

HALBJAHRESAUSBLICK 2023

# Einstiegs punkte?

Wirtschaft und Märkte befinden sich im Übergang. In diesem Umfeld sollten sich Anleger bereithalten, um Chancen zu ergreifen. Unsere Experten geben Einblicke in das, was uns im weiteren Jahresverlauf 2023 und darüber hinaus erwarten könnte.

# Inhalt

---

## MAKROEINSCHÄTZUNG

Besser als befürchtet, aber  
Instabilitätsrisiko bleibt

---

## AKTIENSTRATEGIE

Wenn die Geldpolitik wirkt

---

## FIXED-INCOME-STRATEGIE

Attraktive Renditen,  
aber kein reibungsloser  
Übergang zu erwarten

---

## MULTI-ASSET-STRATEGIE

Flexibilität in einem  
Umfeld, das in Bewegung  
bleibt

# Halbjahresausblick 2023

## Einstiegs punkte?

Für Investoren dürften die nächsten Monate mehr als nur ein paar Wendungen bereithalten. Ganz egal, ob sie vor allem die künftige Zinsentwicklung oder eine mögliche Rezession im Blick haben – Anleger müssen agil bleiben, da sich auch Chancen bieten werden. Erfahren Sie, wie Sie sich für das bereitmachen, was kommt, und die Einstiegsmöglichkeiten nutzen, die sich in Übergangsphasen der Märkte häufig eröffnen.

### Das Wichtigste in Kürze

- Die Inflation ist immer noch hoch und ein wirtschaftlicher Abschwung wahrscheinlich. Daher könnte die zweite Jahreshälfte holprig werden, zumal die Markterwartungen in wichtigen Bereichen angepasst werden könnten.
- Da zum Beispiel der Kampf gegen die Inflation immer noch nicht gewonnen ist, könnten sich die Zentralbanken – selbst nach einer Zinspause – gezwungen sehen, die Zinsen noch weiter anzuheben, bevor sie die Trendwende einläuten und zu einer Lockerung ihrer Geldpolitik übergehen.
- Ein derartiger Wendepunkt könnte kommen, wenn sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt und die Zentralbanken ihre Zinspolitik überdenken. Anleger könnten dies zum Anlass nehmen, ihr Risiko an das neue Marktumfeld anzupassen.
- Wenn das Timing stimmt, könnten sich potenzielle Einstiegspunkte bei Aktien, Hochzinsanleihen und Rohstoffen eröffnen. Interessant wären dann Unternehmen mit Preissetzungsmacht sowie Unternehmen, die nicht nur vernünftig bewertet sind, sondern auch von strukturellen Trends profitieren.
- Für Investoren wie auch Unternehmen wird die Resilienz eine wichtige Rolle spielen, da hohe Zinsen zu einer weiteren Destabilisierung des Finanzsystems führen könnten. Halten Sie die Augen offen und seien Sie bereit, eventuelle Chancen zu nutzen.

## MAKROEINSCHÄTZUNG

# Besser als befürchtet, aber Instabilitätsrisiko bleibt



**Stefan Hofrichter**  
Head of Global  
Economics &  
Strategy

Beginnen wir mit der guten Nachricht. Seit Ende 2021 haben sich die globalen Lieferketten weitgehend normalisiert: Der Global Supply Chain Pressure Index der Federal Reserve Bank of New York notiert aktuell in der Nähe historischer Tiefpunkte. Bei ansonsten unveränderten Parametern dürfte dies zumindest dazu beitragen, die Warenpreis-inflation zu dämpfen. Aktuelle Daten der OECD<sup>1</sup> zufolge wächst die globale Wirtschaftsaktivität mit Raten von knapp 2,5%. Das ist sicherlich nicht überragend, aber deutlich besser, als noch im Winter befürchtet wurde.

Die vergangenen Monate waren auch für Anleger sehr erfreulich: Gemessen am MSCI World Index haben globale Aktien von Oktober 2022 bis Mitte Juni 2023 eine reale (um die US-Inflation bereinigte) Rendite von rund 10% erzielt. Dank der seit Jahresanfang relativ stabilen Anleiherenditen haben auch Anleihen Anleger positive nominale Erträge erzielen können.

Sind wir also wieder zu einem „Goldlückchen“-Umfeld zurückgekehrt, das förderlich für alle großen Anlageklassen ist und in dem die Wirtschaft weder zu kalt noch zu heiß ist?

Das könnte eine übereilte Schlussfolgerung sein: Wir sehen mehrere Herausforderungen auf uns zukommen und für Anleger könnten die nächsten Monate holprig werden.

## 1 Die Inflation bleibt hoch.

Die Gesamtinflation hat sich – vor allem dank des Rückgangs der Energiepreise – abgeschwächt. Die annualisierte, also auf das Jahr hochgerechnete, Kerninflation (ohne die stark schwankenden Energie- und Lebensmittelpreise) liegt jedoch bereits seit mehreren Quartalen bei 4% bis 5% und damit deutlich über dem Zielwert der Zentralbanken von 2% (siehe Abbildung 1). Wie wissenschaftliche Untersuchungen und unsere eigenen Analysen zeigen, dauert es nach einer längeren Phase einer hohen Inflation in der Regel länger, bis der Preisdruck nachlässt. Grund dafür sind Zweitrundeneffekte wie Lohnerhöhungen.<sup>2</sup> Auch sollte bedacht werden, dass die Leitzinsen auf dem aktuellen Niveau noch nicht sehr restriktiv sind. Die Märkte sind optimistisch, dass die US-Notenbank (Fed) als wichtigste Zentralbank der Welt die Zinsen in der zweiten Jahreshälfte senken wird. Angesichts der anhaltenden Inflation bezweifeln wir jedoch, dass sich die Fed einen solchen Schritt leisten können wird, und rechnen mit weiteren Zinserhöhungen. Tatsächlich hat die Fed bei der jüngsten Sitzung ihres Offenmarktausschusses im Juni angedeutet, dass bis zum Jahresende noch zwei weitere Zinserhöhungen anstehen könnten. Und die Europäische Zentralbank (EZB) wird ihren Leitzins vermutlich stärker anheben müssen, als die Märkte derzeit eingepreist haben. Daher sehen wir nur begrenztes Potenzial für einen weiteren Rückgang der Anleiherenditen.

