



# MARKTPERSPEKTIVE

**KATHREIN**  
PRIVATBANK

## DAS REDAKTIONSTEAM

(01.2023)

Diese Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes hat das Ziel, eine allgemeine Übersicht über aktuelle Marktdaten zu geben und beinhaltet keine direkte oder indirekte Empfehlung für eine bestimmte Anlagestrategie im Sinne einer Finanzanalyse. Bitte beachten Sie in diesem Zusammenhang auch den am Ende angefügten Disclaimer.



**Staatsanleihen, Anleihen, Volkswirtschaft**

Mag. Harald Besser  
(Redaktion)



**Unternehmensanleihen, Anleihen, Fondsperformance**

Mag. Andreas Weidinger



**Aktien, Wertsicherungsmodelle**

Mag. Mario Krismer



**Aktien, Aktienmodelle**

Mag. Josef Stadler



**Asset Allokation**

Mag. Markus Böcklinger

## Inhaltsverzeichnis

1. Zusammenfassung.....	4
1.1. Rückblick.....	4
1.2. Ausblick .....	4
2. Rückblick Kapitalmärkte.....	5
3. Ausblick Kapitalmärkte.....	7
4. Kathrein-Fonds im Fokus .....	9
4.1. Kathrein Sustainable Global Equity.....	9
4.1. Kathrein Sustainable EM Local Currency Bond.....	10
5. Kathrein Investment Strategie .....	12
5.1. Asset Allocation.....	12
6. Die wichtigsten Kathrein Modelle .....	15
6.1. Markettiming Aktien Gewichtung (Bull/Bear Modell).....	15
6.2. Laufzeitensteuerung (Duration-Modell).....	16
6.3. Langfristiges USD-Modell.....	17
7. Volkswirtschaftliche Daten, Zinsen und Aktienindikatoren .....	18
7. 1. Volkswirtschaft.....	18
7.2. 10-jährige Renditen .....	19
7.3. Kurzfristige Zinsen .....	20
7.4. Aktienindikatoren .....	21
Zusammenfassung.....	23

## 1. Zusammenfassung

### 1.1. Rückblick

Das vergangene Jahr war für Aktieninvestoren alles andere als erfreulich. Schon zu Jahresbeginn sorgte die Straffung der Geldpolitik durch die amerikanische Notenbank für einen schwachen Start. Der unglaubliche Überfall auf die Ukraine durch Putins Armee am 24.2.2022 beherrschte sodann auch das Kapitalmarktgeschehen. Die Folgewirkungen der Sanktionen und Gegensanktionen und der daraus resultierenden Inflationserwartungen waren bestimmende Faktoren für die Märkte. Steigende Energiepreise und große Unsicherheit betreffend Versorgungssicherheit in Europa drückten die Stimmung ebenso wie man an der starken Underperformance von europäischen Aktien beobachten konnte. Die kurzfristige Erholung an den internationalen Aktienmärkten im Juli/August stellte sich rasch als Strohfeuer heraus. In diesem Umfeld konnten sogenannte "Value"-Aktien die Wachstumstitel ("Growth") deutlich übertreffen. Unternehmen aus dem konventionellen Energiesektor und auch Versorger waren in diesem Umfeld die Gewinner, während Unternehmen aus dem Kommunikationssektor, Technologietitel und zyklische Konsumtitel die großen Verlierer waren.

Die großen Verlierer 2022 bei den Festverzinslichen waren europäische Staatsanleihen, die das Jahr teilweise noch mit negativen Renditen begannen. Der Rückgang für deutsche Staatsanleihen war der schlimmste seit Start der Aufzeichnungen, so verlor der Durchschnitt aller Papiere 17,8 % im abgelaufenen Jahr. US-Staatsanleihen verloren 12,46 %, wobei ein Investor in Euro vom starken USD profitierte und nur 6,7 % Rückgang zu verzeichnen hatte. Auch inflationsgeschützte Anleihen verloren 2022, da die realen Renditen - zwar geringer - aber ebenso wie die nominellen gestiegen waren. In diesem Umfeld der Unsicherheit konnte der USD seine Aufwärtsbewegung gegenüber den anderen Hauptwährungen fortsetzen. Die amerikanische Notenbank erhöhte die Zinsen bereits Mitte März und führte die Federal Funds Target Rate von 0,25 % in sieben Schritten bis Jahresende auf 4,5 %. Dieses entschlossene Vorgehen unterstützte den USD und machte ihn zur stärksten Währung aller G10 Länder.

### 1.2. Ausblick

Die aktuellen Inflationszahlen würden zwar höhere Renditen rechtfertigen, die Märkte schauen aber schon ins nächste Jahr und erwarten eine schwache Rezession („Soft Landing“) mit einem deutlichen Rückgang der Teuerung. Das Jahr 2023 wird Anlegern am Rentenmarkt aber voraussichtlich keinen Anlass zur Entspannung geben, da dieses Szenario möglicherweise zu optimistisch ist. Der anhaltende Inflationsschock und daraus resultierende Zinserhöhungen werden nicht so schnell vergehen, aber die Bewertungen haben sich deutlich verbessert und dürften für einen Großteil der Risiken 2023 angemessen sein. Unser Basisszenario geht von einer milden Rezession 2023 aus. Das globale Wachstum wird nach 3,2 % 2022 lediglich auf 2,1 % 2023 zurückfallen um 2024 auf 2,9 % zu steigen, so sieht es zumindest die Mehrheit der Ökonomen, die ihre Prognosen auf Bloomberg veröffentlichen. Dieses Wachstum wird nächstes Jahr weiterhin von den Emerging Markets wie Indien (+6,9 %) oder China (+4,8 %) getragen werden.

