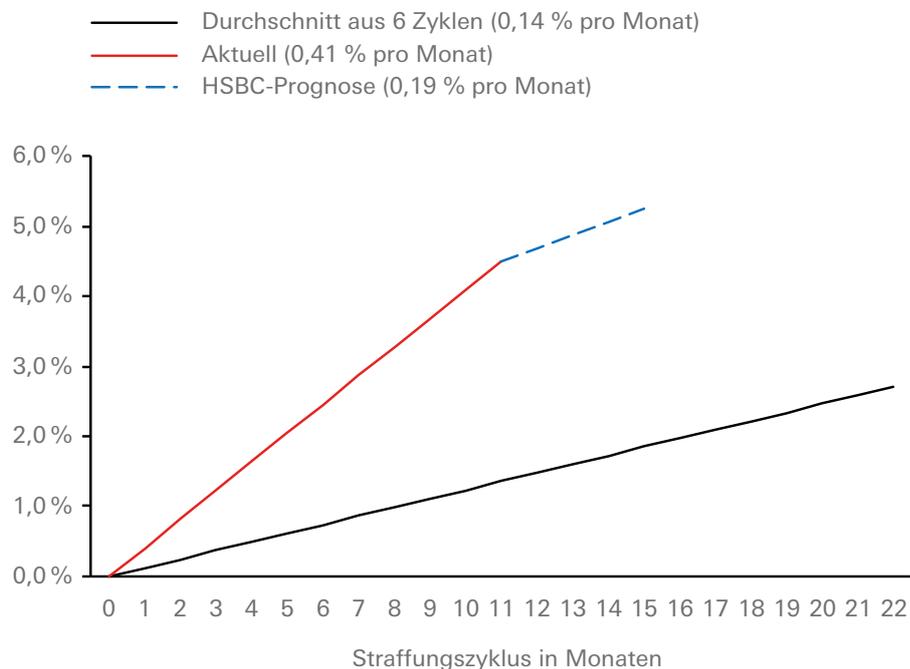
Infrastruktur: Zwar dürfte die Inflation weiter sinken, doch wird sie höher bleiben als in den vergangenen zehn Jahren, so dass Anleger wahrscheinlich auch künftig einen Teil ihres Portfolios absichern wollen. Hierfür eignen sich beispielsweise Infrastrukturaktien, denn vielen dieser Unternehmen kommt die häufig regulatorisch festgelegte Kopplung zwischen Einstandskosten und erhobenen Preisen zugute, die ihre Gewinne schützt.

Indirektes Asienengagement: Weshalb wir China und die übrigen asiatischen Länder positiv einschätzen, haben wir im Abschnitt zur Anlagestrategie und im Rahmen unserer asiatischen Anlagethemen erläutert. Aus Gesprächen mit Kunden und aus den Medien entnehmen wir, dass sich viele Anleger immer noch mehr um (geo-)politische Risiken sorgen als wir. Eine gute Möglichkeit, um indirekt an kurz- und langfristigen Chancen in China und Asien zu partizipieren, sind Unternehmen aus Industrieländern, die mit dem asiatischen Konsumgütersektor verzahnt sind. Viele europäische Konsumgütermarken sind in Asien beliebt und stark vertreten; auch so mancher US-Exporteur ist vielversprechend.

Chancen bei Qualitätsanleihen: Unsere Übergewichtung bonitätsstarker Anleihen zeigt sich auch in unseren Schwerpunktthemen. Wir konzentrieren uns weiterhin auf den Investment-Grade-Bereich, denn unserer Ansicht nach sind die Spreads bei hochverzinslichen Anleihen etwas zu gering, und sie reagieren stärker auf die Konjunkturabkühlung. Aussichtsreich sind in unseren Augen auch auf Hartwährungen lautende höherwertige Unternehmensanleihen aus Schwellenländern. Da in den USA mehr Zinsanhebungen in den Anleihemärkten eingepreist sind, als wir erwarten, sind wir von einer „kurzen bis mittleren“ Duration (3–5 Jahre) zu einer „mittleren“ (5–7 Jahre) gewechselt. Dennoch können Anleger, die einen weiteren Anstieg der aktuell eingepreisten Leitzinsen befürchten, variabel verzinsliche Anleihen beimischen oder bei kürzeren Laufzeiten bleiben.

Finanzanleihen aus Industrieländern – aufwärts in der Kapitalstruktur: Die Banken haben ihre Eigenkapital- und Liquiditätsquoten aufgrund der strengen 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

Große Zinserhöhungen sind nicht mehr zu erwarten, Senkungen in den G10-Ländern 2023 jedoch auch noch nicht.



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

allem für Europa, wo die Wirtschaft gegenwärtig schwächelt. 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.

Zwar dürfte die Zahl der notleidenden Kredite bei Banken zunehmen, doch im historischen Vergleich sind die Bestände nach wie vor niedrig, und der höhere Zinsüberschuss dürfte den Gewinnen zuträglich sein.



Digitaler Wandel

Die Herausforderungen, denen sich die Weltwirtschaft gegenüber sieht, nehmen nicht ab. Vor diesem Hintergrund setzen wir auf drei Anlage-themen, die dank führender techno-logischer Entwicklungen zu einer qualitativen Verbesserung der Ergeb-nisse beitragen, für einen Wettbe-werbsvorteil und Differenzierung sorgen und/oder neue Möglichkeiten erschließen. Wir haben drei span-nende Themen ausgewählt, die an der Schwelle der digitalen Transfor-mation stehen:

Unsere drei Schwerpunktthemen:

1. Luft- und Raumfahrt
2. KI und Automatisierung
3. Intelligente Mobilität

Luft- und Raumfahrt

Lange konnte die Luft- und Raumfahrt-industrie nur in Erinnerungen schwelgen, aber nicht an die Errungenschaften des Space Race, des legendären Wettlaufs ins All in den 1960er- und 1970er-Jahren, anknüpfen. Jetzt erlebt sie eine Renais-sance. Kommerzielle Anbieter und neue Technologien entfachen das Interesse an der Luft- und Raumfahrtindustrie erneut.

Bislang bildeten staatliche Stellen und Aufträge in den USA, Europa und China eine wichtige Finanzierungsquelle für pri-vate Forschungs- und Entwicklungspro-gramme. Jetzt bieten der Bedarf an Da-ten und die Nachfrage nach verlässlicher globaler Vernetzung eine unerwartete wirtschaftliche Chance, die das Wachs-tum der Branche unterstützen dürfte.

Zu den jüngsten Erfolgen gehören unter anderem kommerzielle Unternehmen, die Astronauten zur Internationalen Raumstation ISS befördern, Privatperso-nen bzw. „Weltraumtouristen“, die an den Rand des Weltraums bzw. über die Kármán-Linie hinaus geflogen werden, die Realisierbarkeit wiederverwendbarer Raumfahrzeuge sowie private Firmen, die eine Reihe von Satelliten in die niedri-ge Erdumlaufbahn bringen.

Ebenfalls in jüngerer Zeit wurden immer kleinere Satelliten – Mikrosatelliten (10 bis 100 kg) bzw. Nanosatelliten (unter 10 kg) – entwickelt, darunter der in der Regel nur 10 cm hohe und breite Cube-Sat. Kleinsatelliten profitieren vom kon-vergenten Trend der Miniaturisierung, von immer leistungsfähigeren Kompo-nenten und sinkenden Kosten, wodurch die Produktion wesentlich einfacher und kostengünstiger wird. Innovative neue Marktteilnehmer haben Gelegenheiten ergriffen, die vor einem Jahrzehnt noch undenkbar gewesen wären. Die Branche verzeichnet eine Jahr für Jahr steigende Anzahl an Satellitenstarts. Besonders stark ist die Zunahme bei den wichtigen Kleinsatelliten: 2022 machten sie 95 % aller gestarteten Raumfahrzeuge und 54 % der Nutzlast aus, wobei sich die Zahl der Kleinsatellitenstarts binnen sechs Jahren verachtzehnfacht hat (Quelle: Future Timeline).

Durch den zunehmenden Datenbedarf einer ständig wachsenden Zahl vernetz-ter Geräte aus allen Teilen der Welt ist der Wettbewerb unter Unternehmern gestiegen, die diese Nachfrage über private erdnahe Satelliten abzudecken versuchen. Auf diese Geschäftsmöglich-

keiten konzentrieren wir uns in unserem Anlagethema „Luft- und Raumfahrt“.

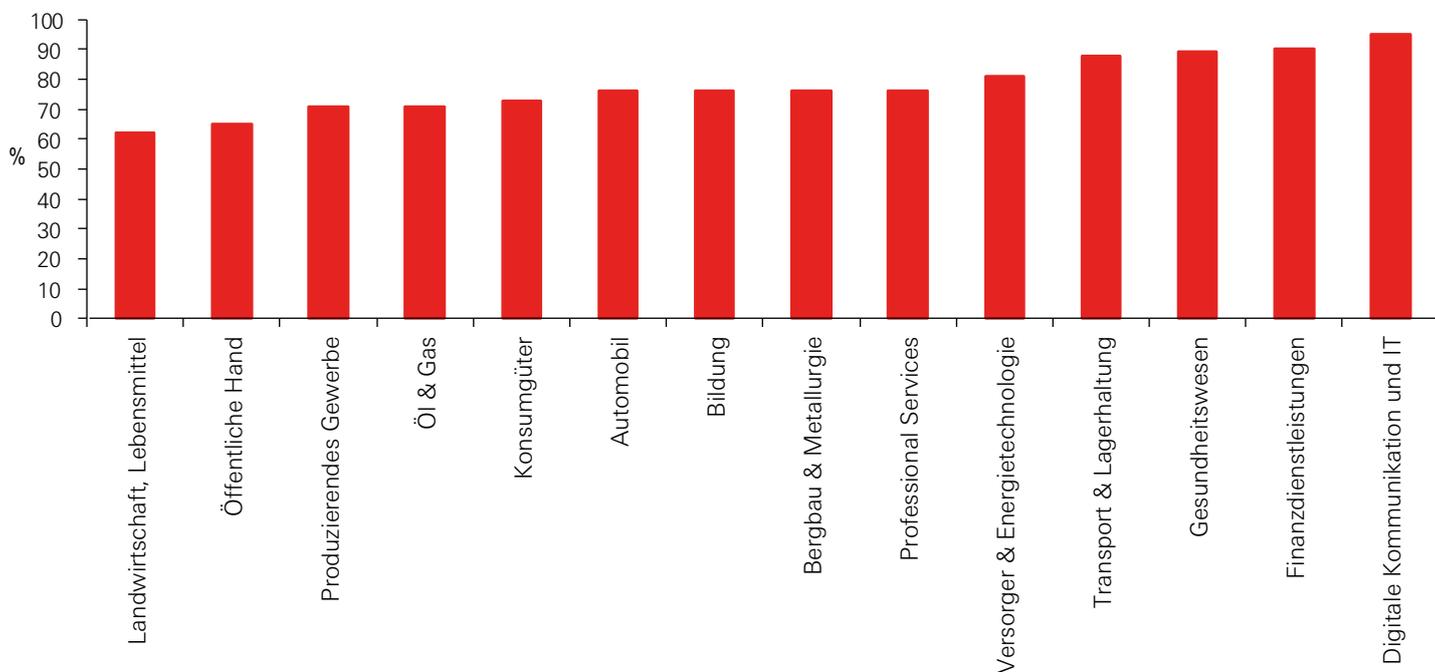
KI und Automatisierung

Seitdem hocheffektive Industrieroboter in die Automobilindustrie Einzug hielten, erobert die Automatisierung immer mehr Wirtschaftsbereiche – nicht zuletzt die Dienstleistungsbranche. Jüngste Fort-schritte bei KI-Software und Sensortech-nologien verheißen einen Quanten-sprung der Funktionalitäten, wodurch die Einsatzmöglichkeiten der Automati-sierung sich nicht nur ändern, sondern auch beträchtlich steigern könnten.

Bereits jetzt profitiert die Dienstleis-tungsbranche in begrenztem Maße von automatisierten Prozessen, Produkten und Schnittstellen, wie beispielsweise bei der Kundenidentifikation, der Beant-wortung von E-Mails und der Rufannah-me, bei Untersuchungen und Umfragen. Künstliche Intelligenz findet zunehmend Eingang in Dienstleistungen und Kun-denschnittstellen. Grundvoraussetzung dafür waren wesentliche Fortschritte in der künstlichen Intelligenz sowie Sprach- und Gesichtserkennungssoftware in Ver-bindung mit leistungsfähigeren Compu-terprozessoren. Da die Technologie zugänglicher und leistungsstärker wird, fassen immer mehr Unternehmen KI ins Auge (siehe Grafik). So sorgte jüngst ChatGPT von OpenAI für Furore – ein Chatbot, der mit einer natürlicheren Sprache, starken Wirkung und vielfälti-gen Anwendungsmöglichkeiten die Kar-ten für viele Branchen neu mischen könnte.

Ein schon etabliertes Beispiel für leis-tungsstarke und intelligente KI-Software-anwendungen ist die Schnellanalyse von

Anteil der Unternehmen, die eigenen Angaben zufolge spätestens 2025 KI im Einsatz haben werden



Quelle: „The Future of Jobs Report 2020“ des Weltwirtschaftsforums, März 2023

Röntgen- und CT-Aufnahmen in der medizinischen Diagnostik, deren Präzision die menschliche Genauigkeit erreicht bzw. übertrifft und fortwährend optimiert wird. Andere praktische Anwendungen umfassen datenintensive Tätigkeiten z. B. in der Qualitätssicherung, im Lieferkettenmanagement, in der wissenschaftlichen Forschung, der Astronomie sowie in der Verteidigungs- und Finanzbranche. Ziel unseres Anlagethemas „KI und Automatisierung“ ist es, die vielfältigen Möglichkeiten zu nutzen, die sich aus diesen rasant entwickelnden Technologien ergeben.