## 2 Unser Basisszenario sieht die USA und Europa vor Jahresende in einer Rezession.

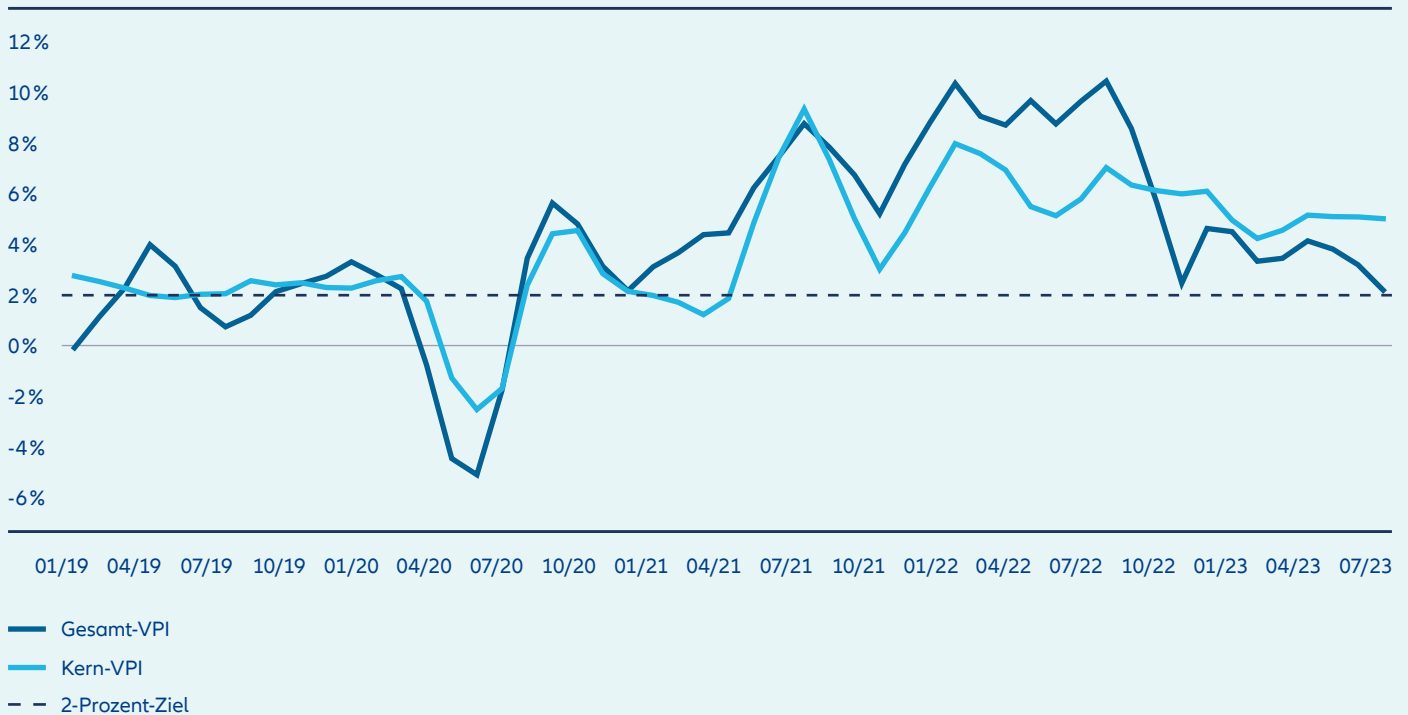
Häufig erhobene Datenpunkte deuten zwar weiterhin auf eine kurzfristig anhaltende Expansion der

1) Organisation for Economic Cooperation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung).

2) Quelle: **BIS Papers No 133 The two-regime view of inflation von Claudio Borio et al, März 2023.**

## Abbildung 1: Wann wird die Kerninflation nachlassen?

US-Inflation, 3 Monate, annualisiert



Quelle: AllianzGI Economics & Strategy, Bloomberg. Stand der Daten: 14. Juni 2023.

Wirtschaftstätigkeit hin. Mehrere Frühindikatoren untermauern jedoch unsere Rezessionsprognose: die Inversion der Zinskurven, der Rückgang der Geldmenge und das Erreichen des Höhepunktes im Finanzzyklus (ein Maß der gemeinsamen Dynamik der Wohnimmobilienpreise und der Verschuldung des privaten Sektors). Wenn die Zentralbanken in der Vergangenheit die Zinsen zur Bekämpfung der Inflation sehr stark gestrafft haben, war das Ergebnis fast immer eine Rezession. Für Anleger ist dies von Bedeutung, weil Risikoanlagen in der Regel während und nicht vor einer Rezession beginnen, Überrenditen zu liefern. Die Konsenserwartung scheint die eines moderaten und flachen Abschwungs zu sein. Wir sind diesbezüglich skeptisch. Wenn der Höhepunkt am Immobilienmarkt erreicht ist und die Wohn- und Gewerbeimmobilienpreise nicht noch weiter steigen, könnte das zu einem stärkeren Abschwung führen, als ihn die Anleger bislang erwarten.

### 3 Das Risiko einer Destabilisierung des Finanzsystems besteht weiter.

Die US-Banken, die in diesem Frühjahr pleitegingen oder gerettet werden mussten, scheinen aus unternehmensspezifischen Gründen in Schieflage geraten zu sein. Das gleiche gilt für die Credit Suisse. Es gab aber auch eine Gemeinsamkeit: In einer Zeit, in der die Verschuldung des privaten Sektors nach dem

Wirtschaftsboom des Jahres 2021 sehr hoch war, ist keine dieser Banken mit dem starken Anstieg der Zinsen klargekommen. Die höheren Zinsen haben aber nicht nur Auswirkungen auf die Banken, sondern auch auf andere Akteure im Finanzsektor.

Wie der Internationale Währungsfonds (IWF) vor kurzem gewarnt hat, könnten Märkte für illiquide Vermögenswerte, vor allem Immobilien, zu einer Destabilisierung des Finanzsystems beitragen. Durch die größeren Risiken für die Finanzstabilität wird die Aufgabe der Zentralbanken noch komplizierter. Bislang zeigen sich diese jedoch nicht gewillt, sich dadurch von ihrem Kampf gegen die Inflation abbringen zu lassen.