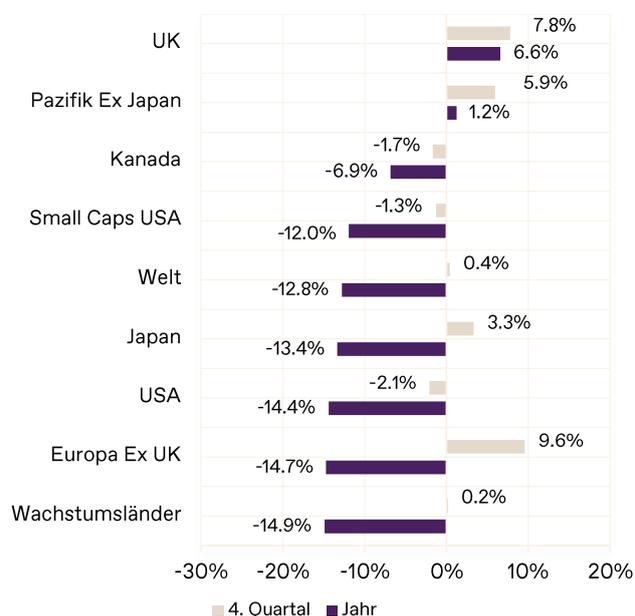
## 2. Rückblick Kapitalmärkte

Das vierte Quartal 2022 war zwar in Summe positiv für den Anleger, konnte die negative Jahresbilanz jedoch nicht wesentlich verbessern. Der MSCI World verzeichnete einen Verlust in Euro gerechnet von 12,8 %. Das ist die schlechteste Performance in einem Kalenderjahr seit 2008.

Aus regionaler Sicht waren die Verluste in den Schwellenländern, in Europa ex UK und den USA am größten. Das Vereinigte Königreich (UK) konnte als einziger entwickelter Aktienmarkt ein Jahresplus erzielen. Die vorteilhafte Zusammensetzung nach Sektoren war hier ausschlaggebend. Aber auch der Pazifische Raum ohne Japan konnte sich positiv hervorheben.

Die US Small Caps schnitten besser ab als die Large Caps. Wachstumswerte ("Growth") schnitten im Quartal und auch auf Jahressicht deutlich schlechter ab als Substanzwerte ("Value").

Aktien Performance in EUR



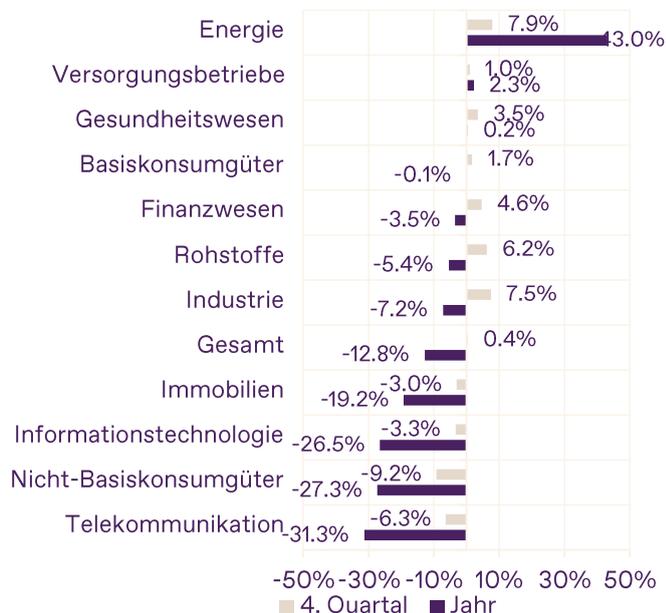
Quelle: Bloomberg

Mit Ausnahme des Energiesektors und der defensiven Sektoren (Versorger, Gesundheit und Basiskonsum) waren 2022 alle anderen Sektoren im Minus.

Zweistellige Kursrückgänge verzeichneten der Telekomsektor sowie der zyklische Konsum, der IT-Sektor und die Immobilienbranche.

Durch die gute Performance der Sektoren Finanzwesen, Rohstoffe und Industrie im vierten Quartal schnitten diese auch im Gesamtjahr besser ab als der Durchschnitt.

Sektor Performance in EUR



Quelle: Bloomberg

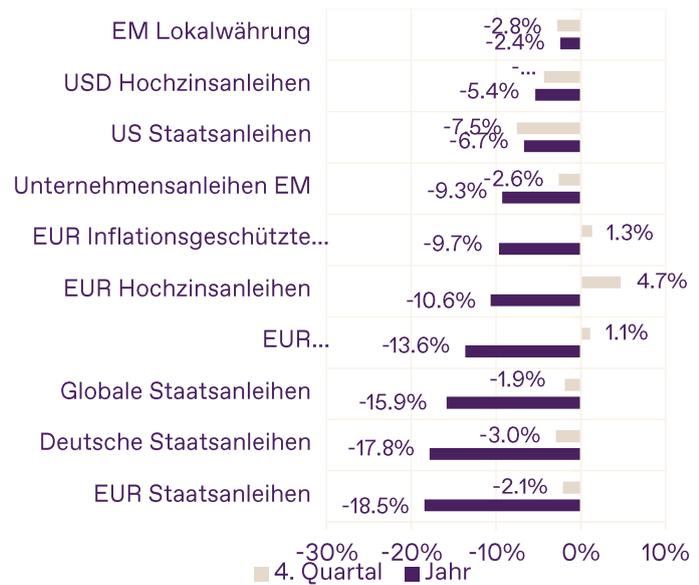
USD Staatsanleihen, USD Hochzinsanleihen und EM Bonds in lokal Currency waren die besten Anleihenkategorien 2022 aber alle mit negativem Ergebnis.