Intelligente Mobilität

Technologie, Kosten und Wettbewerbsbarrieren – dass der Übergang vom Verbrennungsmotor schwierig werden würde, war klar, doch diese Punkte sind nun weitgehend überwunden. Die technologische Konvergenz bringt zudem andere

handfeste Vorteile mit sich, etwa eine geringere Fahrzeugkomplexität, die Integration neuer Technologien sowie neue Materialien.

Wie bereits erwähnt, ist KI ein wesentlicher Treiber für die Entwicklung autonomer Fähigkeiten und daher von zentraler Bedeutung für das Aufkommen intelligenter Mobilität. KI ist die Schlüsselvoraussetzung für selbststeuernde Züge, Autos, Lkws oder auch Boote. Doch auch wenn sie sich stark weiterentwickelt hat, dürften selbstfahrende Autos noch mehrere Jahre auf sich warten lassen. Trotzdem kann KI sowohl das Fahrerlebnis optimieren als auch die Risiken beim Transport von Menschen und Waren reduzieren. Den Fahrenden steht eine Vielzahl intelligenter Systeme zur Verfügung, die sie vor potenziellen Gefahren warnen oder zur Vermeidung von Unfällen selbsttätig eingreifen.

Vernetzte Transportsysteme können zunehmend Probleme erkennen, Mitfahrende warnen und auf dem Laufenden halten. Vor Reisebeginn können sich Reisende die beste Route, Transportalternativen und Kosten für ihr Ziel berechnen lassen; während der Reise werden sie mit Live-Updates auf dem Laufenden gehalten und können bei Bedarf alternative Routen wählen. Reservierungen und Tickets lassen sich umbuchen. Diese Flexibilität setzt voraus, dass Daten und Vernetzung zunehmend über eine digitale Infrastruktur bereitgestellt werden – dabei sind mobile Netze ein Schlüsselement der intelligenten Mobilität.

Investitionen für eine nachhaltige Zukunft

Unsere vier Schwerpunktthemen:

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

2022 war ein schwieriges Jahr für die Weltwirtschaft. Nur wenige Bereiche verzeichneten ein stabiles Wachstum. Es kam zu Budgetkürzungen, Entlassungen in vielen Sektoren, Prognosen wurden angepasst und in zahlreichen Branchen hat das Gewinnwachstum nachgelassen. Nachhaltigkeit war jedoch einer der wenigen Bereiche, die nicht nur kon-

tinuierlich wachsen, sondern denen die Probleme des Jahres 2022 in vielerlei Hinsicht sogar zuträglich waren. Der Ukraine-Konflikt, die steigenden Energiekosten und die sich verschärfende Klimakrise eröffnen allesamt Chancen im Bereich der Nachhaltigkeit.

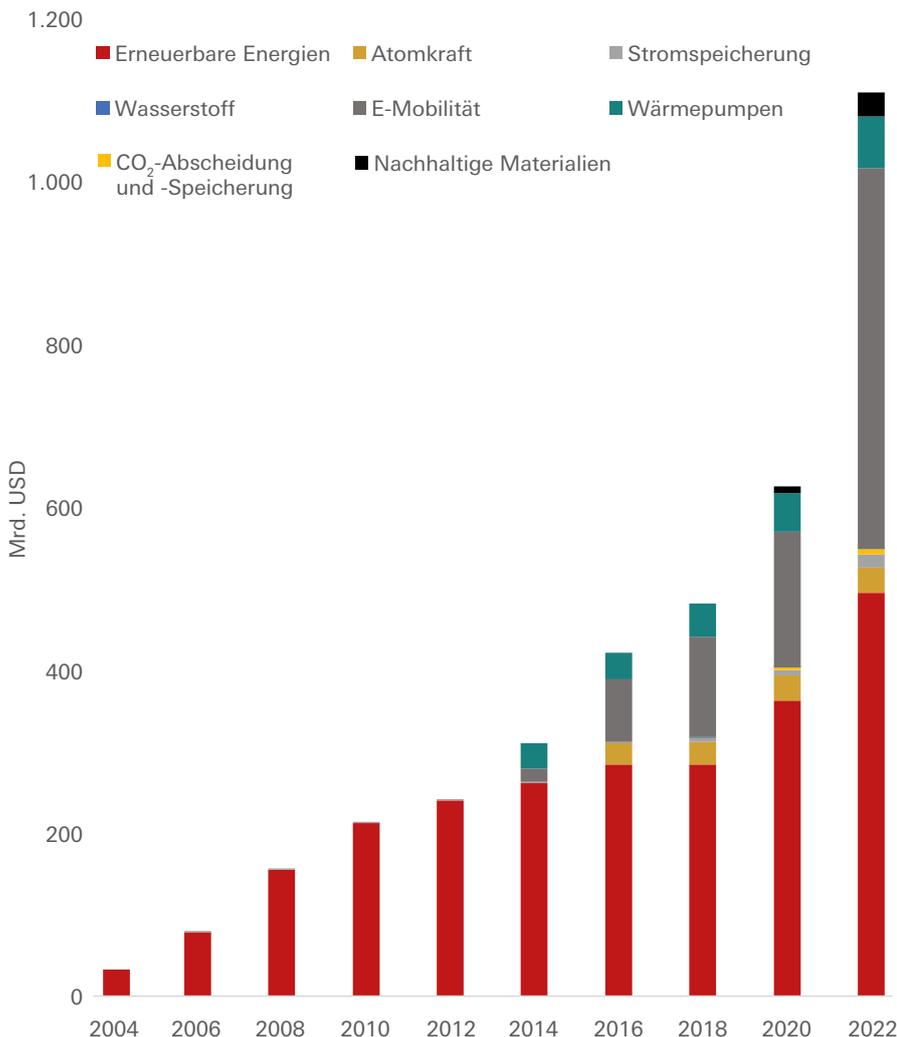
Im Angesicht der Ereignisse des Jahres 2022 bemühen sich immer mehr Menschen, Unternehmen und Staaten um nachhaltige und erneuerbare Lösungen, so dass die Neuinvestitionen in diesem Bereich ein Rekordniveau erreicht haben.

Energiewende und -unabhängigkeit

Die Investitionen in die globale Energiewende haben 2022 erstmals die Marke von 1 Bill. USD geknackt und sind gegenüber dem Vorjahr um 31 % gestiegen. Zu diesem Wachstum haben die massiven Lieferkettenverzögerungen und geopolitischen Konflikte maßgeblich beigetragen. Sie haben uns vor Augen geführt, in welchem Maße Unternehmen und Staaten voneinander abhängig sind. Die Abhängigkeit von ausländischen Energielieferanten lässt sich durch erneuerbare Energien verringern, doch auch nachhaltige Infrastruktur wie Ladestationen, Wasserstoffproduktion, Recycling sowie CO₂-Abscheidung und -Speicherung sind Teil der Energiewende. Da die meisten erneuerbaren Energiequellen nicht kontinuierlich verfügbar sind, wird von staatlicher Seite in Interkonnektivität investiert, um das Risiko von flächendeckenden Stromausfällen drastisch reduzieren zu können.

Erneuerbare Energien machen nach wie vor den größten Teil der Investitionen aus, doch der elektrifizierte Verkehr, der

Investitionen in die globale Energiewende nach Sektoren



Quellen: Bloomberg Finance L.P., HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023



Elektrofahrzeuge und Ladeinfrastruktur umfasst, holt schnell auf. Da weltweit und vor allem in China die Investitionen in Elektrofahrzeuge und den breiteren Markt zunahm, wuchs der Sektor 2022 um ca. 54 %. Im vergangenen Jahr wurde auch deutlich mehr in die Bereiche Elektroheizungen und Energiespeicherung investiert, und das Volumen des kleinsten Sektors Wasserstoff hat sich 2022 verdreifacht. Aufgrund der Kombination aus wirtschaftlicher, gesellschaftlicher und politischer Nachfrage, technologischem Fortschritt und dem Streben nach Energieautarkie bietet das Anlage-thema zur Energiewende und -unabhängigkeit attraktive Chancen.

Biodiversität als Anlagechance

Die Menschheit wird sich zunehmend bewusst, dass der Nutzen der biologischen Vielfalt über das Quantifizierbare hinausgeht. Unsere Ozeane galten früher als Quelle unendlicher Reichtümer, die jahrzehntelang ausgebeutet wurden. Heute wissen wir: Die Ozeane speichern CO₂, reflektieren das Sonnenlicht zurück ins All und fungieren als Temperaturregulierungssystem. Durch unsere Einflussnahme seit dem Industriezeitalter hat die positive Wirkung der Ozeane auf das Klima nachgelassen, doch inzwischen versuchen wir, den Schaden wie-

der rückgängig zu machen. Ein aktuelles Beispiel hierfür ist das am 4. März 2023 geschlossene historische Hochseeabkommen der Vereinten Nationen, mit dem ein rechtlicher Rahmen für die Einrichtung von Meeresschutzgebieten geschaffen wurde. Das Abkommen ist ein wichtiger Schritt in Richtung des im vergangenen Dezember auf der Weltnaturkonferenz festgelegten Ziels, bis 2030 30 % der Land- und Meeresflächen unter Schutz zu stellen. Zudem zeigt es Möglichkeiten zur nachhaltigen Nutzung, Erhaltung und Aufteilung des finanziellen und nichtfinanziellen Nutzens der Meeresbiodiversität in den Schutzgebieten auf. Unser Thema Biodiversität als Anlagechance greift die Dynamik und die Chancen in diesem Bereich auf.

Nachhaltige Ertragsquellen

Globale Investoren sind unterschiedlich stark risikofreudig. Manche sind Anlagen mit überschaubarer Volatilität und konsistenten Erträgen wichtiger als die mögliche Teilhabe an einer drastischen Bewertungsexpansion. Vor diesem Hintergrund setzen wir auf nachhaltige Ertragsquellen und damit auf Lösungen, die mit einem stabilen Geschäft, einer attraktiven Dividende und einem überzeugenden Nachhaltigkeitskonzept aufwarten können. So können Anleger nicht nur

von einer vielversprechenden Investmentstrategie profitieren, die auf ihre Ertragsziele abgestimmt ist, sondern auch zu einer nachhaltigen Zukunft beitragen.

Der S-Faktor

Sowohl Anleger als auch die breitere Bevölkerung achten immer stärker auf den S-Faktor – das Handeln eines Unternehmens in der Gesellschaft. Die Pandemie hat entscheidend dazu beigetragen, dass das soziale Geschäftsgebaren des ein oder anderen Hauses dabei in die Schlagzeilen geraten ist. Die jüngste Inflation ist da nur ein Grund mehr für den dringenden Wunsch nach höheren Löhnen und besseren Arbeitsbedingungen. In vielen Ländern wird mehr gestreikt, und es wird genau beobachtet, wie Unternehmen mit ihren Mitarbeitern umgehen. Manche Unternehmen sind in den Augen der Anleger besser für den zunehmenden Druck und die potenziellen Risiken gewappnet als andere. Diejenigen, die hier gut abschneiden, sind für talentierte Fachkräfte attraktiv, bei Verbrauchern gefragt und mit dem Wohlwollen der Aufsichtsbehörden gesegnet. Und wir sind davon überzeugt, dass diese Unternehmen mittel- bis langfristig besser abschneiden werden.

Licht und Schatten

Noch bis einschließlich des 3. Quartals 2022 konnte sich die deutsche Volkswirtschaft gut halten und nicht zuletzt wegen pandemiebedingter Aufholeffekte beim Dienstleistungskonsum sogar ein Quartalswachstum von 0,5 % verzeichnen. Im Jahresschlussquartal allerdings mussten die privaten Haushalte der infolge der explodierenden Energiepreise rekordhohen Inflation Tribut zollen. Zeitweise stieg die Teuerungsrate um 8,8 % (Oktober und November 2022) zum Vorjahr – der stärkste Inflationsdruck seit Januar 1952. Die privaten Konsumausgaben gingen daher um 1 % gegenüber dem Vorquartal zurück und drückten die Wirtschaftsleistung um 0,4 % im Vergleich zu Q3 ins Minus. Trotz staatlicher Unterstützungsmaßnahmen wie der Übernahme der Abschlagszahlung für die Heizkosten im Dezember 2022 und der Einführung der Strom- und Gaspreisbremse im März 2023 (rückwirkend zum 01.01.2023) bleiben die Rahmenbedingungen für den privaten Konsum kurzfristig schwierig. So verharrte gemäß der GfK-Konsumklima-Umfrage die Kaufbereitschaft der Haushalte bis zuletzt auf dem tiefsten Stand seit der globalen Finanzkrise. Kurzfristig stehen die konjunkturellen Vorzeichen damit auf Sturm – mit einem erneuten BIP-Rückgang im 1. Quartal 2023 würde die Definition einer technischen Rezession (zwei negative Quartale in Folge) erfüllt. Gegen eine längerfristige Schwäche spricht allerdings die sehr robuste Verfassung des Arbeitsmarktes. Seit dem zyklischen Tief während der Pandemie konnten über eine Million neue Arbeitsplätze geschaffen werden; die Beschäftigung erreichte im Januar einen neuen Rekordwert von

45,67 Millionen. Eine Folge des unverändert hohen Mangels an qualifizierten Arbeitskräften sind höhere Lohnabschlüsse (zuletzt bei der Deutschen Post). Aus diesem Grund und unter Berücksichtigung des zu erwartenden Inflationsrückgangs dürfte sich die sehr negative Reallohnentwicklung des Jahres 2022 (-4,1 %) in diesem Jahr nicht wiederholen.