Insgesamt erwarten wir damit für den Rest des Jahres zwar kein ruhiges Fahrwasser an den Finanzmärkten, glauben aber, dass sich in vielen Anlageklassen attraktive Einstiegspunkte für Anleger ergeben könnten. Im Aktienbereich könnte dies der Fall sein, wenn die Gewinnerwartungen infolge des erwarteten Abschwungs zurückgehen und die Aktienkurse „eine Mauer aus Angst erklimmen“ und trotz negativer Meldungen weiter steigen. Ausgehend von unserer Wachstumsprognose und nach dem Anstieg der Anleiherenditen im Jahr 2022 rechnen wir mit positiven Erträgen aus Anleihen – allerdings ohne Garantie. Umso wichtiger ist es jetzt, agil zu bleiben.

## AKTIENSTRATEGIE

# Wenn die Geldpolitik wirkt



**Virginie  
Maisonneuve**  
Global CIO  
Equity

Die US-Notenbank (Fed) hat signalisiert, dass sie ihre Zinserhöhungen nur vorübergehend stoppen will. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat klargestellt, dass von ihr keine Zinspause zu erwarten ist, obwohl sich die europäische Wirtschaft in einer technischen Rezession befindet. Daher werden sich Investoren vermutlich auf ein anhaltend ungewisses makroökonomisches Umfeld im zweiten Halbjahr 2023 einstellen müssen.

Dabei stellen sich aus Anlegersicht vor allem drei Fragen: Wie schnell wird die geldpolitische Straffung der letzten zwölf bis 15 Monate Wirkung zeigen? Was für eine Rezession bzw. was für ein Abschwung ist zu erwarten? Und wie gut werden sich die Unternehmensgewinne in diesem Umfeld halten?

Normalerweise zeigt eine Straffung der Geldpolitik ihre Wirkung mit einer Verzögerung von zwölf bis 18 Monaten. Durch die enormen Liquiditätshilfen, mit denen die Zentralbanken den Märkten während der Corona-Pandemie unter die Arme gegriffen haben, könnte es diesmal jedoch noch länger dauern, bis sich die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung bemerkbar machen. Die eindrucksvolle Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft ist ein weiterer Faktor.

Wie lange die Zentralbanken noch an ihrer restriktiven Geldpolitik festhalten und welchen Weg sie dann

einschlagen, wird auch von der Entwicklung der immer noch hohen Inflation abhängen.

Daher wird es wichtig sein, die Inflationsdaten und die dahinter stehenden Entwicklungen im Blick zu behalten. Die Gesamtinflation hat zuletzt nachgelassen. Die Zentralbanken wollen jedoch deutlicherer Hinweise auf eine Abkühlung sehen, bevor sie ihre Geldpolitik wieder lockern. In den USA ging die Jahresrate der Kerninflation – ohne Lebensmittel- und Energiepreise – im Mai auf 5,3 % zurück, ist aber seit Dezember nicht sehr stark gefallen. In der Eurozone schwächte sich die Kerninflation im Mai ebenfalls auf 5,3 % ab, ist damit aber immer noch höher als am Jahresanfang.

Angesichts der hartnäckig hohen Kerninflation könnte der Preisdruck bei den Dienstleistungen auch dann noch anhalten, wenn die Wirtschaft an Fahrt verliert. Dass die Arbeitskosten in vielen Sektoren steigen, während die Rohstoffkosten sinken, ist bezeichnend. Der EZB wird die Beschleunigung des Lohnwachstums in der Eurozone auf 5,6 % in Q1 2023 (nach 4,8 % in Q4 2022) daher auch Sorgen bereiten.

Während sich die Anleger über ein möglicherweise bevorstehendes Ende dieses Zinserhöhungszyklus erleichtert zeigen könnten, werden die Unternehmen in den nächsten Monaten weiter unter Druck stehen. Dabei werden sich einige besser halten als andere.

## Abschwung oder Rezession?

In einigen Regionen scheint sich eine Rezession abzuzeichnen. Wann es dazu kommt, ist jedoch bisher nicht zu erkennen. Die Ausnahme bildet Europa, das sich mit einem negativen Wachstum von -0,1 % in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen (Q4 2022 und Q1 2023) in einer technischen Rezession befindet.



In den USA und Großbritannien zeigen viele Konjunkturindikatoren nach unten. Die Geldmengenaggregate – die zeigen, wieviel Geld sich in der Wirtschaft im Umlauf befindet – schrumpfen seit mehreren Monaten. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe – ein vielbeachtetes Barometer der Geschäftstätigkeit – ist in den letzten Monaten ebenfalls kontinuierlich gesunken.<sup>1</sup>

Nichtsdestotrotz verharrt die Arbeitslosigkeit in allen drei Wirtschaftsräumen auf dem tiefsten Stand seit mehreren Jahrzehnten. Dadurch ist es bislang nicht zu einem starken Rückgang der Konsumausgaben gekommen, der diese Volkswirtschaften in eine Rezession stürzen könnte. In der Eurozone bewegt sich die Beschäftigung auf einem 30-Jahres-Hoch und die OECD prognostiziert für dieses Jahr ein Wachstum von 0,9% für die Eurozone – ungewöhnliche Begleitmerkmale einer technischen Rezession. Normalerweise sind beide Daten in einer Rezession deutlich schwächer.

Chinas Wiederöffnung hat in Q1 2023 zu einer kräftigen Wachstumserholung geführt. Inzwischen verliert die chinesische Wirtschaft aber bereits wieder an Fahrt, da die Wachstumsabschwächung in anderen Teilen der Welt die Nachfrage nach chinesischen Exporten dämpft. Hinzu kommen die Auswirkungen einer Neuordnung der globalen Lieferketten. Ein Beispiel ist das „China Plus One“-Konzept. Es basiert auf der Idee, eine Lieferantenbasis außerhalb Chinas aufzubauen, um die eigenen Lieferketten widerstandsfähiger zu machen.

Wir gehen davon aus, dass schlechte Nachrichten für China zu guten Nachrichten führen werden, da die chinesische Regierung dem Immobiliensektor und den Verbrauchern in der zweiten Jahreshälfte weiter unter die Arme greifen dürfte.