Im 4. Quartal konnten Euro Inflationsgeschützte Anleihen, Euro Hochzinsanleihen und Unternehmensanleihen in Euro positive Erträge erzielen. Alle anderen Kategorien setzten den Trend fort und verloren im Quartal.

Die großen Verlierer 2022 waren Europäische Staatsanleihen, die das Jahr teilweise noch mit negativen Renditen begannen.

Auch Inflationsgeschützte Anleihen verloren 2022, da die realen Renditen ebenso wie die nominellen gestiegen sind. Euro Staatsanleihen verloren seit Jahresbeginn 18,5%, da in diesem Segment auch die Duration am höchsten ist. Damit war 2022 das schlechteste Jahr seit den 80er Jahren.

### Anleihen Performance in EUR



Quelle: Bloomberg

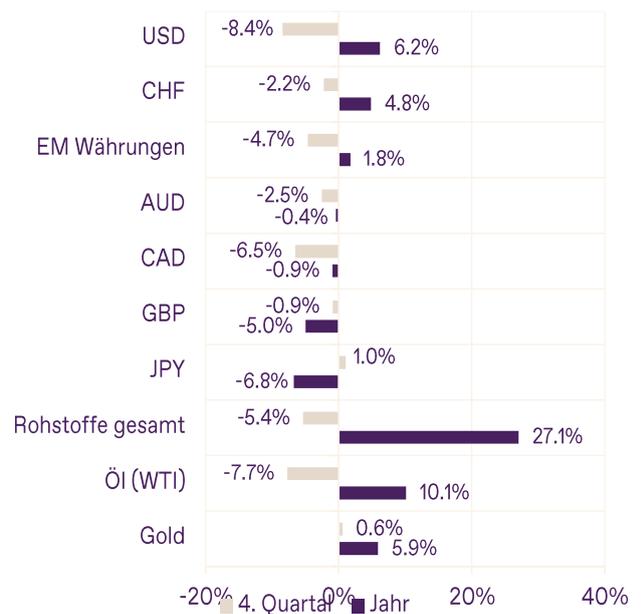
Auf der Währungsseite zeigte sich der Euro im vierten Quartal durchweg fester. Der USD (-8,4 %), der Schweizer Franken (-2,2 %), EM-Währungen (-4,7 %), das britische Pfund (-0,9 %), der australische Dollar (-2,5 %) und der kanadische Dollar (-6,5 %) verloren gegenüber dem Euro.

Schwelkenmarktwährungen litten unter dem schwachen USD und den rückläufigen Rohstoffpreisen.

Rohstoffe gaben im vierten Quartal leicht um -5,4 % nach. Im Jahr 2022 legten sie immer noch um 27,1 % zu, was die Inflationszahlen weltweit erheblich anheizte.

Gold legte trotz der Inflationsdaten nur leicht zu und beendete das Jahr mit einem Plus von 5,9 %. Grund dafür waren die steigenden Leitzinsen, die Gold als Anlageklasse etwas weniger attraktiv machten.

### FX-Performance in EUR



Quelle: Bloomberg

### 3. Ausblick Kapitalmärkte

- Aktien vorsichtig übergewichten
- Value-basierten Strategien treu bleiben
- Inflationshöhepunkt wurde wahrscheinlich erreicht
- FED: Höchst mit 5 % im Juni erwartet
- EZB: Höchst bei 3,3 % im Juli erwartet

Der Ausblick Kapitalmärkte stellt die Meinung der Kathrein dar und beinhaltet keine direkte oder indirekte Empfehlung für eine Anlagestrategie oder zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten.

Nach dem historisch schlechten Jahr 2022 stellen sich alle die Frage: Wie wird es 2023 weitergehen. Zumeist folgt auf ein schlechtes Jahr an den Märkten ein gutes. Das muss aber nicht so sein. Entscheidend wird auch 2023 die Inflationsentwicklung sein – und da gibt es positive Aussichten. Für die Konjunktur in Europa und in den USA sieht es aber düster aus. Die gute Nachricht: vieles davon dürfte an den Märkten schon eingepreist sein.



Quelle: Pixabay.com

Der Hauptgrund für die fallenden Aktien- und Anleihekurse im vergangenen Jahr waren die hohen Inflationsraten, die die Zentralbanken weltweit dazu veranlassten, die Zinssätze drastisch anzuheben. Hohe Energiekosten und Teuerungsraten dürften 2023 das Wachstum weiter deutlich bremsen.

Dieses Wachstum wird nächstes Jahr von den Emerging Markets wie Indien (+6,9 %) oder China (+4,8 %) getragen werden. Die Eurozone wie auch die USA können hierzu nichts beitragen, da auf beiden Seiten des Atlantiks kein Wachstum prognostiziert wird. Sieht man sich die Erwartung genauer an, so wird mit zwei negativen Quartalen Anfang des Jahres für die Eurozone und zwei negativen Quartalen für die USA gerechnet, was jeweils einer Rezession entspricht. Das sind die aktuellen Prognosen sowie Erwartungshaltungen an den Märkten. Sollte es so kommen, dann haben die Aktienmärkte dieses Szenario bereits vorweggenommen und die Kurse nach unten angepasst. Die schwache Konjunktur sollte auch die Nachfrage dämpfen und so die Inflationszahlen deutlich senken. Damit wären die Aufgaben der Zentralbanken erfüllt und diese könnten im Idealfall Ende 2023 oder Anfang 2024 die Zinsen sogar senken, um der schwachen Konjunktur wieder Auftrieb zu geben. Dieser Ausblick entspricht dem Basisszenario der meisten Ökonomen und wird auch Soft Landing genannt.