Ohnehin hätte es konjunkturell durchaus noch schlimmer kommen können. Vor dem Hintergrund der drastischen Energiepreisanstiege im Herbst und Befürchtungen vor einer Gasrationierung waren die Stimmungsindikatoren zeitweise so stark eingebrochen wie in der globalen Finanzkrise und im April 2020 zu Beginn der COVID-19 Pandemie. Inzwischen haben sich die ifo-Geschäftserwartungen deutlich erholt, nicht zuletzt da infolge günstiger Witterungsbedingungen und deutlicher Gaseinsparungen eine Gasmangellage verhindert werden konnte. Derzeit liegt der Gasfüllstand mit deutlich oberhalb von 60 % weit entfernt von einem kritischen Bereich. Die stärksten Verbesserungen der Geschäftsaussichten wurden im Dienstleistungssektor, im Groß- und Einzelhandel und im verarbeitenden Gewerbe verzeichnet. Der Bausektor hingegen hinkt weiter deutlich hinterher – im Wohnungsbau waren die Firmen im Februar sogar so pessimistisch wie noch nie seit der Wiedervereinigung. Merkliche Realeinkommensverluste in Kombination mit verschärfter Hypothekenkreditvergabe, eine Explosion der Baukosten (Im Dezember +17,8 % zum Vorjahr) und drastisch gestiegenen Finanzierungskonditionen (Hypothekenzinsen) machen einen Immobilienwerb für viele potentielle Hauskäufer

schlichtweg unerschwinglich. Die zuletzt deutlich gefallene Anzahl an erteilten Baugenehmigungen sind ein klares Indiz für eine nachlassende Endnachfrage. Trotzdem könnte die Bautätigkeit im ersten Quartal, wenn auch nur temporär, positiv überraschen. Schließlich war die Bauproduktion aufgrund einer hohen Anzahl von Frosttagen im Dezember massiv eingebrochen und konnte im Januar eine spektakuläre Erholung vollziehen. Der Monatsanstieg von 12,5 % war der beste seit März 2012. Am grundsätzlichen Abwärtstrend dürfte sich in der Bauindustrie auf absehbare Zeit aber nichts ändern.

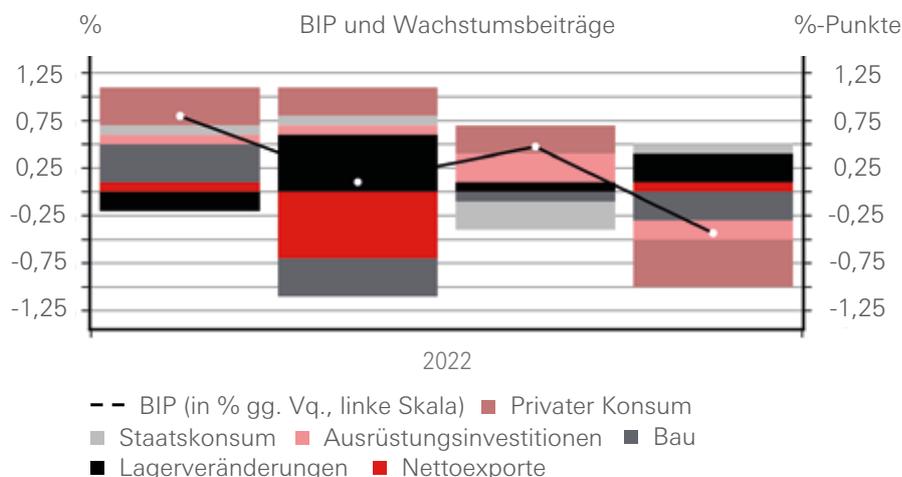
Im verarbeitenden Gewerbe ist die Situation zwiespältig. Nach einem ausgesprochen schwachen Jahr 2022 konnten sich die Auftragseingänge zuletzt etwas beleben, allerdings war ein Gutteil auf Großaufträge zurückzuführen. Immerhin lösen sich die Verspannungen bei den internationalen Lieferketten inzwischen mehr und mehr auf; die Frachtraten sind sogar auf das Niveau von 2020 zurückgefallen. Derzeit sitzen viele Unternehmen noch auf einem großen Bestand an Altaufträgen, die wegen des Materialmangels nicht abgearbeitet werden konnten. Bei unveränderter Produktionsgeschwindigkeit reichen die Auftragsbücher im Schnitt für 4,7 Monate – fast ein historischer Rekordwert. Mit besserer Verfügbarkeit von Materialien dürfte die Produktion in den nächsten Monaten gut unterstützt sein. Hinzu kommt, dass gerade im Bereich der energieintensiven Produktion (Chemie, Stahl, Glas- und Keramik, Papier etc.) nach dem heftigen Einbruch im Jahr 2022 ein Aufholprozess einsetzen könnte, auch weil die Unter-

nehmen seit Anfang 2023 durch die ebenso für den Industriesektor geltende Strom- und Gaspreisbremse kostenseitig entlastet werden.

Bei den Ausrüstungsinvestitionen ist das Bild ebenfalls eher durchwachsen. So liegen die Auftragseingänge für Investitionsgüter aktuell um über 12 % unter dem Vorjahresniveau (3-Monats- Durchschnitt, Januar) und die Unternehmen im Kapitalgütersektor sind per Saldo immer noch skeptisch bezüglich der Aussichten. Das erheblich gestiegene Zinsniveau sowie eine leicht rückläufige Kapazitätsauslastung sollten dabei auch kaum zu einer Verbesserung der Stimmungslage beitragen. Für eine nachhaltige Wende zum Positiven bedarf es einer Belebung der Nachfrage aus dem In- und Ausland, für die es bislang indes nur sporadische Anzeichen gibt. Zwar konnte sich der globale Composite Einkaufsmanagerindex zum ersten Mal seit sieben Monaten wieder in den Expansionsbereich bewegen, die Exporterwartungen der deutschen Unternehmen sind hingegen noch verhalten.

Fazit: Die deutsche Wirtschaft durchlebt aktuell eine Schwächeperiode, sollte aber ab dem 2. Quartal wieder auf den Wachstumspfad zurückfinden. Allerdings dürften die bereits erfolgten und noch kommenden geldpolitischen Verschärfungen der Europäischen Zentralbank zur Eindämmung der Inflation mit Zeitverzögerung wirken und über die verbundenen Anstiege der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Haushalte einer dynamischen BIP-Erholung im Wege stehen. Nach -0,2 % für 2023 erwarten wir für das kommende Jahr mit 0,7 % einen nur moderaten Konjunkturaufschwung.

Einbruch des privaten Konsums drückt das BIP-Wachstum im 4. Quartal



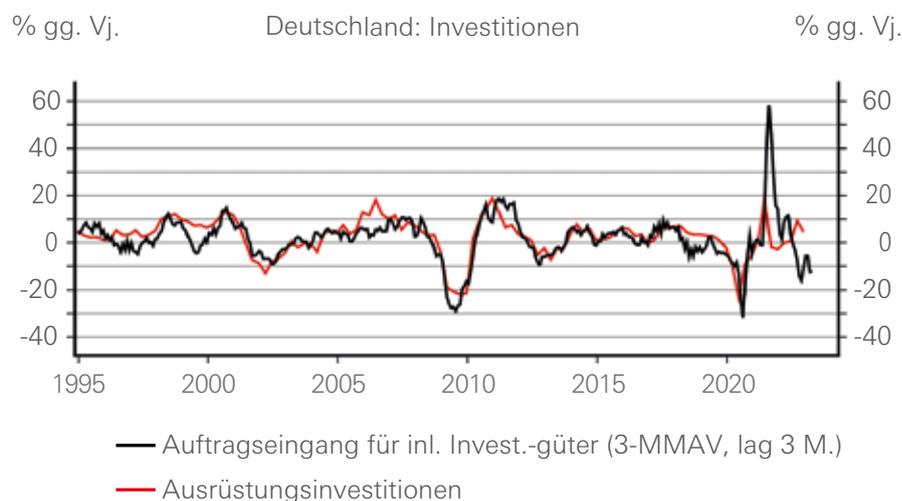
Quellen: Macrobond, HSBC

Volle Auftragsbücher in der deutschen Industrie



Quellen: Macrobond, HSBC

Eher düsteres Bild für die Ausrüstungsinvestitionen



Quellen: Macrobond, HSBC

Aktien

Übergewichtet

Märkte: USA, Mexiko, Brasilien, Festlandchina, Indonesien, Thailand und Hongkong

Branchen: Nicht-Basiskonsumgütersektor, Kommunikation, Energie (einschließlich erneuerbarer Energien) und Gesundheitswesen

Untergewichtet

Märkte: Vereinigtes Königreich, Italien, Südafrika, Türkei, Südkorea und Malaysia

Branchen: k. A.

Globale Ausrichtung der Strategie

Quality

Globale Aktien: Keine klare Linie

Der Zinsanstieg macht es der Aktie als Anlage nicht leicht: Die Bewer-

tungen geraten unter Druck, und Cash und Anleihen sind plötzlich eine echte Alternative. Doch das anziehende Wachstum in Asien, die mildere Rezession in Europa und bessere Fundamentaldaten in den USA deuten darauf hin, dass die Aktienmarktrenditen in absehbarer Zeit wieder steigen könnten. Sollte die US-Notenbank Fed im Zinserhöhungszyklus eine Verschnaufpause einlegen, würde sich das ebenfalls günstig auswirken. Auf kurze Sicht wird der Ausblick für die Renditen am Aktienmarkt allerdings weiterhin durch die anhaltende Verlangsamung der Weltwirtschaft und vielerorts steigende Leitzinsen getrübt. Vor diesem makroökonomischen Hintergrund und da die Zinsen noch eine ganze Weile hoch bleiben dürften, konzentrieren wir uns auf Qualitätstitel und Bereiche mit vielversprechenden Aussichten (z. B. Asien).

Europäische Aktien bleiben insgesamt attraktiv



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Erholung in Europa

Die europäischen Aktienmärkte haben sich dank besserer Wachstumsaussichten und geringerer Extremrisiken gut entwickelt, die ihrerseits auf einen milderen Winter und sinkende Energiepreise zurückzuführen sind. Obgleich sich ihre Bewertungsabschläge gegenüber US-Titeln etwas verringert haben, sind europäische Aktien global betrachtet weiterhin attraktiv. Sowohl die Wirtschaft im Reich der Mitte als auch Handel und Wachstum in vielen anderen asiatischen Ländern ziehen (wieder) an. Für die europäische Exportwirtschaft sind das insbesondere in den Bereichen Konsumgüter, Dienstleistungen und Industrieausrüstung gute Nachrichten. Der Finanzsektor könnte von steigenden Zinsen, einer restriktiven EZB und einer milderen Rezession als ursprünglich befürchtet profitieren. Diese Bereiche dürften für Investoren interessant sein, die an der Konjunkturerholung in Asien partizipieren möchten, sich aber wegen der politischen Risiken in China sorgen machen (siehe unser neues Schwerpunktthema „Indirektes Asienengagement“).

Chancen in Asien

An Chancen in Asien mangelt es nicht, denn die Region profitiert von dem besseren intraregionalen Handel und der Wiederbelebung der chinesischen Wirtschaft. Wir halten an unserer Übergewichtung von Aktien aus China und asiatischen Schwellenländern fest. In China sollte die Wiedereröffnung zu einem soliden Wachstum führen, da die Verbraucher nach der Abkehr von der Null-Covid-Strategie großen Nachholbedarf haben dürften. Vor der Coronapandemie hatten die chinesischen und asiatischen Verbraucher großen Einfluss auf die Binnenwirtschaft und die Weltkonjunktur – mit spürbaren Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Bei unserer Sektorauswahl nehmen wir in Asien nun eine defensivere Haltung ein. Die treibende Kraft hinter der Aktienmarkterholung wird wohl nicht der Technologiesektor sein, doch die Nachfrage dürfte hier bald wieder anziehen. Liegt der Tiefpunkt einmal hinter uns, sollte sich das in der Wirtschaft und den Marktrenditen der Region positiv bemerkbar machen.

USA: Fundamentaldaten im Fokus

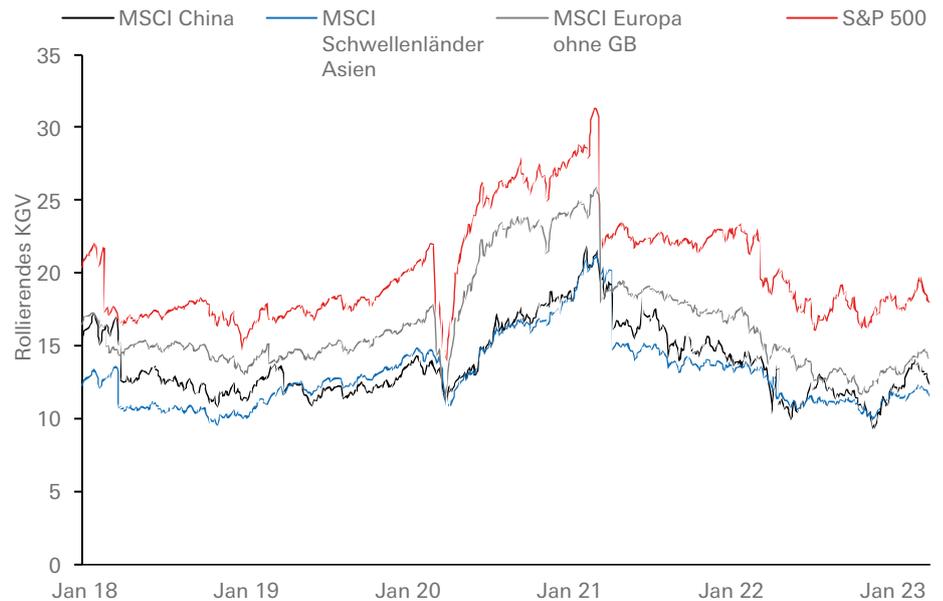
Die US-Notenbank hat sich eindeutig zu dem vom Offenmarktausschuss gesetzten symmetrischen Inflationsziel von 2 % bekannt. Fed-Chef Jerome Powell hofft zwar, dass es nicht zu einer Rezession kommt, stellte aber auch klar, dass der Offenmarktausschuss nicht von seinem Ziel abweichen wird. Vermutlich ist das Ende des geldpolitischen Straffungszyklus der Fed nicht mehr fern. Das sind gute Neuigkeiten für US-Aktienanleger. Wie unsere Analyse zeigt, können Aktienmärkte während längerer Hochzinsphasen jedoch zuweilen stagnieren, bis die Inflation deutlich gesunken ist und Zinssenkungen eingepreist werden können.