Außerdem will die Regierung Reformen zur Förderung nationaler Technologie- und Innovationsführer aus der Industrie gezielter vorantreiben. Auf kurze Sicht wird die geringere Wachstumsdynamik in China jedoch auf die globale Wachstumsabschwächung einzahlen.

## Unternehmensgewinne: die Margen wahren

Worauf sollten Anleger in diesem Umfeld besonders achten? Eine wichtige Frage für Unternehmen wird sein, ob sie in der Lage sein werden, ihre höheren Kosten weiterzugeben, ohne Umsatzeinbußen zu riskieren. Anders gefragt: Welche Unternehmen werden ihre Margen wahren können?

Sollten die Zinsen noch länger auf dem aktuell höheren Niveau verharren, könnte die Tatsache, dass „Geld wieder etwas kostet“, einigen Unternehmen zu schaffen machen, wenn ihre Beschäftigten höhere Löhne und ihre Lieferanten höhere Preise fordern. Im ersten Quartal 2023 habe aber noch viele Unternehmen die Gewinnerwartungen der Analysten übertroffen, nachdem die Prognosen aufgrund der Auswirkungen der Inflation zurückgeschraubt worden waren.

Einige Unternehmen haben eine Tendenz zur „Gierflation“ an den Tag gelegt, also die Preise nicht nur im Einklang mit der Inflation angehoben. Das ist ein Grund für diese positiven Gewinnüberraschungen. Ein solcher Ansatz kann jedoch Umsatz kosten und negative Auswirkungen auf künftige Gewinne haben. Wir halten Ausschau nach Qualitätsunternehmen mit echter Preissetzungsmacht.

Im zweiten Halbjahr dürfte das schwächere globale Wirtschaftswachstum auch zu schwächeren Unternehmensergebnissen führen. Da sich die Fundamentaldaten bislang jedoch besser halten als

1) Quelle: **U.S. manufacturing slumps further in May; employment picks up**, Reuters, 1. Juni 2023; **Euro zone business growth slowed in May as factories struggled-PMI**, Reuters, 5. Juni 2023; **UK factory output contracts again in May**, Reuters, 1. Juni 2023.

befürchtet (siehe Abbildung 2), sehen wir immer noch Spielraum für positive Überraschungen, von denen Anleger mit einer gezielten Einzeltitelauswahl profitieren können.

Die Probleme im Bankensektor – und ihre Konzentration auf wenige Einzelfälle – haben gezeigt, dass höhere Zinsen unterschiedliche Auswirkungen auf verschiedene Regionen und Anlageklassen haben. Aus Anlegersicht spricht auch das gegen einen „Einheitsansatz“.

## Resilienz und strukturelle Trends

Mit der Verlagerung der Aufmerksamkeit von den Zinsen auf das Timing einer Rezession oder eines Abschwungs könnte die Volatilität an die Aktienmärkte zurückkehren, zumal die Gewinnerwartungen angesichts des unklaren makroökonomischen Ausblicks aus dem Gleichgewicht geraten zu sein scheinen.

Für uns werden für den Rest des Jahres 2023 die Resilienz und langfristige strukturelle Wachstumschancen im

Vordergrund stehen. Investoren sollten versuchen sicherzustellen, dass ihre Portfolios einer höheren Volatilität standhalten können, und bereit sein, sich bietende Anlagechancen zu nutzen – zum Beispiel in Unternehmen, die höheren Inputkosten und Margendruck standhalten können.

Aus Anlegersicht wird es wichtig sein, starke Unternehmen aus dem gesamten Stilspektrum in ihren Portfolios zu halten. Dabei sollte der Schwerpunkt auf Qualität, Dividenden und Nachhaltigkeit liegen, untermauert durch angemessene Bewertungen und langfristige strukturelle Trends.

Zu den Themen, die wir weiterhin für attraktiv halten, gehören profitable Technologieunternehmen und künstliche Intelligenz sowie ausgewählte Industrietitel wie Unternehmen, die von der Rückverlagerung der Produktion, der Automatisierung oder Klimälösungen profitieren. Unserer Ansicht nach bietet Chinas traditionell antizyklische Wirtschaft ebenfalls weiterhin selektive Anlagechancen.

Abbildung 2: Welche Unternehmen werden dem Gewinnabschwung standhalten können?



Quelle: AllianzGI Economics & Strategy, Refinitiv Datastream. Stand der Daten: 14. Juni 2023.



## FIXED-INCOME-STRATEGIE

# Attraktive Renditen, aber kein reibungsloser Übergang



**Franck Dixmier**  
Global CIO  
Fixed Income

Für die Anleihemärkte dürfte das von uns für das zweite Halbjahr 2023 erwartete makroökonomische Umfeld – mit einer Wachstumsabschwächung, nachlassenden Inflationsraten und einem sich seinem Ende nähernden Zinserhöhungszyklus – ein konstruktives Umfeld darstellen. Doch der Weg zu Wendepunkten in Zinszyklen ist selten geradlinig, und da Kreditanlagen noch keine deutlichere Wachstumsverlangsamung eingepreist haben, ist unserer Meinung nach Vorsicht geboten.

Mit Blick auf die zweite Jahreshälfte dürfte die größte Herausforderung für Anleger darin bestehen, dass der globale Makroausblick und damit die künftige Richtung der Geldpolitik ungewiss bleiben. Die Konjunkturindikatoren sind nach unten gerichtet und wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend in den nächsten Monaten fortsetzt. Angesichts wiederholter Datenüberraschungen bietet sich den Zentralbanken wie auch den Anlegern jedoch kein klares Bild – die Kerninflation lässt einfach nicht nach und die Arbeitsmärkte brechen auch noch nicht unter Druck der Zinserhöhungen zusammen. Daher rechnen wir an den Anleihemärkten in diesem Jahr mit einer anhaltenden Volatilität, durch die sich aber auch attraktive Einstiegschancen für Investoren eröffnen könnten.