### Wie wir uns positionieren

Anleihen haben das Potenzial, wieder reale Renditen zu liefern. Die meisten Ökonomen erwarten für Ende 2023 eine Inflation von rund 3,5 % in der Eurozone und in den USA. Für den Anleihenmarkt stellt sich die Frage, welchen Realzins Anleger für deutsche 10-jährige Anleihen akzeptieren werden. Seit der Einführung des Euro haben sie durchschnittlich 0,6 % über der Inflation erhalten, aber seit der Finanzkrise geben sie sich mit -0,6 % zufrieden. Dies würde bei 3,5 % Preissteigerung zwischen 2,8 % und 4,1 % Rendite für 10-jährige deutsche Anleihen ergeben. Zu Jahresende lagen wir hier bei 2,5 %. Daher könnten die Renditen in der Eurozone 2023 noch weiter steigen.

Das Kathrein-Anleihenportfolio ist gut positioniert und kann von diesem Umfeld profitieren, da ein großer Teil in variabel verzinsten Euro-Anleihen investiert ist. Die längeren Euro-Anleihen werden bei uns auch weiterhin abgesichert. Ein erhebliches Engagement in Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer mit einer Rendite von rund 7,5 % bildet eine interessante Ergänzung des Rentenportfolios. Die Gesamtrendite des Portfolios bei Kathrein lag zum Jahreswechsel bei 4,5 % und damit deutlich über der erwarteten Inflationsrate von 3,5 %.

Die Aktien könnten einerseits durch ein Ende der Zinserhöhungen der Zentralbanken sowie niedrigere Leitzinsen bis Ende 2023 gestützt werden, andererseits, falls eine Rezession in den USA auch in der zweiten Jahreshälfte 2023 andauern sollte, unter Druck geraten. Ausgehend von unserer Erwartung, könnte 2023 ein sehr gutes Jahr für Aktien werden. Unsere durchschnittliche Ertragserwartung für Aktien mit einem Anlagehorizont von 10 Jahren hat sich auf 8 % p.a. verbessert.

## 4. Kathrein-Fonds im Fokus

### 4.1. Kathrein Sustainable Global Equity

T: AT0000A0V6J7

## MARKTERWARTUNG



### Mit einer Aktien-Kerninvestition zurück an die Aktienmärkte

Nach einem trostlosen Jahr 2022 gilt der Fokus nun der Positionierung für das angebrochene. Da die kursierenden Risikofaktoren für ein höheres Volatilitätsniveaus sorgen können, bedarf es einem ausgewogenen Verhältnis zwischen Chancen und Risiken. Es gilt die Devise: Breite Diversifikation, nachhaltige Aspekte sowie gesunde und etablierte Unternehmen sind zu bevorzugen.

Der Kathrein Sustainable Global Equity ist ein Weltaktienfonds, der über Länder, Währungen und Sektoren breit gestreut ist. Das Anlageuniversum umfasst entwickelte Länder und der Fokus liegt auf stark kapitalisierten Unternehmen. Es wird in rund 180 unterschiedliche Aktien investiert. Im Selektionsprozess werden Unternehmen aus bestimmten Bereichen (wie z.B. Abbau und Produktion von Kohle) oder die bestimmte kontroverse Wirtschaftspraktiken ausüben, aus Überzeugung ausgeschlossen. Überdies werden täglich die wirtschaftlichen Risiken anhand der Ausfallwahrscheinlichkeiten neu beurteilt, um im Anlassfall rasch reagieren zu können. Die riskantesten Unternehmen innerhalb des Anlageuniversums werden per se von einem Investment ausgeschlossen. Die Verwendung von Derivaten bzw. der Wertpapierleihe ist ausgeschlossen.

Es handelt sich um einen nachhaltigen Fonds im Sinne des Artikels 8 der VO (EU) Nr. 2019/2088. Im Fonds werden soziale, ethische und ökologische Merkmale gefördert. Im Selektionsprozess werden Ausschluss- und Qualitätskriterien (Negativ- und Positivkriterien) berücksichtigt. Das Engagement spiegelt sich auch in der Auszeichnung mit dem Österreichischen Umweltzeichen und dem FNG-Siegel wider.

Für 2023 werden insbesondere nachhaltige Aspekte als attraktiv beurteilt. Nach der guten Phase des konventionellen Aktienbereichs im vergangenen Jahr, mehrheitlich zurückzuführen auf „Einmaleffekte“ bei Energie- und Verteidigungsaktien, hellt sich das Sentiment für nachhaltige Veranlagungen auf. Die schwelenden Risikofaktoren sprechen in den kommenden Monaten für eine Veranlagung in gesunde Unternehmen. Das hausinterne Risikomodell leistet hierbei Unterstützung. Als positiv wird auch die Abkehr Chinas von der strengen Null-Covid-Politik erachtet, da sich dies weitaus weniger disruptiv auf das globale Wirtschaftsgeschehen auswirkt. Aktien profitieren ferner von den attraktiveren Bewertungsniveaus im Vergleich zu den Vorjahren sowie einem möglichen Ende der geldpolitischen Straffung. Das Gros der Zinserhöhungen scheint hinter uns zu liegen und das Tempo wurde gedrosselt. Eine tief einschneidende Rezession wäre ein „Game Changer“, dies wird jedoch aus heutiger Sicht als unwahrscheinlich erachtet.