Wir gehen davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum über weite Strecken dieses Jahres auf unter 1 % verlangsamen wird, was zu niedrigeren Umsatzvolumina führen dürfte. Angesichts des anhaltenden Inflationsrückgangs werden Unternehmen nach wie vor hohe Preise nicht so einfach an die Endkunden weitergeben können. Daher ist wohl weiterhin mit schrumpfenden Margen zu rechnen. Es dürfte kaum überraschen, dass Analysten für das Jahr 2023 jetzt ein leicht negatives Wachstum der Unternehmensgewinne von -1 % prognostizieren. Die gute Nachricht: Während in der ersten Jahreshälfte ein Gewinnrückgang von 4,4 % erwartet wird, geht man im zweiten Halbjahr von einer Erholung aus (jeweils im Jahresvergleich). Die Prognose 2024 verheißt sogar ein Gewinnwachstum von rund 10 %. Kurzfristig rechnen wir aufgrund der nach unten korrigierten Gewinnerwartungen für 2023 aber mit einer weiteren Konsolidierung am US-Aktienmarkt. Doch langfristig stehen die Renditechancen an den US-Aktienmärkten unserer Einschätzung nach gut.

Anlagestrategie in Kürze

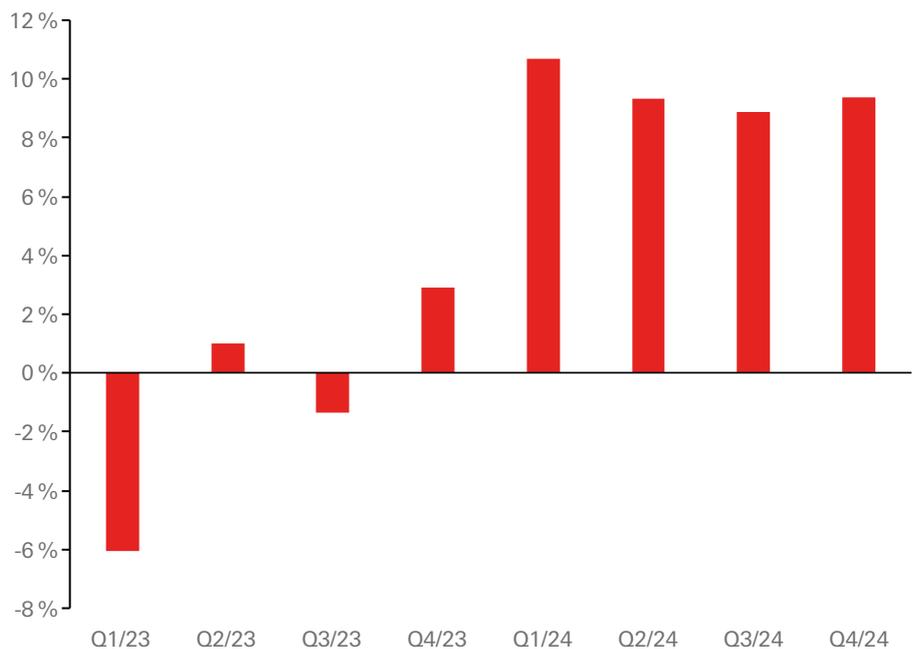
Die Anleger an den weltweiten Aktienmärkten sehen sich weiterhin mit unterschiedlichen Wirtschaftswachstumsraten, anhaltender Inflation, höheren Zinsen und sonstigen Herausforderungen konfrontiert. Da sich die Weltwirtschaft jedoch weniger abzuschwächen scheint wie befürchtet, positionieren wir uns etwas weniger defensiv. Die Zinserwartungen sind allerdings gestiegen und längerfristig höhere Zinsen führen oft-

Bessere Wachstumsaussichten machen Aktien aus China und asiatischen Schwellenländern interessant



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Gewinnprognosen dürften im zweiten Halbjahr 2023 steigen S&P 500: Wachstum Gewinn je Aktie gegenüber Vorjahr



Quellen: Gewinnprognosen laut Bloomberg-Konsensus, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023.

mals zu volatilen Aktienmärkten ohne klare Richtung. Wir konzentrieren uns daher auf Qualitätsunternehmen mit soliden Bilanzen, Cash-Potenzial und geringer Verschuldung. Auch wenn Sektortrends nicht zu vernachlässigen sind, bleibt die Titelauswahl das A und O. Besondere Aufmerksamkeit widmen wir dabei zum einen der Widerstandsfähigkeit der einzelnen Geschäftsmodelle. Zum anderen ist wichtig, ob ein Unternehmen dem durch steigende Zinsen

oder eine nur schleichende Desinflation entstehenden Druck standhalten kann. Die Verbesserung der wirtschaftlichen und finanziellen Fundamentaldaten in Asien dürfte sich weltweit an den Aktienmärkten bemerkbar machen. In den USA könnte eine Aussetzung der Zinserhöhungen den Aktienfundamentaldaten kräftigen Rückenwind bescheren, sobald die Inflation ausreichend gesunken ist und wir uns der Talsohle des Wachstumszyklus genähert haben.

Anleihen

Anleihen bieten nach wie vor attraktive Chancen für Carry-Trades, und wir sind hinsichtlich ihrer im laufenden Jahr zu erwartenden Renditen inzwischen zuversichtlicher gestimmt. Bis auf Weiteres bleiben Anleihen daher auf risikobereinigter Basis unsere bevorzugte Anlageklasse. Unser Blick richtet sich weiterhin auf bonitätsstarke Unternehmensanleihen: Dabei konzentrieren wir uns vor allem auf globale und Schwellenländer-Anleihen mit Investment Grade (IG), aber auch auf IG-Anleihen aus den USA, Europa und dem Vereinigten Königreich im mittleren Segment der Zinsstrukturkurve (d. h. 5-7 Jahre, mittlere Duration).

Übergewichtet

Staatsanleihen: Britische Staatsanleihen

Unternehmens- und Emerging-Markets-Anleihen: IG-Anleihen aus den USA, Europa und GB, Unternehmensanleihen aus Australien und Neuseeland, Hartwährungsanleihen aus den GCC-Märkten und Mexiko, auf Hartwährungen lautende Unternehmensanleihen aus China und Brasilien sowie Lokalwährungsanleihen aus Mexiko und Brasilien

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

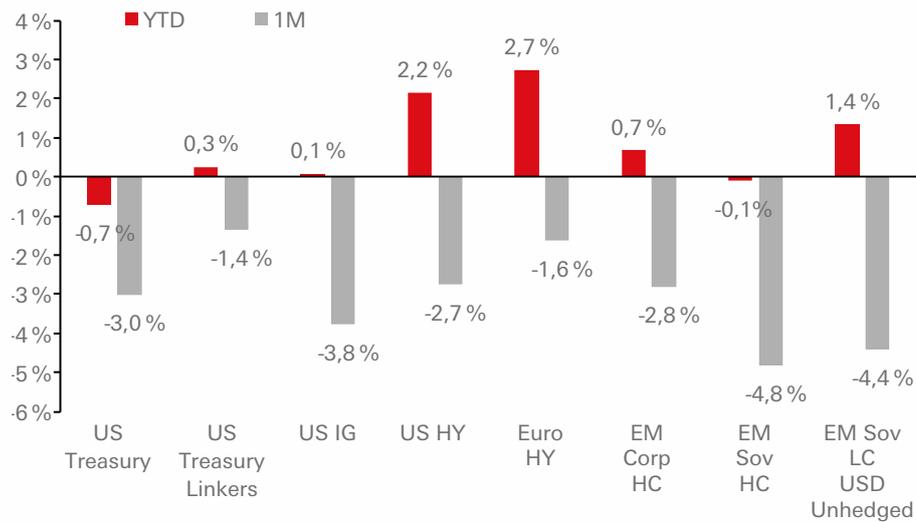
Im vergangenen Monat war an den Anleihemärkten und insbesondere bei den Zinsen in Industrieländern eine interessante Entwicklung zu beobachten: Die Renditen von Staatsanleihen haben den Tiefstand ihrer jüngsten Handelsspannen hinter sich gelassen und die Linie des Trendkanals nach oben durchbrochen. Erklärungen für diese Verkaufswelle gibt es viele: von den restriktiven Äußerungen seitens Vertretern der US-Notenbank Fed und der EZB über stabile Konjunkturdaten (Einkaufsmanagerindizes, Arbeitsmarktdaten) bis hin zur hartnäckigen Kerninflation in den USA und im Euroraum. Aber auch die Erwartung einer Leitzinserhöhung ist im Vergleich zum Januar erheblich gestiegen. So hatte beispielsweise der Fed Funds Future vor zwei Monaten noch einen Spitzenzinssatz von 4,8 % eingepreist. Nun geht man davon aus, dass der Leitzins im Sommer bei knapp 5,5 % liegen dürfte. Diese Sicht teilen wir nicht. Vielmehr rechnen wir damit, dass die Fed den Leitzins am 22. März erneut um 25 Basispunkte auf 5,0 % anheben und im weiteren Jahresverlauf innehalten wird, bevor im zweiten Quartal 2024 dann die Kehrtwende eingeläutet wird.

Dieses rosige Bild einer unerwartet positiven Konjunktur passt jedoch nicht so recht zur schnellsten Straffung der Fed-Politik seit den frühen 1980er Jahren. Die US-Notenbank agiert inzwischen klar restriktiv. Nach mehr als einem Jahrzehnt mit extrem niedrigen Zin-

sen werden sich in der Wirtschaft dadurch sicherlich Risse auftun. Dabei dürfte es insbesondere diejenigen mit hohem Verschuldungsgrad treffen, seien es Privatpersonen, Unternehmen oder Staaten. Die Verteuerung des Schuldendienstes dürfte mehr finanzielle Ressourcen mobilisieren und Konsum wie auch Investitionsausgaben beeinträchtigen. Gleichzeitig werden neue Projekte sicherlich genauer auf Ertragschancen und Machbarkeit geprüft als in der nun hinter uns liegenden Niedrigzinsphase. In welche Richtung die Reise geht, wird stark davon abhängen, wie lange das neue Hochzinsumfeld andauern wird. Wird es sich als vorübergehend erweisen oder eher nicht? Wir tendieren zu Ersterem.

Eine weitere Besonderheit in dieser außergewöhnlichen Zeit ist der Widerspruch zwischen erstens Zinsanlegern, die im späteren Jahresverlauf mit einem Richtungswechsel der Zentralbanken in den Industrieländern rechnen, zweitens Risikoinvestoren (z. B. Aktien, Unternehmensanleihen), die ein Szenario des Soft- bzw. des No-Landing annehmen und drittens politischen Entscheidungsträgern, die die Inflation um jeden Preis bekämpfen. Welche Partei am Ende recht behält, ist schwer zu sagen. Bis dahin dürften diese Unstimmigkeiten weitere Phasen erhöhter Volatilität bei risikobehafteten Anlagewerten und in den Zinsmärkten hervorrufen.

Die Performance von länger laufenden Anleihen leidet unter den jüngsten Zinsanhebungen in den Industrieländern



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Industrieländer: Angesichts des jüngsten Ausverkaufs in den Zinsmärkten haben wir das Durationsziel unserer Allokation in globale Investment-Grade-Anleihen erhöht.

Ungeachtet der besseren Konjunkturdaten in den USA und in Europa sowie der restriktiven Zentralbankpolitik in den Industrieländern sind wir nach wie vor der Meinung, dass die Zinsen ihren zyklischen Zenit (vermutlich im Oktober 2022) überschritten haben. Daher war es unserer Ansicht nach an der Zeit, das Durationsziel unserer Allokation in globalen Investment-Grade-Anleihen (d. h. Investment-Grade-Anleihen aus Industrieländern) von einer „kurzen bis mittleren“ Duration (3–5 Jahre) auf eine „mittlere“ (5–7 Jahre) zu erhöhen. Durch diesen Wechsel können wir attraktive Renditen über einen längeren Zeitraum festschreiben und von stärkeren Kurszuwächsen profitieren, sollten die von uns prognostizierten niedrigeren Zinsen zustande kommen. Unsere Einschätzung bestimmen dabei strukturelle Kräfte, die in der Pandemie erheblich nachgelassen hatten, nun aber allmählich wieder in den Fokus rücken. Diese Kräfte sind vielfältig und reichen vom technologischen Fortschritt und der Demographie bis hin zum hohen Verschuldungsgrad in den Bilanzen staatlicher Industrieländer-Emitenten.

Bei Unternehmensanleihen konzentrieren wir uns weiterhin auf anleihekäuferfreundliche Qualitätsunternehmen mit gesunden Verschuldungsquoten sowie einem niedrigen kurzfristigen Refinanzierungsbedarf. Die am stärksten übergewichteten Positionen sind nach wie vor globale Investment-Grade-Anleihen – dabei behalten wir das Risiko von „Fallen Angels“ (Unternehmensanleihen, die ihr Investment-Grade-Rating verlieren und in das High-Yield-Segment herabgestuft werden) im Auge. Die Verschlechterung der Bonität von Unternehmensanleihen aus Industrieländern (nicht nur „Fallen Angels“) setzte bereits Ende 2021 ein, und wir gehen vorerst von einer Stabilisierung auf diesem niedrigen Niveau aus. Uns ist jedoch bewusst, dass die Konjunkturaussichten ungewiss sind. Zudem hat sich in den USA der Anteil von BBB-Ratings im Markt für Unternehmensanleihen im Verhältnis zur Größe des Investment-Grade-Marktes seit der globalen Finanzkrise im Wert verdoppelt. Daher ist das Risiko von „Fallen Angels“ mit der Zeit drastisch gestiegen. Allerdings gab es in den vergangenen zwölf Monaten auch 47 bzw. 11 „Rising Stars“ (High-Yield-Anleihen, die auf IG heraufgestuft werden) im nordamerikanischen bzw. europäischen Markt für Unternehmensanleihen (nach Angaben von Bloomberg, basierend auf S&P-Ratings).