Wir gehen davon aus, dass die Unsicherheit im Finanzsektor auch in den kommenden Monaten anhalten wird. Die diesjährigen Probleme im Bankensektor sollten nicht als Einzelfälle abgetan werden, da sie alle mit einer übermäßigen Verschuldung infolge eines historisch schnellen Anstiegs der Zinsen zu tun hatten. Die Silicon Valley Bank, die Signature Bank und die Credit Suisse gerieten aus unterschiedlichen Gründen in eine Schieflage. Trotzdem kam es nach diesen Kreditereignissen zu einem zum Teil wahllosen Ausverkauf von Risikoanlagen.

An den Staatsanleihemärkten rechnen wir kurzfristig ebenfalls mit einer anhaltend erhöhten Volatilität. Angesichts gespaltenen Marktmeinungen verläuft der Übergang von einem Straffungs- zu einem Lockerungsregime selten reibungslos. Die jüngste Volatilität der Renditen zweijähriger US-Staatsanleihen infolge sinkender Anlegerhoffnungen auf eine Zinssenkung der Fed im Jahr 2023 hat dies sehr deutlich gemacht.

## Höhere Duration

Da sich die Erwartungen an das Tempo der geldpolitischen Straffung jedoch weiter abschwächen und sich die Leitzinsen ihren zyklischen Höchstständen nähern, rechnen wir mit einem Rückgang der Volatilität an den Staatsanleihemärkten.

In der Folge nehmen wir auch eine konstruktivere Haltung zu Staatsanleihen und zur Zinsduration ein. Das gilt insbesondere für die USA, wo der Straffungszyklus weiter fortgeschritten ist. Da die US-Notenbank zögert, die Zinsen

zu senken, solange die Inflation über ihrem Zielwert verharrt, steht das vordere Ende der US-Zinskurve kurzfristig weiter unter Druck. Auf Sicht von drei bis sechs Monaten könnten US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von sieben bis zehn Jahren jedoch interessant sein.

In der Eurozone und Großbritannien sind wir in Bezug auf eine Verlängerung der Duration zurückhaltender. Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BoE) sind mit ihren Zinserhöhungen möglicherweise noch nicht am Ende. Wie weit sie die Zinsen angesichts einer weltweiten Konjunkturabkühlung noch anheben können, ist allerdings fraglich. Insgesamt sehen wir das größte Wertpotenzial in Staatsanleihemärkten, in denen die „realen“ Renditen (d.h. die Renditen aus Zinszahlungen nach Abzug der Inflation) über die gesamte Kurve hinweg attraktiv sind und die Zinserhöhungszyklen bereits voll eingepreist sind. Dazu könnten die USA, Neuseeland, Mexiko und Brasilien gehören. In europäischen Peripherieländern mit steileren Zinskurven könnten sich jedoch auch interessante Anlagemöglichkeiten ergeben.

### Gewinnentwicklung entscheidend, Abschwung noch nicht eingepreist

Unserer Ansicht nach haben Kreditanlagen (d.h. Unternehmensanleihen und andere nichtstaatliche Anleihen) einen möglicherweise stärkeren Abschwung noch nicht eingepreist.

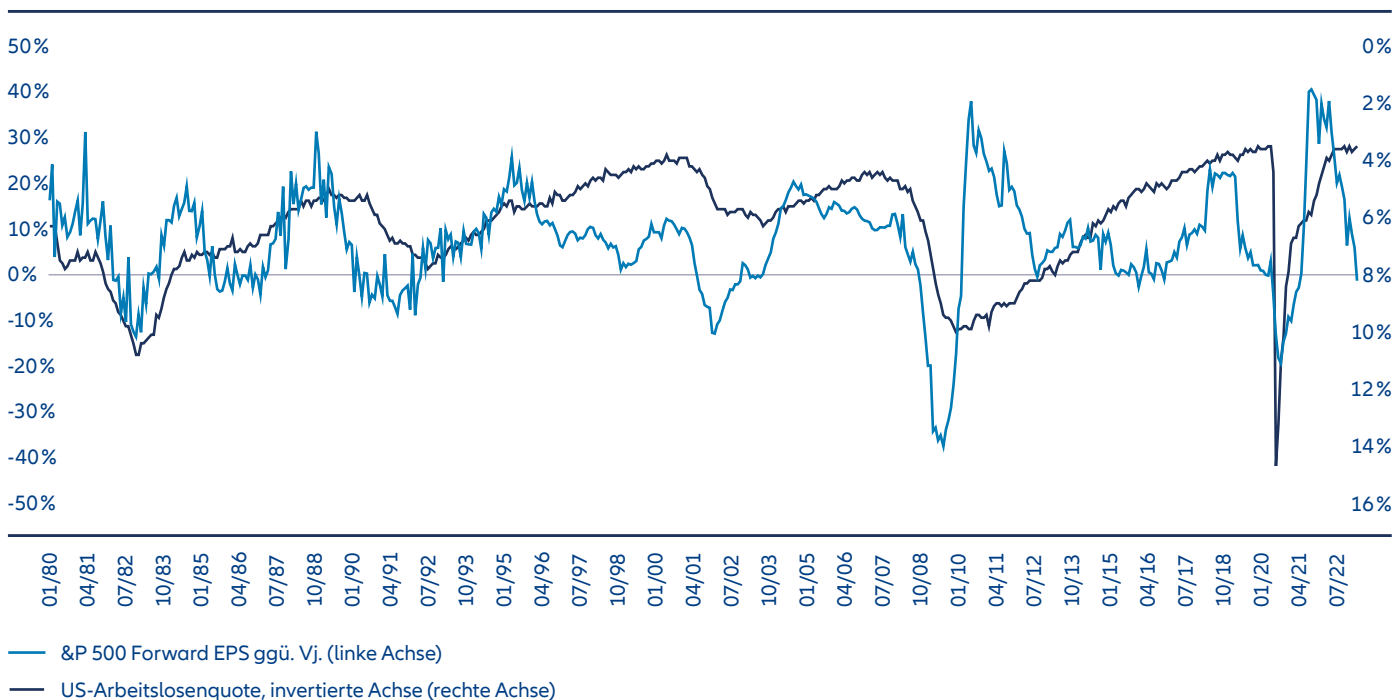
Die Fundamentaldaten haben sich – insbesondere im Vergleich zur Marktstimmung Ende 2022 – besser gehalten

als erwartet, aber die Kreditqualität dürfte schon bald ihren Höhepunkt erreichen. Die Anleger sollten vor allem die Unternehmensgewinne im Blick behalten (siehe Abbildung 3). Daran werden sie sehen können, welche Sektoren und Unternehmen widerstandsfähiger sind, da die höheren Finanzierungskosten und das schwächere Gewinnwachstum Unternehmen mit schwächeren Bilanzen stärker belasten werden.