#### Fondshinweis § 128 InvFG

Bei dem Investmentfonds handelt es sich gemäß der Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor um einen sogenannten Artikel 8 - Investmentfonds. Eine detaillierte Beschreibung der ökologischen oder/und sozialen Merkmale des Investmentfonds (Nachhaltigkeits- / ESG-Investmentansatz) sowie der Nachhaltigkeitsrisiken findet sich auf [www.masterinvest.at](http://www.masterinvest.at) im FONDSSELEKTOR im Nachhaltigkeitsregister, oder auf [www.kathrein.at/kcm](http://www.kathrein.at/kcm). Der Investmentfonds weist aufgrund des Einsatzes der gemäß den Fondsbestimmungen erlaubten Anlageinstrumente eine erhöhte Volatilität

auf, d.h., die Anteilswerte sind auch innerhalb kurzer Zeiträume großen Schwankungen nach oben und nach unten ausgesetzt. Derivative Instrumente werden weder als Teil der Anlagestrategie noch zur Absicherung eingesetzt.

#### 4.1. Kathrein Sustainable EM Local Currency Bond

T: AT0000A2HU83

A: AT0000A2HUA9

### MARKTERWARTUNG



### Attraktive Renditeerwartungen kombiniert mit hoher Kreditqualität

Während im vergangenen Jahr Notenbanken aus Industrieländern mit der Abkehr von der expansiven Geldpolitik für schmerzhafteste Kursverluste auf der Rentenseite sorgten, begannen Notenbanken aus Schwellenländern bereits im Jahr zuvor mit einer geldpolitischen Straffung. Dies resultierte in einer guten, relativen Wertentwicklung gegenüber europäischen und US-amerikanischen Staatsanleihen. Der positive Ausblick bleibt auch noch in den kommenden Monaten bestehen.

Der Kathrein Sustainable EM Local Currency Bond ist ein Anleihenfonds mit Fokus auf supranationale Emittenten, zum Beispiel Entwicklungsbanken, die Anleihen in Währungen von Schwellenländern emittieren. Das Universum des Fonds umfasst rund 20 Währungen. Die Währungsallokation steht bei dem Investmentansatz im Vordergrund. In die Allokationsentscheidung fließt die Fundamentaleinschätzung des jeweiligen Landes sowie seines Finanzsystems mit ein. Für die Gewichtungentscheidung sind die Kursentwicklung aller Währungspaare zueinander, die Kaufkraftparität, die absolute Rendite der jeweiligen Staatsanleihen sowie die Liquiditätssituation die entscheidenden Faktoren.

Es handelt sich um einen nachhaltigen Fonds im Sinne des Artikels 8 der VO (EU) Nr. 2019/2088. Im Fonds werden soziale, ethische und ökologische Merkmale gefördert. Im Selektionsprozess werden Ausschluss- und Qualitätskriterien (Negativ- und Positivkriterien) berücksichtigt. Das Engagement spiegelt sich auch in der Auszeichnung mit dem Österreichischen Umweltzeichen und dem FNG-Siegel wider.

Der Investmentfonds bietet den Vorteil, ausgesprochen hohe Kreditqualität mit attraktiven Renditeerwartungen (mit rund 6,3 % per 30. Dezember 2022) aus Schwellenländern zu kombinieren. Durch die Investition in Anleihen von Entwicklungsbanken, mit dem Rückhalt potenter Staaten, wird die Partizipation an Währungen aus Schwellenländern ermöglicht, ohne dabei ungewünschte Kreditrisiken in das Portfolio mitaufzunehmen. Die Attraktivität setzt sich aus hohen Zinsniveaus und/oder positiven Währungsaussichten zusammen. Durch taktische Allokationsentscheidungen kann zeitnah auf eine Eintrübung im jeweiligen Land reagiert werden und das Kapital in attraktivere Währungen umgeschichtet werden. Aufgrund der Drosselung des Tempos bei der geldpolitischen Straffung von Notenbanken aus Industrieländern sowie im Hinblick auf ein mögliches Ende des Zinserhöhungszyklus, könnte sich dies als eine positive Ausgangslage für Schwellenländer-Investitionen in Lokalwährung präsentieren. Etwaige Kapitalströme zugunsten von Schwellenländern könnten aufrecht erhalten bleiben. An den Beispielen Brasilien und Mexiko verdeutlicht sich die vorteilhafte Lage: Beide Länder verfügen bereits über ein Zinsniveau oberhalb der Inflationsrate. Der brasilianische Leitzins liegt bei 13,75 % mit einer Inflationsrate von 5,79 % (lokales Höchst von ca. 12 %). Der mexikanische Leitzins, mit 10,5 %, liegt ebenfalls über der lokalen Inflationsrate von 7,9 % (lokales Höchst von ca. 9 %).

#### Fondshinweis § 128 InvFG

Bei dem Investmentfonds handelt es sich gemäß der Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor um einen sogenannten

Artikel 8 - Investmentfonds. Eine detaillierte Beschreibung der ökologischen oder/und sozialen Merkmale des Investmentfonds (Nachhaltigkeits- / ESG Investmentansatz) sowie der Nachhaltigkeitsrisiken findet sich auf [www.masterinvest.at](http://www.masterinvest.at) im FONDSSELEKTOR im Nachhaltigkeitsregister, oder auf [www.kathrein.at/kcm](http://www.kathrein.at/kcm). Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente, die von einem der nachfolgenden Emittenten begeben oder garantiert werden, dürfen zu mehr als 35 % des Fondsvermögens erworben werden, sofern die Veranlagung in zumindest sechs verschiedenen Emissionen erfolgt, wobei die Veranlagung in ein und derselben Emission 30 % des Fondsvermögens nicht überschreiten darf. Die Verwaltungsgesellschaft darf für den Investmentfonds als Teil der Anlagestrategie Geschäfte mit Derivaten tätigen. Dadurch kann sich das Verlustrisiko bezogen auf im Investmentfonds befindliche Vermögenswerte zumindest teilweise erhöhen. Die Fondsbestimmungen des Investmentfonds wurden von der Finanzmarktaufsicht genehmigt.