Die entsprechenden Zahlen der „Fallen Angels“ sind mit gerade einmal 9 bzw. 5 deutlich niedriger, weshalb eine Umkehr des Trends in den kommenden Quartalen durchaus möglich ist. Um Refinanzierungskosten niedrig zu halten, sind Unternehmen weiter bestrebt, ein IG-Rating zu halten, das gleichzeitig der Diversifizierung ihrer Anlegerbasis dient. In der Regel erwarten wir, dass Unternehmen die dafür erforderlichen Maßnahmen ergreifen (durch Schuldenabbau, eine weniger aktionärsfreundliche Politik usw.). Bei der Auswahl von IG-Unternehmen mit niedrigerem Rating gehen wir jedoch lieber auf Nummer sicher und setzen auf jene, die sich durch solide Bilanzen, eine positive Tendenz bei den Bonitätskennzahlen und einen gesunden Cashflow auszeichnen. Die globalen Hochzinsmärkte beurteilen wir angesichts niedriger Bewertungsdifferenzen, die unseres Erachtens keine Entschädigung für das Risiko einer harten Landung der Industrieländer sind, weiter neutral.

Auf Sektorebene konzentrieren wir uns weiterhin auf Unternehmen aus der Energie-, Technologie- und Finanzbranche und setzen bei Letzteren eher auf das höhere Ende der Kapitalstruktur (siehe unser Schwerpunktthema „Finanzanleihen aus Industrieländern: aufwärts in der Kapitalstruktur“).

Kurzfristzinsen preisen nun die höchsten Leitzinsen der USA und der Eurozone in diesem Zyklus ein



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Schwellenländer: Fokus auf Qualitätsanleihen

Auf Hartwährungen lautende Unternehmensanleihen aus Schwellenländern gaben 2022 um 13,8 % nach und erzielten damit die schlechteste Performance seit 2008. Neben den steigenden Zinsen machten der Anlageklasse auch der Russland-Ukraine-Konflikt und der Zusammenbruch chinesischer Immobilienentwickler zu schaffen. Mit 47 Basispunkten fiel der Anstieg der Credit-Spreads des Indexes JP Morgan CEMBI Broad jedoch relativ moderat aus.

Die Bonitätskennzahlen von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern sind weiterhin gut und im Durchschnitt stärker als die von IG- und HY-Anleihen aus Industrieländern. Die Nettoverschul-

dung von HY- und IG-Anleiheemittenten aus Schwellenländern wird auf 1,8 bzw. 0,9 geschätzt. Ohne chinesische Immobilienentwickler und russische/ukrainische Unternehmen sind die Ausfallquoten von HY-Unternehmensanleihen aus Schwellenländern vergleichbar mit den Ausfallquoten von US-Hochzinsanleihen, die bei 1,8 % liegen.

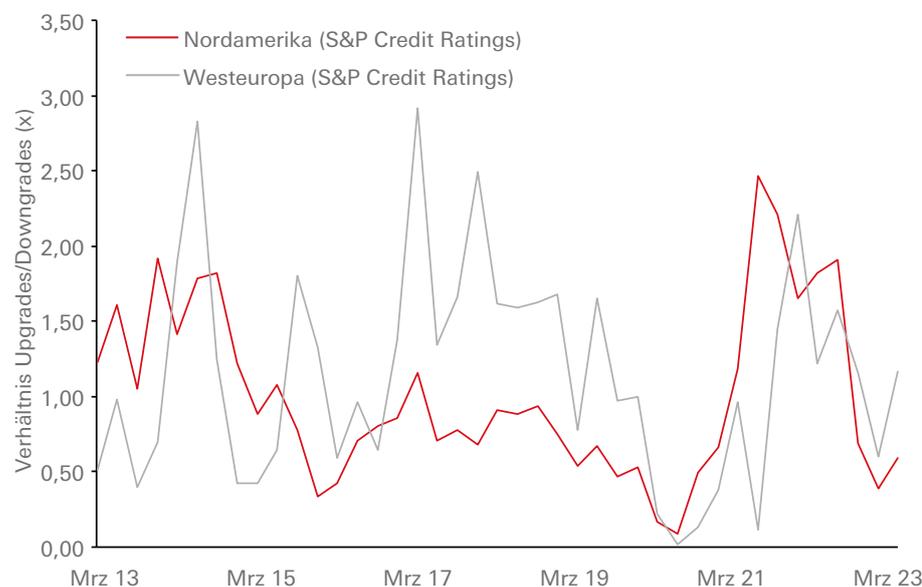
Wir bleiben angesichts des ungewissen Ausblicks für die Weltwirtschaft und des längerfristig höheren Zinsumfelds in den USA vorsichtig und konzentrieren uns daher auf Qualitätsanleihen. Übergewichtet sind asiatische IG-Anleihen und Unternehmensanleihen mit höherem Rating aus dem Nahen Osten, Brasilien und Mexiko. Zudem investieren wir ge-

zielt in solide Unternehmensanleihen aus anderen Regionen, hauptsächlich in Rohstoffproduzenten, Finanz- und Technologieunternehmen.

Bereits im Oktober 2021 haben wir auf Hartwährung lautende chinesische Unternehmensanleihen auf eine neutrale Position herabgestuft. Seither nehmen wir Qualitätswerte ins Visier. Dieser Schritt war notwendig, um die Unsicherheit im Hinblick auf den Immobiliensektor zu berücksichtigen und Extremrisiken durch einen Ansteckungseffekt abzumildern. Seitdem hat sich einiges verändert: In China sind starke positive Impulse zu erkennen, wie beispielsweise das sukzessive Wiederhochfahren der Wirtschaft und die Konzentration auf das Wirtschaftswachstum. Gleichzeitig sollten die Anleihemärkte in Asien insgesamt davon profitieren, dass der US-Dollar und die US-Staatsanleiherenditen ihren Höchststand erreicht haben, Investoren in geringem Umfang investiert und die Bewertungen attraktiv sind. Wir konzentrieren uns weiterhin auf Qualitätswerte und ziehen dabei chinesische Staatsbetriebe, TMT- (Technologie, Medien und Telekommunikation) sowie Finanzwerte vor.

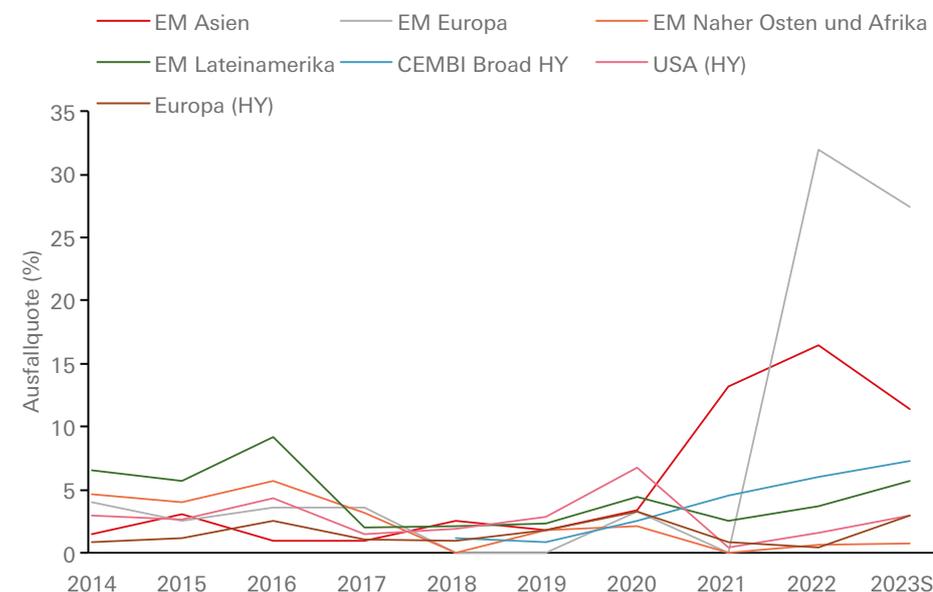
Bei Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern behalten wir unsere neutrale Haltung bei, da die weltweiten Risiken hoch bleiben und die Haushalts- und Leistungsbilanzen der Schwellenländer unter Druck setzen. Positiv sind wir lediglich gegenüber den beiden lokalen Märkten Brasilien und Mexiko eingestellt.

Die Abwärtsmigration der Ratings setzte bereits Ende 2021 ein – wir rechnen mit einer Stabilisierung



Quellen: HSBC Global Private Banking, Bloomberg, Stand: 14. März 2023

Ausfallquoten von EM-Unternehmensanleihen (ohne Sonderfälle Russland/Ukraine, chin. Immobiliensektor) bleiben moderat



Quellen: HSBC Global Private Banking, JP Morgan, Schätzungen, Stand: 14. März 2023

Währungen und Rohstoffe

Nachdem der US-Dollar seit Oktober zunächst massiv an Wert verloren hatte, zeigte er sich in Erwartung einer restriktiveren Geldpolitik und angesichts überraschend starker US-Konjunkturdaten jüngst wieder robuster. Da die Märkte noch weitere Zinserhöhungen eingepreist haben und die Zinsen längerfristig hoch bleiben dürften, ist ein starker Abwärtstrend für den Greenback im zweiten Quartal 2023 eher unwahrscheinlich. Wir rechnen aber damit, dass die Kursentwicklung ab dem dritten Quartal für den Rest des Jahres wieder nach unten tendiert. Kurzfristig wird der Fokus angesichts des anhaltenden Inflationsdrucks wohl weiter auf der Geldpolitik der Fed liegen. Auf längere Sicht dürften die umfassenden Straffungsmaßnahmen das US-Wachstum jedoch bremsen. Auch wenn die beispiellose Entwicklung in den USA durch die jüngsten Konjunkturdaten gestützt wurde, halten wir deren Effekt für überbewertet und rechnen mittel- bis langfristig mit Abwärtsrisiken.

Der US-Dollar wird unseres Erachtens auch im zweiten Quartal den Ton angeben. Um die Währungsdynamik besser beurteilen zu können, werden die Marktteilnehmer sicherlich auch die Konjunkturdaten im Auge behalten. Positive Überraschungen aus den USA könnten dabei den Dollar stützen, doch in Anbetracht der jüngsten Korrekturen am US-Leitzins und schon jetzt starker Wirtschaftsdaten glauben wir, dass ein Großteil des Aufwärtspotenzials bereits eingepreist ist. Wir denken deshalb, dass sich

Positiv

G10-Staaten: EUR, GBP, JPY, AUD und NZD

Schwellenländer: BRL, SGD und THB

Neutral

G10-Staaten: CHF und CAD

Schwellenländer: RMB, INR, IDR, PHP, TRY, ZAR und MXN

Rohstoffe: Gold, Silber und Öl

Negativ

USD

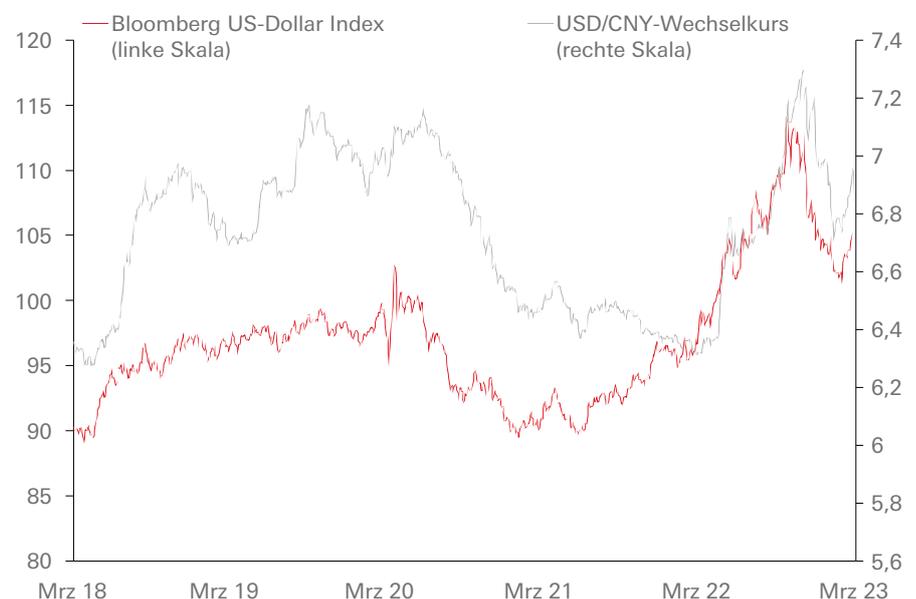
die Abwärtsrisiken stärker auf die Leitwährung auswirken könnten und sich ein rasches Nachlassen der Konjunkturtrei-

ber schnell in einem schwächeren US-Dollar bemerkbar machen würde.

Zudem könnte das Erreichen des Zinshöhepunkts in den USA die globale wirtschaftliche Erholung durch günstigere Finanzierungsbedingungen beschleunigen und damit den Abwärtsdruck auf den US-Dollar noch verstärken. Wir gehen davon aus, dass dies nach einer gewissen Konsolidierungsphase etwas später in diesem Jahr auch so eintreten wird.

Eine Abschwächung des US-Dollars dürfte eine Rallye bei den anderen Währungen auslösen, wie es bereits bei der ersten, umfangreichen Verkaufswelle des US-Dollars von Oktober letzten bis Januar diesen Jahres zu beobachten war. Aufgrund der Bedeutung der US-Währung und der US-Anleiherenditen

Der US-Dollar dürfte kurzfristig volatil bleiben, im weiteren Jahresverlauf jedoch nachgeben



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.



für die Devisenmärkte wird es unserer Ansicht nach zu einer nachhaltigen Veränderung der Währungsdynamik kommen, sobald sich an den Märkten die Hoffnung auf ein Ende der hohen Zinsen zeigt. Währungen mit stabilen Konjunkturfaktoren und einem geringeren Inflationsdruck dürften sich dabei besser entwickeln als der Greenback. Der Euro und das britische Pfund sollten von diesem Umfeld profitieren können.

Die chinesische Wirtschaft dürfte sich weiter erholen, auch wenn die diesbezüglichen Erwartungen bereits übertroffen wurden. Dadurch sollte sich die Stimmung an den globalen Märkten insgesamt aufhellen – zulasten von vermeintlich sicheren Häfen und zugunsten risikoreicherer Währungen.