Daher ist Vorsicht geboten. Allerdings bleiben wir in Kreditanlagen übergewichtet, da die All-in-Yields (d.h. Zinskupons plus Credit Spreads) einen attraktiven Carry bieten und auch eine anhaltende Volatilität etwas abfedern dürften. In Anbetracht unseres durchwachsenen Makroausblicks konzentrieren wir uns auf Investment-Grade-Unternehmen mit robusteren Bilanzen (und großzügigen Renditen), anstatt uns auf der Kreditkurve weiter nach unten zu bewegen. Wir sind jedoch bereit, bei weiteren Ausverkäufen von Hochzinsanleihen auch einzelne Titel mit höherem Risiko aufzunehmen. Das gilt insbesondere für Anleihen mit B-Rating, die eine potenzielle Absicherung für den Fall bieten könnten, dass sich die Fundamentaldaten weiterhin besser halten als erwartet.

Was den Finanzsektor angeht, halten wir den regionalen Bankensektor in den USA weiterhin für robust und das Risiko einer Pleitewelle in diesem Sektor zum derzeitigen Zeitpunkt für gering. In systemkritischen europäischen und US-amerikanischen Banken mit einer sehr guten Kapitalausstattung und diversifizierten Finanzierungs- und Umsatzquellen sind wir weiterhin übergewichtet.

**Abbildung 3: Schwächere Unternehmensgewinne führen in der Regel zu einer höheren Arbeitslosigkeit, aber wann?**



Quelle: Allianz Global Investors, S&P Global, US Bureau of Labor Statistics. Stand der Daten: Dezember 2022.

## MULTI-ASSET-STRATEGIE

# Flexibilität in einem Umfeld, das in Bewegung bleibt



**Gregor MA Hirt**  
Global CIO  
Multi Asset

In Anbetracht der allgemeinen Unsicherheit und offensichtlichen Rezessionsrisiken haben sich die Märkte in diesem Jahr bislang recht gut gehalten. Eine Erklärung dafür könnte eine gewisse „Rückkehr zum Mittelwert“ nach dem Schreckensjahr 2022 und einer vorsichtigeren Positionierung institutioneller Investoren im Winter sein. Die Frage, ob es den Zentralbanken gelingen wird, die Inflation unter Kontrolle zu bringen, ohne die Wirtschaft in eine Rezession zu stürzen, bleibt jedoch unbeantwortet. Die zunehmenden Probleme im Bankensystem und Hinweise auf eine gewisse Instabilität im Finanzsystem sind Frühindikatoren, die zeigen, dass sich die aggressiven Zinserhöhungen auf das gesamte Ökosystem auswirken.

Wie erwartet sind die Anleihe- und Aktienmärkte nicht mehr so stark miteinander korreliert wie im letzten Jahr, als sie gleichzeitig unterdurchschnittlich performten. In der Betrachtung seit Jahresanfang stehen sowohl globale Aktien als auch globale Anleihen gut da und Multi-Asset-Portfolios (60/40-Portfolios) haben eine positive absolute Performance erzielt. Wie sollten sich Anleger also für die zweite Jahreshälfte positionieren?

## An den Aktienmärkten ergeben sich selektive Anlagechancen

Unter den großen Anlageklassen in unseren Multi-Asset-Portfolios sind wir am konstruktivsten für Aktien. Unsere quantitativen Signale und unsere Positionierungssignale sind relativ positiv. Da wir aber mit einer potenziell höheren Volatilität rechnen, gehen wir selektiv vor:

- **Emerging Markets** – Nach einer seit Jahresanfang schwachen Performance sind Schwellenländeraktien eines der unserer Ansicht nach am attraktivsten bewerteten globalen Aktiensegmente, das wir in unseren Multi-Asset-Portfolios dementsprechend bevorzugen. Die Emerging Markets dürften von attraktiven Bewertungen und dem schwächeren US-Dollar profitieren. Chinas Wiederöffnung nach den coronabedingten Lockdowns und die staatliche Unterstützung für die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt sollten sich auch positiv auf die allgemeine Stimmung gegenüber den Emerging Markets auswirken.
- **Europa** – Die Entwicklung der Unternehmensgewinne signalisiert, dass die europäischen Unternehmen der stagnierenden Wirtschaft bislang erfolgreich standhalten. Der Ausblick hängt jetzt auch davon ab, wie stark die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen noch anhebt. Ein stärkerer Anstieg, als von den Märkten erwartet, könnte neuen Gegenwind bringen.



- **Japan** – Die ultralockere Geldpolitik der Bank of Japan (BOJ) hat dem japanischen Aktienmarkt kräftigen Rückenwind verlieren. Dieser gehörte zuletzt zu den Aktienmärkten mit der besten Performance und profitiert immer noch von attraktiven Bewertungen und Zuflüssen aus dem Ausland. Investoren sollten jedoch bereit sein, ihre Positionen zu überprüfen, falls der neue BOJ-Gouverneur Kazuo Ueda die aktuelle Zinskurvensteuerung in diesem Sommer aufgeben sollte, was wir für wahrscheinlich halten. Ein derartiger Schritt könnte zu einer höheren Marktvolatilität führen.

In den USA werden Teile der Aktienmärkte durch die schwelenden Rezessionsängste und hohen Bewertungen belastet. Aktien werden empfindlich auf neue Probleme im Bankensektor reagieren, aber die Sorgen über die Verfassung der US-Regionalbanken haben erst einmal nachgelassen.

Große US-Technologiewerte haben Auftrieb durch deutlich verbesserte Umsatzprognosen für KI-Anwendungen und dafür benötigte Komponenten erhalten. Die tatsächlichen Auswirkungen der künstlichen Intelligenz auf die Umsätze werden sich erst noch zeigen. Die potenzielle Bedeutung neuer Trends für die Aktienmärkte darf jedoch nicht unterschätzt werden.