## 5. Kathrein Investment Strategie

### 5.1. Asset Allocation

- Taktische Übergewichtung der Aktienquote
- Value Aktien übergewichtet
- Defensives Anleihenportfolio mit Durationverkürzung

Am 1. Dezember haben wir die Aktienquote in den Mandatum Fonds und in den Vermögensverwaltungsmandaten taktisch übergewichtet, nachdem Ende November mehrere technische Indikatoren wieder positive Signale lieferten und sich ein Erreichen des Gipfels bei den Inflationsraten abzeichnete. Auch die Gas- und Energiemärkte in Europa haben sich wieder etwas beruhigt und die schlimmsten Befürchtungen hinsichtlich eines akuten Gasmangels mit entsprechenden Auswirkungen auf die Industrieproduktion sind nicht eingetreten. Für 2023 gehen wir von sinkenden, wenn auch weiter über dem langfristigen Ziel der Notenbanken liegenden, Inflationsraten aus. Dadurch sollte das Tempo der Zinserhöhung gegenüber 2022 nachlassen, für die zweite Jahreshälfte preisen die Märkte sogar wieder einen leichten Rückgang der Zinssätze ein. Aufgrund der nach wie vor historisch hohen Bewertungsdifferenz zwischen Value und Growth Aktien behalten wir unser Übergewicht in Value Aktien vorerst bei. Chinesische Aktien haben wir aufgrund des zunehmenden Staats- und Parteieinflusses auf private Unternehmen und des Risikos einer geopolitischen Konfrontation Chinas mit dem Westen weiterhin nicht mehr im Portfolio.

Trotz der taktischen Erhöhung der Aktienquote im Dezember bleiben wir auf der Anleienseite vorerst bei einem defensiven Portfolio mit einer geringeren Zielvolatilität. Im Dezember haben wir von US inflationsgeschützten Anleihen und Euro inflationsgeschützten Anleihen in Euro Unternehmensanleihen, Euro Hochzinsanleihen, Lokalwährungsanleihen aus Wachstumsländern und Euro Staatsanleihen umgeschichtet, da wir von fallenden, wenn auch weiter erhöhten Inflationsraten ausgehen. Die Duration im Euro Anleihenportfolio ist weiterhin am unteren Ende der Bandbreite angesiedelt.

Den größten Anteil in der Anleihen-Allokation machen derzeit US-Staatsanleihen mit 25 % aus. Dahinter folgen variabel verzinsten Anleihen mit 18 %, Staatsanleihen aus Wachstumsländern in Lokalwährung mit 16 %, Euro-Staatsanleihen mit 14,5 %, Euro-Unternehmensanleihen aus dem Investmentgrade Segment mit 10,5 %, inflationsgeschützte Euro Staatsanleihen mit 5,5 %, Unternehmensanleihen aus Wachstumsländern mit 5 %, inflationsgeschützte US-Staatsanleihen mit 4 % und Euro Hochzinsanleihen mit 1,5 %. USD Hochzinsanleihen sind derzeit nicht im Portfolio.

Die höchsten Renditen in unserem Anleihen Portfolio weisen derzeit Euro Hochzinsanleihen mit 7,37 %, ohne Berücksichtigung erwarteter Kreditausfälle, auf. Dahinter folgen USD Hochzinsanleihen mit 7,04 %, allerdings vor Währungsabsicherungskosten und möglichen Kreditausfällen. Unternehmensanleihen aus Wachstumsländern rentieren mit 6,55 %, ebenfalls vor Kreditausfällen. Lokalwährungsanleihen aus Wachstumsländern weisen eine Rendite von 6,16 % auf, bei gleichzeitig historisch günstiger Bewertung der Währungen aber auch teilweise sehr hohen Inflationsraten. Die Rendite von Euro-Unternehmensanleihen liegt bei 3,86 % und USD-Staatsanleihen weisen eine Rendite von 3,61 % vor Währungsabsicherungskosten auf, variabel verzinsten Anleihen haben eine Rendite von 3,29 % und Euro-Staatsanleihen rentieren mit 2,32 % jetzt wieder deutlich positiv.

Das individuelle Kunden-Portfolio orientiert sich an den Ertragszielen, der Risikobereitschaft und dem Anlagehorizont des Investors. Das Portfolio setzt sich in Abhängigkeit des Kundenprofils zu unterschiedlichen Teilen aus Aktien, Anleihen, Multi-Asset Fonds und Alternativen zusammen. Das Ziel innerhalb des Anleihesegementes ist ein Mehrertrag über der Inflationsrate, um den realen Vermögenserhalt zu sichern. Dabei soll die Schwankungsbreite auf dem Niveau einer sicheren Veranlagung, in etwa jener von deutschen Bundesanleihen, liegen. Bonitäts-, Zinsänderungs- und Fremdwährungsrisiko spielen eine wesentliche Rolle in dieser Optimierung. Aktienseitig dient ein breiter Weltaktienindex inkl. Wachstumsländern als Risikovorgabe, der auch die regionale Gewichtung als Orientierung festlegt. Zudem erfolgt eine taktische Beimischung von defensiven, nachhaltigen oder Megatrend Aktien. Kombinierte Anlagen („Multi Asset“) dienen der taktischen Steuerung zwischen Aktien, Anleihen und Cash sowie der regionalen Aktiengewichtung. Alternative Anlagen sollen aktienähnliche Erträge erzielen, aber eine geringe Korrelation aufweisen und sich besonders in Aktienkorrekturphasen besser entwickeln.