Die Erwartungen an das globale Wachstum nähern sich dem Tiefpunkt. In dieser Situation rechnen wir mit Kursanstiegen

beim australischen Dollar, dem neuseeländischen Dollar und dem japanischen Yen. Die derzeit noch restriktive Ausrichtung in Australien und Neuseeland wird diese Währungen nicht wesentlich unterstützen, da die Geldpolitik dort bereits ordentlich gestrafft wurde und kaum weiterer Spielraum besteht. Aber im Falle des Yen, der lange Zeit mit Negativrenditen konfrontiert war, könnte sich ein geldpolitischer Paradigmenwechsel enorm positiv auswirken. Das erklärt unseren trotz der zunehmend optimistischeren Stimmung an den Weltmärkten konstruktiven Ausblick: Unseres Erachtens ist die Geldpolitik für die weitere Entwicklung des Yen derzeit wichtiger als sein Status eines sicheren Hafens.

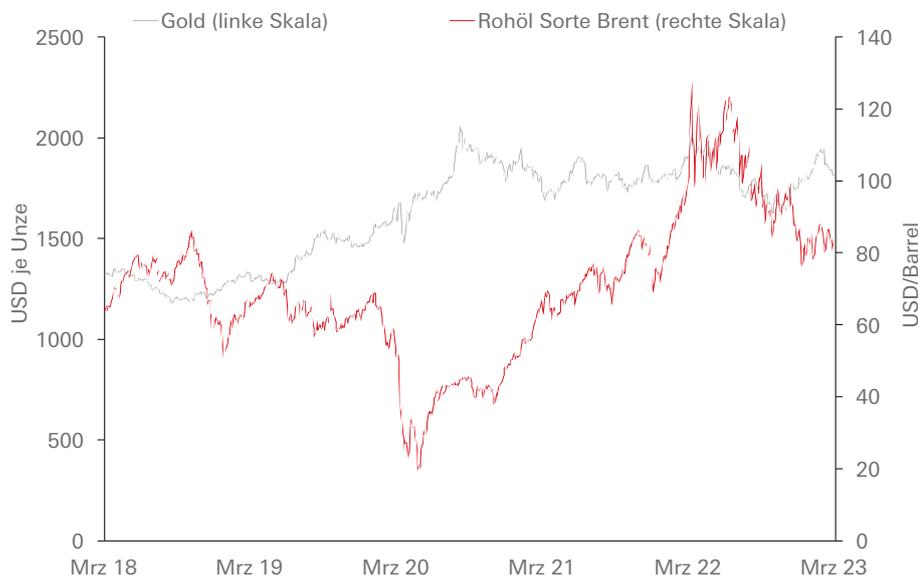
Ein schwacher US-Dollar und ein vorteilhaftes Risikoumfeld dürften auch Schwellenländerwährungen weiter stärken. Für unsere Währungsauswahl sind

allerdings wirtschaftliche Faktoren ausschlaggebend. In diesem Umfeld sind Währungen mit einem relativ starken Konjunktur- oder Renditevorteil die voraussichtlichen Gewinner, darunter der brasilianische Real.

Der Renminbi könnte von der wirtschaftlichen Wiederbelebung und der Wachstumsorientierung profitieren, die seit dem Ende der „Null-Covid“-Politik im Reich der Mitte zu beobachten sind: Die Wirtschaft wird angekurbelt und es fließen mehr Investitionen ins Land. Auch eine Veränderung des Risikoappetits der Anleger könnte der Währung zugutekommen. Allerdings bestehen trotz der starken Konjunkturdaten nach wie vor Abwärtsrisiken, und die lockere Geldpolitik der chinesischen Zentralbank (PBOC) könnte dazu beitragen, den Aufwärtstrend zu verringern und die Währung wettbewerbsfähig zu halten.

Ein konjunktureller Aufschwung in China könnte zudem die Nachfrage nach einigen Rohstoffen beflügeln – darunter Silber, das in der Industrie- und dem produzierenden Gewerbe vielfach Verwendung findet, sowie Öl für den Transport- und den Reiseverkehrssektor. Diese Rohstoffe könnten auch auf eine Verbesserung des globalen Marktumfelds positiv reagieren. Ganz anders bei Gold: Seine Rolle als Zufluchtwährung könnte dem Edelmetall in einer Phase höherer Risikobereitschaft und längerfristig hoher Zinsen eher zu schaffen machen. Wir glauben jedoch, dass der Abwärtstrend des US-Dollars eine schwache Gold-Performance abmildern wird und goldbasierte Anlagen sich von ihrem Zweijahrestief erholen können.

Gold und Rohöl beurteilen wir neutral



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Hedgefonds

Von Oktober bis Januar kam es an den Märkten angesichts der Mäßigung der Inflationsraten zu einer Erholungsrally, die von einer höheren Risikobereitschaft geprägt war. Dieser Risikoaffinität zum Trotz setzen wir weiterhin auf Hedgefonds-Strategien mit einem vorsichtigen oder diversifizierten Ansatz. Die Inflation hält sich hartnäckig, was darauf hindeutet, dass die Zinsen noch längere Zeit hoch bleiben werden, was wiederum die Ausprägung von Markttrends und die Performance riskanterer Strategien einschränken könnte. Hedgefonds können die für die aktuelle Phase des Fed-Zinszyklus typische Volatilität jedoch nutzen, um Alpha zu generieren.

Risiko? Nein, danke – und zwar mit Macro-, Multi-Strategie- und Multi-Manager-Fonds

Es dürfte wenig überraschen, dass wir Macro-Fonds, die sich auf bestimmte Märkte konzentrieren, nach wie vor posi-

tiv gegenüberstehen. Wir rechnen zwar nicht mehr mit so vielen direktionalen Chancen wie im letzten Jahr, doch das Umfeld für Macro-Strategien dürfte aussichtsreich bleiben. Dafür sorgen die Ungewissheit im Hinblick auf die weitere konjunkturelle und geldpolitische Entwicklung, die regionalen Unterschiede und die nach wie vor starken Preisschwankungen von Vermögenswerten. Die Fed und auch andere Zentralbanken nähern sich dem Ende ihres jeweiligen Straffungszyklus, doch da jede Zinsanhebung nur mit Verzögerung in der Wirtschaft ankommt, besteht durchaus das Risiko einer geldpolitischen Über- oder Untersteuerung.

Bei Managed Futures behalten wir unsere neutrale Haltung bei, und marktneutrale systematische Strategien beurteilen wir weiter neutral bis positiv. Unsere Einschätzung zu systematischen Multi-Strategie-Fonds haben wir auf neutral bis positiv angehoben.

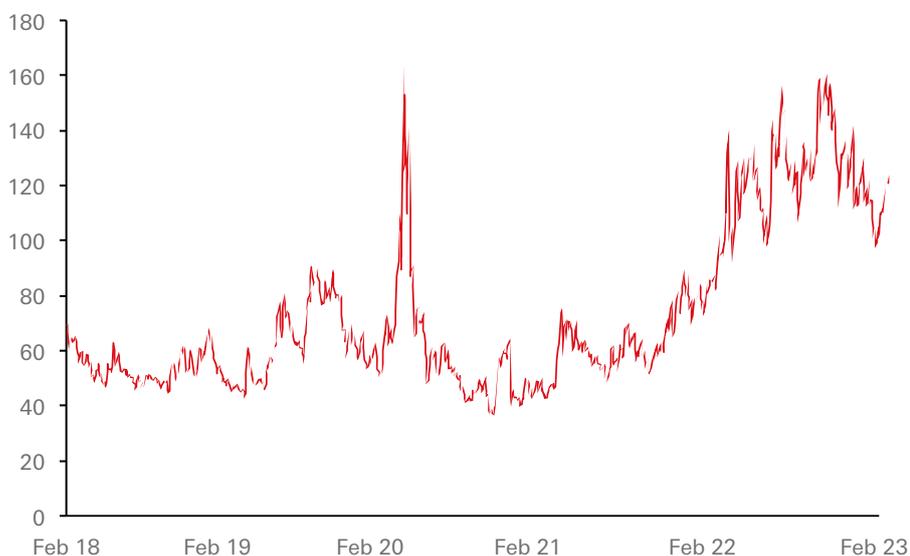
Die Prognosesicherheit ist bei Managed Futures bekanntermaßen gering. Ihre Renditeeigenschaften machen sie aber

trotzdem zu einem wertvollen Portfolio-Element: Sie bieten eine langfristig niedrige Korrelation zu Risikoanlagen, bei einer Normalisierung der Zinsen eine positive Wertentwicklung und sowohl in steigenden als auch in fallenden Märkten Gewinnpotenzial. Positiver beurteilen wir Ansätze mit Allokationen in alternativen Märkten.

Für aktienmarktneutrale Strategien ist die gegenwärtige breite Streuung zwischen Sektoren, Faktoren und Themen von Vorteil. Auch eine sehr selektive Titelauswahl liefert gute Ergebnisbeiträge.

Unsere Einschätzung zu Multi-Strategie- und Multi-Manager-Fonds bleibt durchweg positiv. Führende Multi-Manager-Gesellschaften zeichnen sich – gerade in unsicheren Zeiten – durch exzellente Risikomanagementprozesse sowie durch ihre Fähigkeit aus, talentierte Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten. Im Anleihebereich bleibt der Handel in Zinsprodukten angesichts der Maßnahmen, mit denen die Fed die Inflation eindämmen will, attraktiv.

Volatilität bietet Chancen für Hedgefonds



Quellen: Bloomberg, HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Unternehmensanleihen werden immer interessanter, weshalb manche Fondsmanager hier neue Teams aufbauen; ihr besonderes Interesse gilt dabei häufig strukturierten und ausfallgefährdeten Anleihen. Auch Rohstoffe sind für bestimmte Fonds eine gute Alpha-Quelle. Für Fusionsarbitrage und Aktienarbitrage-Geschäfte im Zuge von Indexanpassungen sind die Chancen hingegen auch weiterhin rar gesät.

Risiko? Ja, bitte – und zwar mit asiatischen Long/Short-Aktienpositionen

Equity-Long/Short-Strategien, die sich auf die USA und Europa konzentrieren, beurteilen wir weiter neutral, derartige Strategien mit Schwerpunkt Asien hingegen etwas positiver. Die weltweiten Aktienmarktbewertungen liegen nah am Fair Value, wobei Aktien in Europa, dem Vereinigten Königreich und Japan günstiger bewertet sind als in den USA. Die Bewertungen von US-Aktien wurden nach Kursverlusten auf ihren rollierenden Zehnjahresdurchschnitt gedrückt. Wir rechnen allerdings mit weiteren Ab-

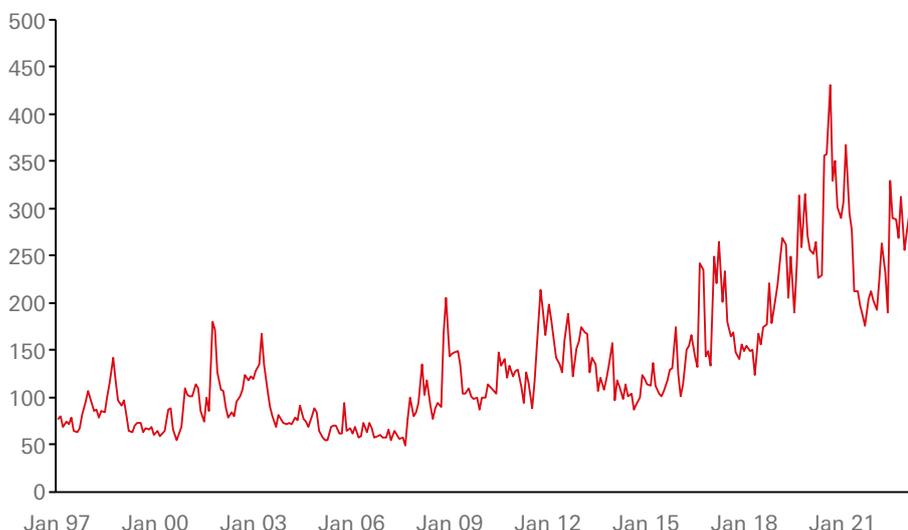
wärtskorrekturen der Gewinnschätzungen. Aus diesem Grund konzentrieren wir uns auch künftig auf Fonds mit einem geringeren Nettoengagement, die flexibel und handelsorientiert sind. Auf der Long-Seite bieten sich in Branchen, die mit guten langfristigen Wachstumsaussichten und einer auch in Krisenzeiten resilienten Ertragskraft aufwarten können, weiterhin gute Möglichkeiten zum Positionsaufbau. Auf der Short-Seite setzen die Fondsmanager vor allem auf Unternehmen, die in den vergangenen Jahren von niedrigeren Zinsen und hohen Umsätzen profitieren konnten.

Bei Event-Driven-Strategien halten wir an unserer neutralen Positionierung fest und bevorzugen weiterhin Manager, die über umfangreiche Erfahrung in den verschiedenen Teilstrategien verfügen. Da die Marktbewertungen in den USA immer noch hoch sind und die restriktive Geldpolitik die Kapitalkosten in die Höhe treibt, ist die Aktivität bei Unternehmenstransaktionen deutlich zurückgegangen. Das zeigt sich vor allem am globalen M&A-Volumen, bei dem ein Minus von

37 % verzeichnet wurde; die US-Aktivitäten nahmen um 33 % ab. Trotz der weltweit gesunkenen Risikobereitschaft sind aktivistische Investoren weiter rührig: Hier waren 36 % mehr neue Initiativen zu beobachten als im Vorjahr.

Im Hinblick auf Unternehmensanleihen steigt unsere Zuversicht. Unser Augenmerk richtet sich dabei weiterhin auf die deutlichen Verbesserungen bei den Spreads, den Carry-Erträgen und der Renditestreuung, denn wir glauben, dass der nächste Kreditzyklus näher rückt. Der Umfang und die Beständigkeit der sich bietenden Chancen scheint weitgehend davon abhängig zu sein, wie entschieden die Zentralbanken künftig im Kampf gegen die Inflation sowie bei der Normalisierung ihrer Geldpolitik und dem Abbau ihrer Bilanzen vorgehen. Doch allein dank der Größe des Universums aus Unternehmensanleihen dürften sich zahlreiche Chancen bieten, von denen sich einige bereits abzeichnen.