## Anleihen – kommt die Zinswende?

Im Rahmen eines ausgewogenen Multi-Asset-Portfolios sehen wir durchaus Potenzial für eine konstruktivere Haltung gegenüber Anleihen in den kommenden Monaten.

Wenn sich die Zentralbanken dem Ende ihres Straffungszyklus nähern, könnten Staatsanleihen attraktiver werden, da die Renditen steigen dürften.

Am US-Staatsanleihemarkt war dieses Phänomen jüngst bereits zu beobachten: In Erwartung eines baldigen Endes des US-Zinserhöhungszyklus sind die Renditen von Anleihen mit kurzen Laufzeiten hier stark gestiegen. Unter Anlegern haben die Hinweise auf eine Abschwächung der US-Wirtschaft und die jüngsten Sorgen über Schieflagen von Regionalbanken Hoffnungen auf einen Kurswechsel der Fed von einer restriktiveren zu einer lockeren Geldpolitik geweckt. Wie oben erwähnt, könnten derartige Erwartungen verfrüht sein.

Wir nehmen eine leicht defensive Haltung gegenüber europäischen Staatsanleihen ein, da die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB ihre Geldpolitik noch weiter strafft, hoch ist. Aus Anlegersicht könnten Staatsanleihen aus Schwellenländern einen guten Diversifikator darstellen, der von der Abwertung des US-Dollars und dem chinesischen Wachstumsausblick profitieren könnte. Chinas Wachstumsdynamik dürfte auch einigen globalen Rohstoffen zugutekommen und die geringere Nachfrage infolge der Wachstumsabschwächung in anderen Teilen der Welt kompensieren:

- **Kupfer** – Da Kupfer für zahllose industrielle Anwendungen, von Ladestationen für E-Fahrzeuge bis hin zu Ölbohrplattformen, unverzichtbar ist, prognostizieren Forscher für die Zukunft Versorgungsengpässe. In den kommenden Monaten könnte der Kupferpreis jedoch noch weiter nachgeben.
- **Gold** – Die niedrigeren realen Renditen und eine Aufstockung der Goldreserven der Zentralbanken haben den Goldpreis untermauert (siehe Abbildung 4). In einem Umfeld anhaltend hoher Inflationsraten und geopolitischer Risiken könnten Edelmetalle attraktiv bleiben. Wir würden jedoch einen besseren Einstiegspunkt für Gold abwarten.

- **Öl** – Unserer Ansicht nach unterschätzen die Märkte die Auswirkungen der jüngsten Förderkürzungen durch die Opec+<sup>1</sup>, die vergleichbar mit der Nachfragezerstörung durch die globale Finanzkrise von 2008 waren. Die Gruppe hat auch klargemacht, dass sie keinen niedrigen Ölpreis tolerieren wird.

### US-Dollar-Trend für viele Investments entscheidend

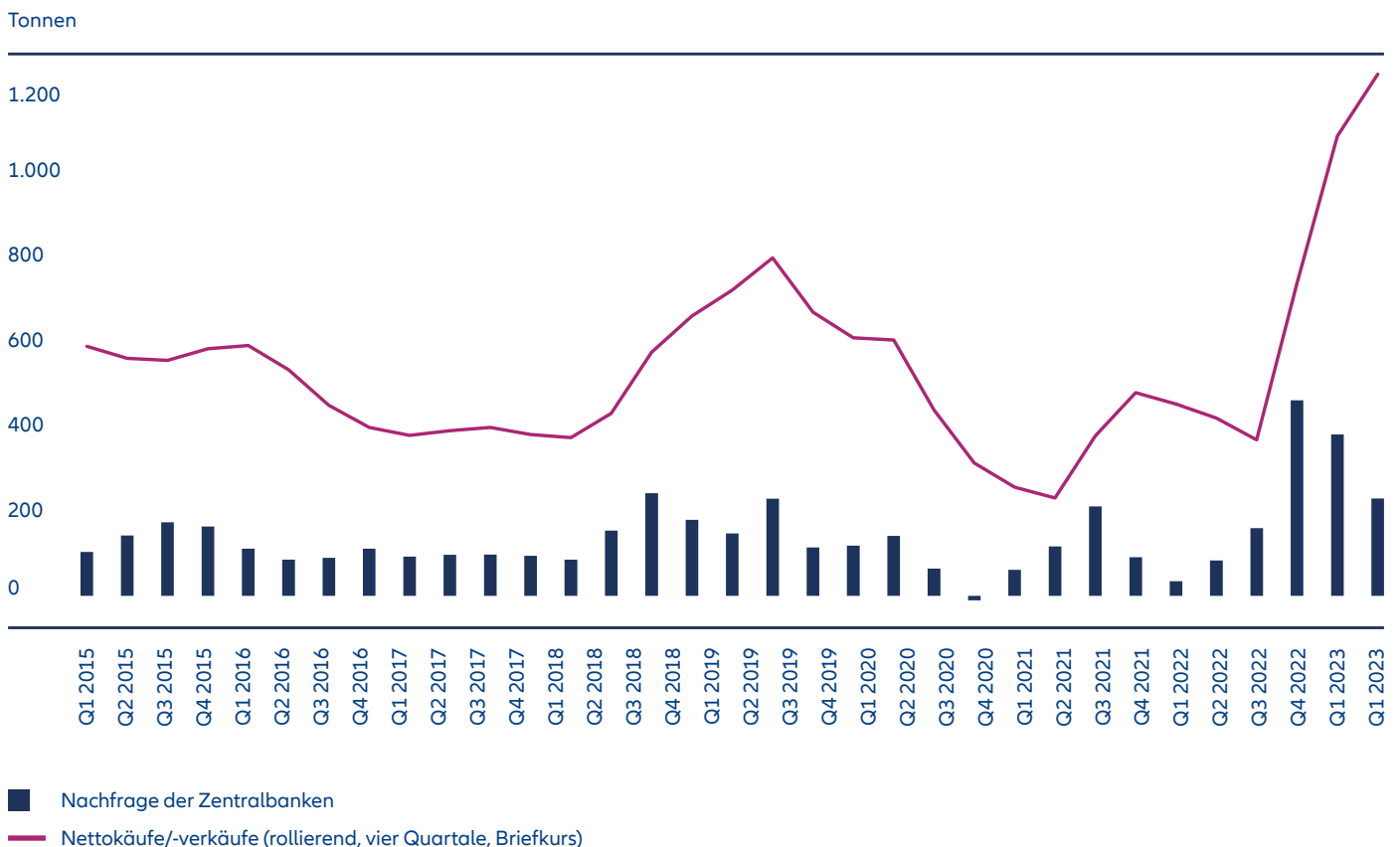
Ein wichtiger Faktor für die kommenden Monate wird die Entwicklung des US-Dollars sein. Nachdem die US-Währung im vergangenen Jahr ein 20-Jahres-Hoch gegenüber einem Währungskorb erreicht hat, war sie zuletzt wieder schwächer.