Übersicht (Ziel-Allokation per 30. Dezember 2022)		IP 1	IP 2	IP 3	IP 4	IP 5
<b>Anleihen</b>		100	69	39	15	0
Anleihen - Staatsanleihen - Eurozone		20	14	8	3	0
Anleihen - Staatsanleihen - Industrieländer		0	0	0	0	0
Anleihen - Staatsanleihen - Wachstumsländer LC		16	11	6	2	0
Anleihen - Unternehmensanleihen - Wachstumsländer HW		5	3	2	1	0
Anleihen - Unternehmensanleihen - USD		0	0	0	0	0
Anleihen - Staatsanleihen - USA		29	20	11	4	0
Anleihen - Unternehmensanleihen - EUR		30	21	12	5	0
<b>Aktien</b>		-	24	50	71	83
Aktien - Europa		0	2	5	7	8
Aktien - USA		0	12	25	36	41
Aktien - Kanada		0	1	1	2	2
Aktien - Japan		0	1	2	3	3
Aktien - Asien ex Japan		0	1	1	2	2
Aktien - Wachstumsländer		0	3	6	8	9
Aktien - Global		0	5	10	14	17
<b>Alternatives</b>		-	2	4	5	8
Alternatives - Managed Futures		0	1	1	2	3
Alternatives - Private Equity		0	1	3	4	5
<b>Multi Asset</b>		-	5	7	8	10
Multi Asset		0	5	7	8	10
<b>Ertrag in EUR % nach Kosten vor Steuern</b>						
2022		-10,3	-11,8	-13,1	-14,4	-15,4
2022 Q4		-0,8	-1,1	-1,2	-1,2	-2,8
<b>Risiko</b>						
Portfolio		2,4	4,8	8,8	12,0	14,8
Alternatives		NA	0,0	0,0	0,0	0,0
Fixed Income		2,3	1,1	0,3	0,1	NA
Equity		NA	3,6	8,2	11,6	14,5

Angaben in %, Quelle: Kathrein Privatbank

## Umschichtungen

<b>September 21</b>	Umschichtung von defensiven Value Aktien (-5 % der Aktienquote) und nachhaltigen globalen Aktien (-2,5 % der Aktienquote) in Aktien nachhaltiger Unternehmen aus Megatrend-Sektoren (+7,5 % der Aktienquote).
<b>Oktober 21</b>	Absicherung des USD Währungsrisikos auf 25 % reduziert.
<b>Dezember 21</b>	Umschichtung von Euro Staatsanleihen (-3 %) in US-Staatsanleihen (+2 %) und variabel verzinsten Anleihen (+1 %).
<b>Februar 22</b>	Aktienquote taktisch um 30% der strategischen Aktienquote reduziert.
<b>Februar 22</b>	Umschichtung von nachhaltigen globalen Aktien (-2.5 % der Aktienquote) und Aktien nachhaltiger Unternehmen aus Megatrend-Sektoren (-2.5 % der Aktienquote) in defensive Value Aktien (+5 % der Aktienquote).
<b>Februar 22</b>	Abbau von EUR HY Anleihen (-2 %) und US HY Anleihen (-2 %), Umschichtung von US inflationsgeschützten Anleihen (-2 %), EM Lokalwährungsanleihen (-1%) und EM Unternehmensanleihen (-1%) in USD Staatsanleihen (+3 %), variabel verzinsten Anleihen (+2 %), EUR Staatsanleihen (+1 %), EUR inflationsgeschützten Anleihen (+1 %) und EUR Unternehmensanleihen (+1 %).
<b>April 22</b>	Umschichtung von Euro Staatsanleihen (-3 %) in Euro Inflationsgeschützte Anleihen (+1%) und EUR Unternehmensanleihen (+2 %)
<b>April 22</b>	Umschichtung von europäischen Aktien (-2.5 %) in US Aktien (+2.5 %)
<b>April 22</b>	Umschichtung von nachhaltigen globalen Aktien (-2.5 % der Aktienquote) in Aktien nachhaltiger Unternehmen aus Megatrend-Sektoren (+2.5 % der Aktienquote)
<b>April 22</b>	Verkauf aller chinesischer Aktien und Umschichtung des Erlöses in Aktien aus den restlichen Wachstumsländern
<b>September 22</b>	Umschichtung von US inflationsgeschützten Anleihen (-5 %) in USD Staatsanleihen (+5 %) und Umschichtung von Euro Staatsanleihen (-2 %) und Euro inflationsgeschützten Anleihen (-2 %) in Lokalwährungsanleihen aus Wachstumsländern (+4 %)
<b>Dezember 22</b>	Aktienquote taktisch um 30 % der strategischen Aktienquote erhöht.
<b>Dezember 22</b>	Umschichtung von US inflationsgeschützten Anleihen (-3 %) und Euro inflationsgeschützten Anleihen (-1,5 %) in EUR Unternehmensanleihen (+1,5 %), EUR HY Anleihen (+1,5 %), Lokalwährungsanleihen aus Wachstumsländern (+1,5 %) und Euro Staatsanleihen (+0,5 %).