Policy Uncertainty Index (Baker, Bloom & Davis)



Quelle: HSBC Global Private Banking, Stand: 14. März 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Private Markets

Das erste Quartal 2023 folgte einem ähnlichen Muster wie das zweite Halbjahr 2022: Das Transaktionsvolumen war niedrig, indessen die Fremdkapitalkosten stiegen und die Unternehmensmargen unter Druck gerieten. Wir vernehmen jedoch auch positive Signale, denn die eingeworbenen Mittel bleiben auf einem starken Niveau. Gleichzeitig dürfte reichlich freies Kapital vorhanden sein, mit dem Manager von den niedrigen Bewertungen profitieren können. In der Vergangenheit haben direkt nach einem wirtschaftlichen Abschwung aufgelegte Fonds mit die stärksten Erträge generiert.

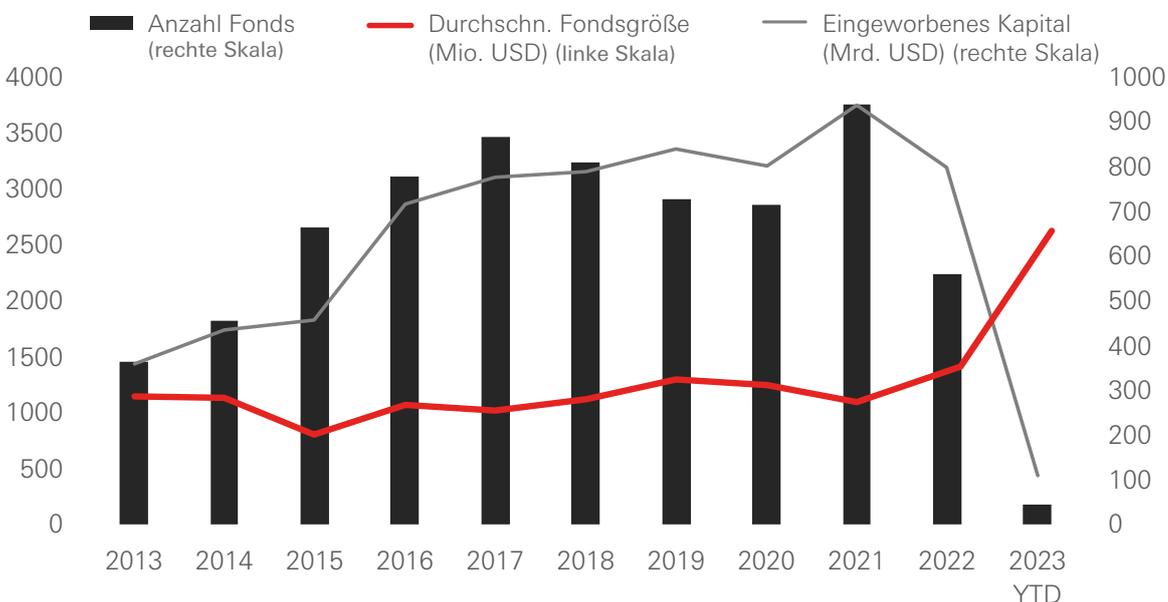
Kurz vor Ende des ersten Quartals 2023 bleiben die ökonomischen Rahmenbedingungen wechselhaft. Das gilt für die Weltwirtschaft ebenso wie für Private Equity. Der IWF rechnet für das Jahr 2023 mit einem Weltwirtschaftswachstum von 2,9 %, und manche Analysten prognostizieren sogar eine weltweite Rezession – das belastet auch den gesamten Investitionszyklus der Private-Equi-

ty-Branche. Die Ruhe am M&A-Markt hat die Investitionsmöglichkeiten verknappt, die steigenden Zinsen haben zu anspruchsvolleren Finanzierungsbedingungen sowie einem Rückgang der Liquidität geführt, und die höheren Material- und Personalkosten haben die Unternehmensmargen unter Druck gesetzt. Der IPO-Markt ist in einen Winterschlaf gefallen, weshalb Ausstiegsoptionen Mangelware sind. Doch es gibt in der Private-Equity-Branche auch Lichtblicke. Wie schon im zweiten Halbjahr 2022 war das Transaktionsvolumen zu Jahresbeginn 2023 weiterhin niedrig. Grund dafür waren die durch makroökonomische Einflüsse bedingte Unsicherheit, die große Kluft zwischen den Preiserwartungen von Käufern und Verkäufern sowie die kontinuierlichen Zinserhöhungen, die an börslichen Märkten die Finanzierbereitschaft für Kredite an hochverschuldete Unternehmen (Leveraged Loans) stark eingeschränkt haben. Die Gesamtzahl der Buyout-Transaktionen ist 2022 gegenüber dem Vorjahr um 9,8 %¹ und auf Gesamtwertbasis um 20,3 % gesunken,

wenngleich darauf verwiesen sei, dass der Wert noch immer über dem Vorpendemieniveau lag. 2023 hat sich diese Entwicklung fortgesetzt: In den ersten beiden Monaten wurden nur 6,1 % des Gesamttransaktionsvolumens von 2022 verzeichnet.

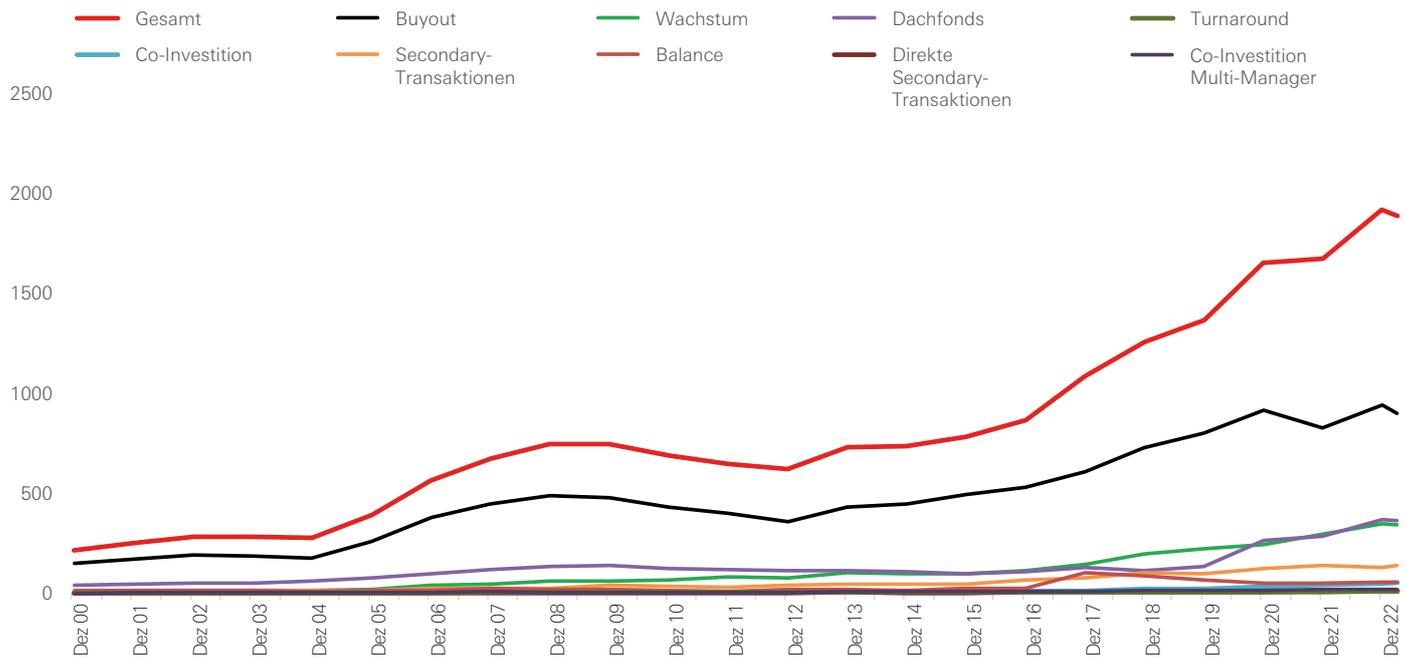
In der zweiten Jahreshälfte dürfte das Transaktionsvolumen jedoch wieder anziehen, denn die Inflation beginnt abzuflauen, die Fremdkapitalmärkte öffnen sich langsam wieder, und eine Erholung börsennotierter Anlagen hilft, das niedrige Bewertungsniveau aus Verkäufersicht zu verbessern. In zwei Teilbereichen des Anlagemarktes konnten wir konstante Aktivitätsniveaus beobachten: im Public-to-Private-Bereich, wo Komplementäre das niedrige Bewertungsniveau auf den Aktienmärkten für sich zu nutzen suchen, sowie bei Carve-outs, da Unternehmen, die unter steigenden Kapitalkosten leiden, versuchen, ertragschwache Unternehmensbereiche zu veräußern. 2022 war die Zahl abgeschlossener Transaktionen gegenüber 2021 in beiden Bereichen gestiegen².

Historische Kapitaleinwerbung im PE-Markt – durchschnittliche Fondsvolumina steigen



Quelle: Preqin, Stand: 14. März 2023

Verfügbare Mittel im PE-Markt seit 2000 ohne Wagniskapital (Mrd. USD)



Quelle: Preqin, Stand: 14. März 2023

Anders als beim Transaktionsvolumen konnte 2022 sowie zu Beginn des Jahres 2023 bei der Kapitalbeschaffung eine gewisse Dynamik aufrechterhalten werden. Zwar warben weniger General Partner ein, was insgesamt zu einem Rückgang bei der Kapitalbeschaffung führte. Im Durchschnitt stieg das Volumen eingeworbenen Kapitals je Fonds im Jahr 2022 jedoch um 51 %³ im Vergleich zum Vorjahr, und im ersten Quartal 2023 wurde bereits ein weiterer Zuwachs verzeichnet (siehe Grafik). Die Komplementäre, die sich am Markt um Kapital bemühen, verzeichnen also eine immer stärkere Investorennachfrage.

Aufgrund der Kombination aus einem stabilen Niveau in der Kapitalbeschaffung und einem reduzierten Transaktionsvolumen bewegen sich die liquiden Mittel im Private-Equity-Markt derzeit auf Rekordniveau. Schätzungen zufolge beliefen sich die für Investitionen verfügbaren Mittel 2022 auf rund 1,9 Bill. USD⁴, wovon knapp die Hälfte auf den Buyouts-Bereich entfällt (siehe Grafik). Das dürfte unseres Erachtens mehr als ausreichen, um kurzfristig die Lücke zu füllen, die der Fremdkapitalmarkt hinterlassen hat, und es Komplementären ermöglichen, von den aus dem aktuellen Umfeld resultierenden niedrigeren Einstiegsbewertungen und

opportunistischeren Transaktionen zu profitieren.

In Anbetracht der Kombination aus verfügbaren Mitteln und dem nicht mehr unbegrenzt verfügbaren günstigen Fremdkapital wird sich der durchschnittliche Fremdfinanzierungsgrad von Transaktionen kurzfristig verringern, nachdem er 2021⁵ ein 20-Jahres-Hoch erreicht hatte. Manager können sich nicht länger auf günstige Schulden verlassen und werden sich stärker auf operative Verbesserungen konzentrieren müssen, um Mehrwert zu schaffen und ihre Erträge zu steigern. Portfoliounternehmen werden ihren Fokus zum Schutz der Margen von Wachstum auf Profitabilität, Kostenkontrolle und Preismacht verschieben. Komplementäre müssen sich an die sich wandelnden Bedingungen anpassen. Erstklassige Fondsmanager dürften den Markt dabei weiter schlagen, womit sich der Abstand zwischen dem oberen und dem unteren Quartil vergrößert. Die Wahl eines Best-in-Class-Managers wird bei Investitionen daher immer wichtiger.

Unterm Strich bleiben wir mit Blick auf das Ertragspotenzial von Private Equity optimistisch. In der Vergangenheit haben direkt nach einem wirtschaftlichen Abschwung aufgelegte Fonds einige der stärksten Erträge generiert, und wir se-

hen keinen Grund, warum es dieses Mal anders sein sollte.

Schlussendlich glauben wir, dass die Private-Equity-Branche trotz der Herausforderungen im Markt gut für langfristiges Wachstum und eine Outperformance gegenüber börsennotierten Anlagen aufgestellt ist. Die Bewertungen könnten sich allerdings kurzfristig weiter verschlechtern. Da die Inflation beginnt abzuflauen und sich die Schuldenmärkte wieder öffnen, bleiben wir mit Blick auf die Statistiken zu den Kapitaleinwerbetätigkeiten zuversichtlich. Unseres Erachtens befindet sich reichlich Liquidität im Markt, weshalb sich insbesondere aus komplexeren Public-to-Private-Deals und Carve-out-Geschäften Kapital schlagen lässt. Die Asset-Klasse Private Equity halten wir noch immer für die richtige Adresse für Anleger, die auf der Suche nach Investitionsgelegenheiten sind und Wert auf die Wahl eines erstklassigen Fondsmanagers legen.

1. Preqin, Anzahl und Umfang von Buyout-Transaktionen, März 2023
2. Preqin, Anzahl und Umfang von Private-Equity-Transaktionen, März 2023
3. Preqin, Historie des eingeworbenen Private-Equity-Kapitals, März 2023
4. Preqin, Verfügbare Mittel in Private Equity, März 2023
5. Bloomberg, „Private Equity's Latest Deal Wave Brings More Leverage Than Ever“, Januar 2022

Immobilien

Der Zinsanstieg hat zwar die Renditen in die Höhe getrieben, doch die Immobilienwerte stehen jetzt unter Druck. Trotzdem wird die Kluft zwischen den Preiserwartungen der Käufer und Verkäufer nicht kleiner – dafür müssten die Kapitalwerte weiter nachgeben. Ein differenzierteres Bild bieten die Mietermärkte: Am erfreulichsten dürften sich langfristig solide Nachfragetreiber wie Wohnimmobilien und Logistikobjekte entwickeln, in der Büroraumvermietung hingegen bleibt die Lage angespannt.