Die Märkte gehen davon aus, dass die Fed ihr Zinsziel erreicht hat, während in Europa weitere Erhöhungen zu erwarten sind. Die Bewertungen stützen andere wichtige Währungen wie den Euro. Bei einer Zunahme der weltweiten Rezessionsängste könnte der US-Dollar jedoch seinen Status als sicherer Hafen beibehalten.

Aus Bewertungsgründen und aufgrund des risikoaversen Umfelds sehen wir den japanischen Yen positiv. Unserer Ansicht nach könnte die Währung kräftig aufwerten, wenn die BOJ ihre Zinskurvensteuerung aufgeben sollte.

Insgesamt spricht unser Multi-Asset-Ausblick für eine größere Flexibilität, um von Anlagechancen bei Risikoanlagen zu profitieren und angemessen auf das Rezessionsrisiko und höhere Zinsen reagieren zu können.

**Abbildung 4: Die Zentralbanken kaufen Gold, aber wie lange wird der Rohstoff seinen Sichere-Hafen-Status behalten können?**



Quelle: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council. Stand der Daten: 31. März 2023.

1) Opec+ ist eine Gruppe von 23 ölexportierenden Ländern, deren Anteil an der weltweiten Rohölförderung rund 40% beträgt.

**Investieren birgt Risiken.** Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Veröffentlichungszeitpunkt und können sich – ohne Mitteilung darüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus verschiedenen Quellen und wurden zum Veröffentlichungszeitpunkt als korrekt und verlässlich bewertet. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet; es sei denn dies wurde durch Allianz Global Investors GmbH explizit gestattet.

#### **Für Investoren in Europa (exklusive Schweiz und Vereinigtes Königreich)**

Tagesaktuelle Fondspreise, Verkaufsprospekte, Gründungsunterlagen, aktuelle Halbjahres- und Jahresberichte und das Basisinformationsblatt in deutscher Sprache sind kostenlos beim Herausgeber postalisch oder als Download unter der Adresse [www.allianzgi-regulatory.eu](http://www.allianzgi-regulatory.eu) erhältlich. Österreichische Investoren können zusätzlich die österreichische Informationsstelle Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, AT-1100 Wien kontaktieren. Bitte lesen Sie diese alleinverbindlichen Unterlagen sorgfältig vor einer Anlageentscheidung. Dies ist eine Marketingmitteilung herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.de](http://www.allianzgi.de), eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland; Sitz: Bockenheimer Landstr. 42-44, 60323 Frankfurt/M., Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/M., HRB 9340; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Allianz Global Investors GmbH hat eine Zweigniederlassung errichtet in Frankreich, Italien, Spanien, Luxemburg, Schweden, Belgien und in den Niederlanden. Die Kontaktdaten sowie Informationen zur lokalen Regulierung sind hier ([www.allianzgi.com/Info](http://www.allianzgi.com/Info)) verfügbar. Die Zusammenfassung der Anlegerrechte ist auf Englisch, Französisch, Deutsch, Italienisch und Spanisch unter <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> verfügbar.

#### **Für Investoren in der Schweiz**

Tagesaktuelle Fondspreise, Verkaufsprospekte, Gründungsunterlagen, aktuelle Halbjahres- und Jahresberichte und das Basisinformationsblatt sind kostenlos bei dem Herausgeber, [dem für den Fonds benannten Vertreter in der Schweiz sowie der Zahlstelle BNP Paribas Securities Services, Paris, Niederlassung Zürich, Selnaustrasse 16, CH-8002 Zürich – nur für Schweizer Privatkunden] postalisch oder als Download unter der Adresse [regulatory.allianzgi.com](http://regulatory.allianzgi.com) erhältlich. Bitte lesen Sie diese alleinverbindlichen Unterlagen sorgfältig vor einer Anlageentscheidung. Dies ist eine Marketingmitteilung, herausgegeben von Allianz Global Investors (Schweiz) AG, einer 100%igen Tochtergesellschaft der Allianz Global Investors GmbH. Die Zusammenfassung der Anlegerrechte ist auf Englisch, Französisch, Deutsch, Italienisch und Spanisch unter <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> verfügbar.

#### **Für Investoren im Vereinigten Königreich**

Ein kostenloses Exemplar des Verkaufsprospekts, der Gründungsunterlagen, der täglichen Fondspreise, des Dokuments mit den wesentlichen Informationen für den Anleger sowie der letzten Jahres- und Halbjahresfinanzberichte können Sie beim Emittenten unter der unten angegebenen Adresse oder unter [regulatory.allianzgi.com](http://regulatory.allianzgi.com) anfordern. Bitte lesen Sie diese Dokumente, die allein verbindlich sind, sorgfältig, bevor Sie investieren. Dies ist eine Marketingmitteilung, herausgegeben von Allianz Global Investors UK Limited, 199 Bishopsgate, London, EC2M 3TY, [www.allianzglobalinvestors.co.uk](http://www.allianzglobalinvestors.co.uk). Allianz Global Investors UK Limited, Unternehmensnummer 11516839, ist von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Einzelheiten über den Umfang unserer Regulierung sind auf Anfrage bei uns und auf der Website der Financial Conduct Authority ([www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk)) erhältlich. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung oder Weitergabe des Inhalts, unabhängig von der Form, ist nicht gestattet, es sei denn, es liegt eine ausdrückliche Genehmigung von Allianz Global Investors UK Limited vor.