Da die Immobilienrenditen angesichts höherer Zinsen steigen, leidet die Bewertung privater Immobilien. Anders als liquidere Asset-Klassen, insbesondere Aktien und Anleihen, reagieren Immobilienrenditen jedoch träger. Eine genaue Marktwertbestimmung ist schwierig, da sich das zugrunde liegende Bewertungsverfahren in der Regel auf vergleichbare Transaktionsgeschehen stützt. Vor allem

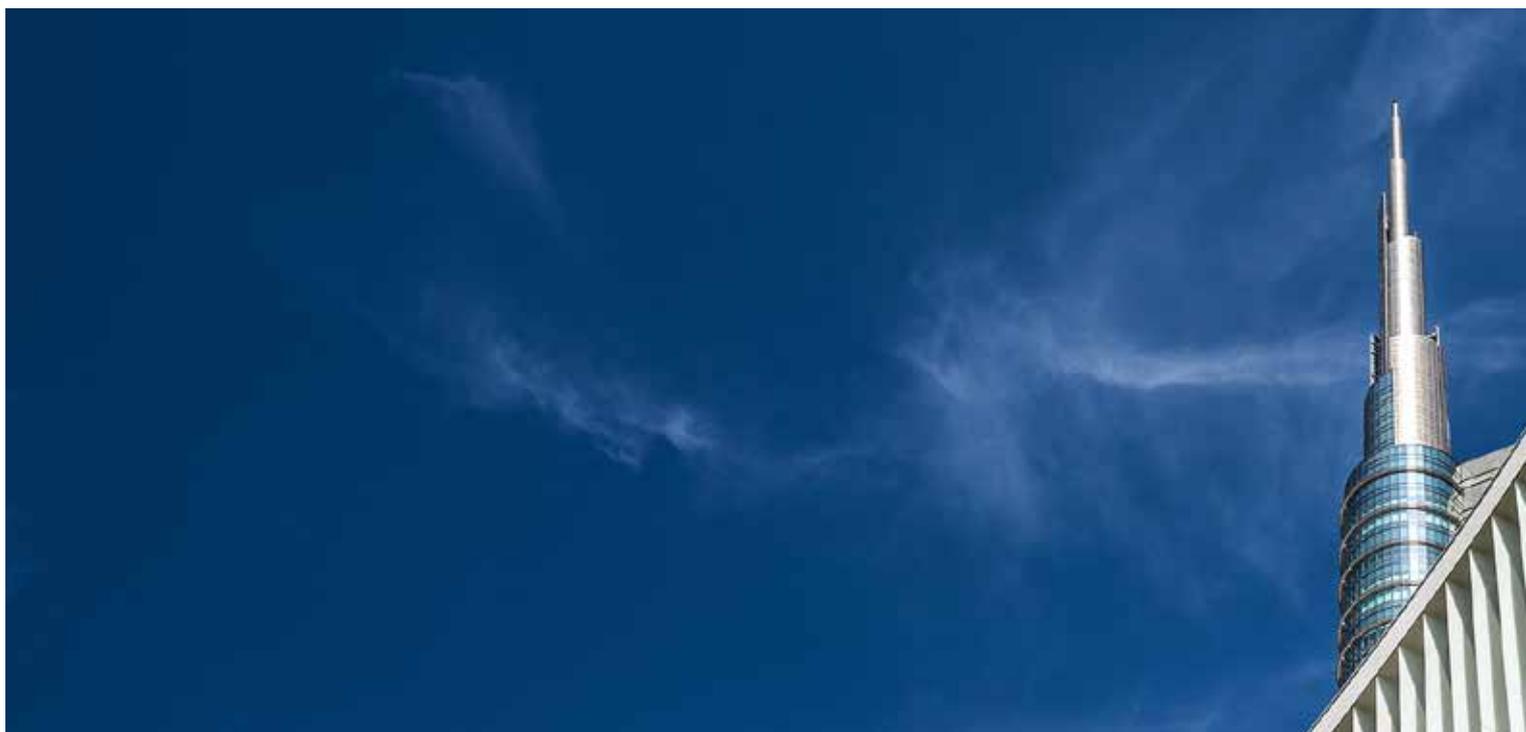
aufgrund der Kluft zwischen den Preiserwartungen von Käufern und Verkäufern ist die Datenlage allerdings dünn.

Ganz anders im Vereinigten Königreich: Die Kapitalwerte sind hier schneller als in früheren Marktkrisen und andernorts gefallen. Möglich war dies vor allem deshalb, weil Gutachter bereitwilliger waren, die Immobilienrenditen trotz fehlender Vergleichswerte höher anzusetzen. Trotzdem ist der Spread zu den Renditen auf Staatsanleihen noch nicht so attraktiv, dass sich die Investitionstätigkeit normalisieren würde.

Kurz gesagt: Der Markt für physische Immobilien stagniert aufgrund einer großen Spanne zwischen Kauf- und Verkaufspreisen. Dabei hat er für Anleger aufgrund der Schwierigkeiten auf Verkäuferseite einiges zu bieten. Nur wenige Eigentümer sind gezwungen, zu verkaufen. Anders als nach der globalen Finanzkrise funktionieren die Kreditmärkte noch und Vermietter setzen in der Regel auf einen niedrigeren Beleihungsauslauf. Allerdings besteht

die Gefahr, dass der Zinsdeckungsgrad unter das verlangte Niveau sinkt, sobald die Darlehen fällig werden und zu höheren Zinssätzen refinanziert werden müssen. Das wiederum könnte mehr Objekte auf den Markt werfen und für mehr Vergleichstransaktionen sorgen, was die Kluft zwischen Käufern und Verkäufern wieder schließen könnte.

Einer Branchenanalyse von Real Capital Analytics (RCA) zufolge brach die Investitionstätigkeit bei Erträge abwerfenden Immobilien im vierten Quartal 2022 weltweit um 64 % gegenüber dem Vorjahr ein – und war damit so niedrig wie noch nie in einem vierten Quartal seit 2012. Nun lagen die Investitionen im vierten Quartal 2021 auch auf Rekordniveau; gleichwohl ist der Rückgang massiv. Am stärksten sank das Volumen in Europa (-66 %) und Nordamerika (-62 %). Weltweit waren sämtliche größeren Sektoren gleichermaßen stark betroffen – von Büroimmobilien (-58 %) bis zu Wohnungen (-72 %).



Während Immobilienkäufe angesichts der aktuellen Bewertungen in allen Sektoren schwierig sind, zeichnen die Fundamentaldaten des Mietermarktes ein differenzierteres Bild. Hier ist zu beachten, dass angesichts höherer Material-, Lohn- und Fremdkapitalkosten in den meisten Sektoren in den nächsten Jahren weniger neue Flächen zur Verfügung stehen dürften. Wenn dann noch die kurzfristige Immobiliennachfrage nachlässt, weil die Konjunktur schwächelt, könnte dies die Branche ausbremsen.

Am pessimistischsten ist nach wie vor unsere Einschätzung des Bürosektors, denn hier greifen sowohl zyklische als auch langfristige Faktoren. Die von der Technologie-, Banken- und Beratungswirtschaft angekündigten Einsparungen haben Vermieter von Büroimmobilien um eine wichtige Nachfragequelle gebracht. Inzwischen stellt das Homeoffice für die Nachfrage nach Geschäftsräumen eine langfristige strukturelle Herausforderung dar. Besonders düster sind die Aussich-

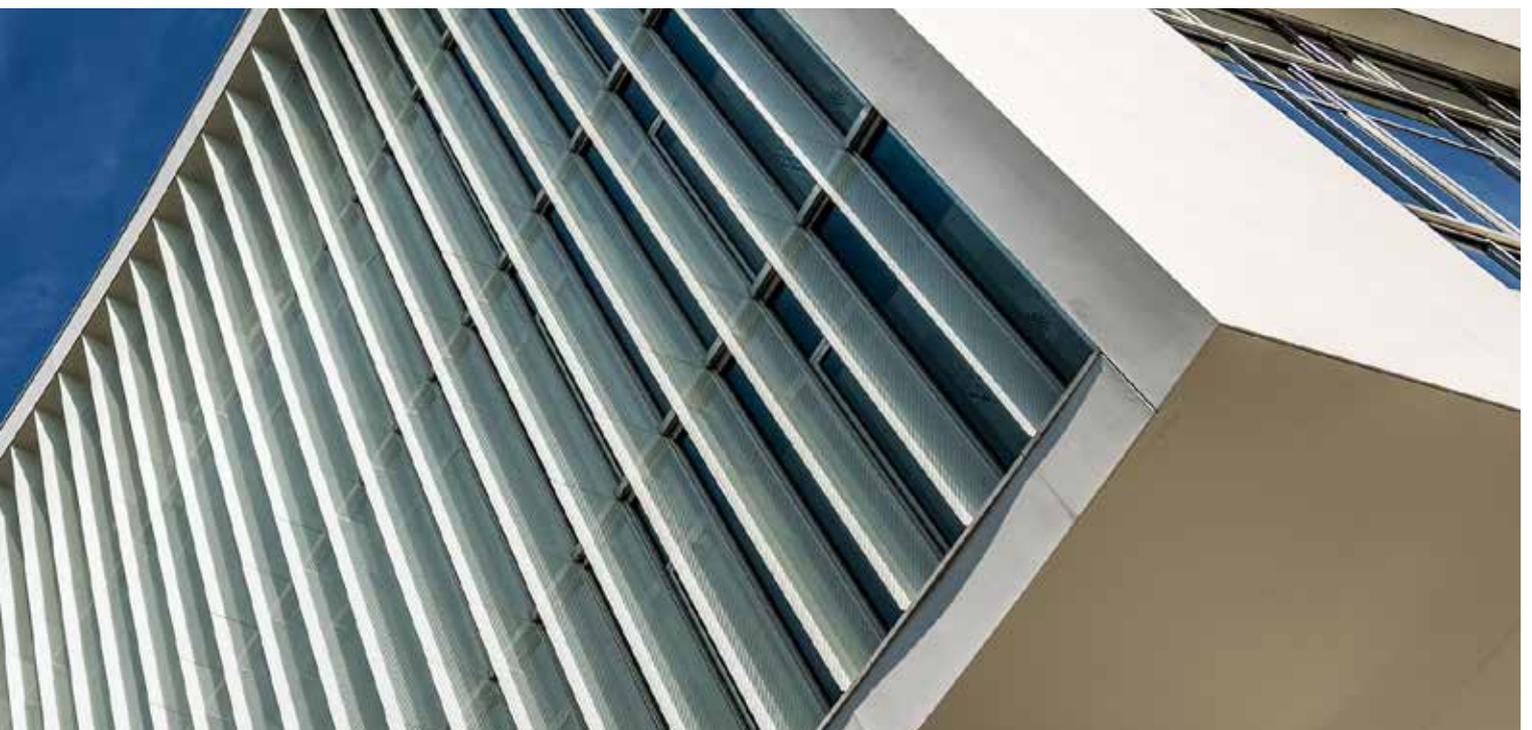
ten in Nordamerika und in Teilen Europas – beispielsweise in der Londoner City.

Global gesehen steht der Logistiksektor bei uns nach wie vor ganz oben. Hier sind die Leerstandsquoten auf einem historischen Tiefstand. Gleichzeitig liegt die Nachfrage deutlich über den langfristigen Durchschnittswerten. Mit Mietsteigerungen ist also weiter zu rechnen, wenn auch das Tempo seit Juni 2022 etwas nachgelassen hat. Unternehmen investieren nach wie vor in die Lagerinfrastruktur und wollen so nicht nur dem geänderten Verbraucherverhalten Rechnung tragen. Vielmehr sollen die Bestände näher an den Endkunden gebracht und so die Lieferketten krisenfester werden.

Bei Mietern wie Anlegern wird das Thema Nachhaltigkeit ein immer wichtigerer Entscheidungsfaktor. Mieter können in grüneren Gebäuden ihre Energiekosten senken und gleichzeitig ihre eigenen Nachhaltigkeitsziele verfolgen. Den Anlegern könnten eine ökologischere Haltung

der Mieter und schärfere regulatorische Anforderungen zu schaffen machen: Sie bleiben womöglich auf Immobilien sitzen, die mit einem „braunen Abschlag“ bestraft werden. Ohne beträchtliche Investitionen seitens der Vermieter droht diesen gestrandeten Vermögenswerten ein erheblicher Wertverlust.

Es wird dauern, bis Immobilienbewertungen das aktuelle Umfeld aus höheren Zinsen, wirtschaftlichem Abschwung und schwächerer Anlegernachfrage widerspiegeln. Börsennotierte Immobilienaktien hingegen werden zum Marktwert bewertet und passen sich schnell an. Aufgrund unserer Annahmen künftiger Mieten und aktueller Renditen gehen wir davon aus, dass sich Immobilienaktien langfristig besser entwickeln als direkte Immobilienanlagen, wenngleich sie schwankungsanfälliger sind.



Autoren HSBC Private Banking

Deutschland



Karsten Tripp



Stefan Schilbe



Tobias Baumeister



Dr. Stefan Kaltepoth



Dr. Diethild Natusch



Henning Häger



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



Laurent Lacroix



Kevin Lyne Smith



Nicoletta Trovisi



Elena Kolchina



Bryan O'Carroll



Guy Sheppard



Jorge Huitron



Alex Grievson



Rodolphe Bohn

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.

Markttrisiko – Das Risiko, finanzielle Verluste bzw. Gewinne zu erlangen, bei näherer Betrachtung eines bestimmten Marktes. Das Markttrisiko 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 2023

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
Nikolas Speer

Amtsgericht Düsseldorf
Handelsregister-Nr. HRB 97562
USt-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 Schillbe

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: 21. März 2023