## 6. Die wichtigsten Kathrein Modelle

### 6.1. Markttiming Aktien Gewichtung (Bull/Bear Modell)

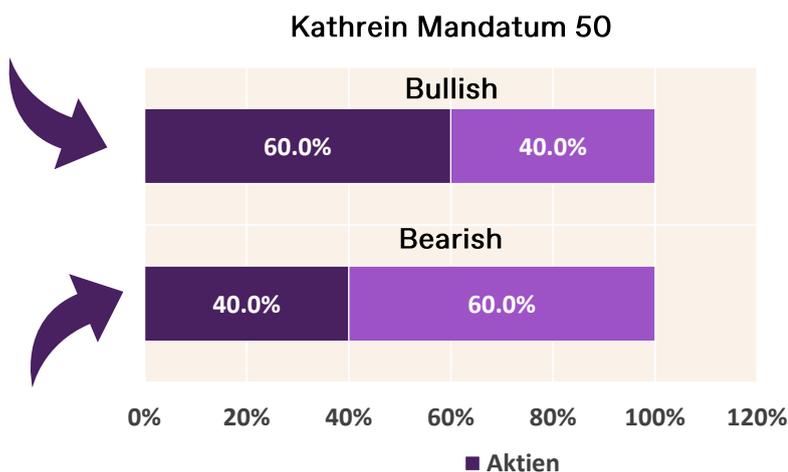
Die Steuerung der taktischen Aktien und Anleihen Gewichtung erfolgt mit dem Kathrein Bull & Bear Modell. Hier greifen wir auf Daten von Ned Davis Research zurück, einem langjährigen Research Partner von Kathrein. Dabei werden bewährte makroökonomische Indikatoren in Kombination mit Stimmungs- und technischen Indikatoren herangezogen. Auf dieser Basis erfolgt eine taktische Über- bzw. Untergewichtung der Aktienquote.

Das Modell ist bei Kathrein seit vielen Jahren erfolgreich im Einsatz, liefert stabile Ergebnisse und wurde bereits mehrfach ausgezeichnet. Marktumbrüche werden erkannt und Trends werden identifiziert.

Aktien / Anleihen Gewichtung			
50 % Interne Faktoren		50 % Externe Faktoren	
Global Stock Price 5-Day Momentum	täglich	DAVIS265 Sentiment Composite	täglich
Percent of MSCI ACWI Markets Above 50-Day Moving Average	täglich	Earnings Estimate Revision Breadth	täglich
Stock Price Overbought/Oversold Indicator	täglich	ACWI SHUT Index Relative Strength	täglich
Stock/Bond Relative Strength Moving Average Cross	täglich	Global High Yield Index Option Adjusted Spread	täglich
Rolling Drawdown of Stocks and Bonds	täglich	MSCI Earnings Growth Breadth	monatlich
Equal-Weighted vs. Cap-Weighted ACWI	täglich	Global PMI Manufacturing	monatlich
		NDR Global Recession Probability Model	monatlich

Quelle: Kathrein Privatbank

Das Modell setzt sich aus internen und externen Indikatoren (gleichgewichtet) zusammen und fließt als relative Beurteilung in eine Optimierung ein, wodurch die Über- bzw. Untergewichtung bestimmt wird.



Beispiel Kathrein Mandatum 50:  
 Der Kathrein Mandatum 50 hat eine strategische Aktien-Gewichtung von 50 %. Wenn das Modell eine Übergewichtung von Aktien anzeigt, sind wir „bullish“ und die taktische Aktienquote wird auf rund 60 % erhöht. Wenn das Modell eine Untergewichtung von Aktien anzeigt, sind wir „bearish“ und die taktische Aktienquote wird auf rund 40 % verringert.

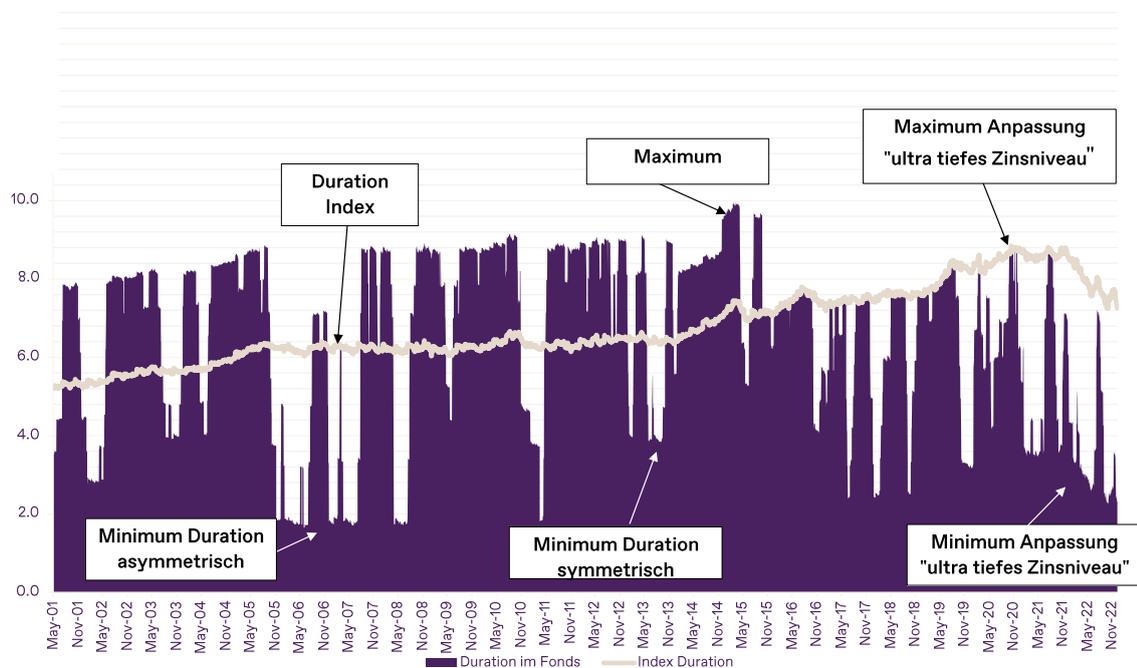
Quelle: Kathrein Privatbank

## 6.2. Laufzeitensteuerung (Duration-Modell)

In den Kathrein-Anleihen Fonds wird der kurzfristig erwarteten Zinsentwicklung durch eine Steuerung der Laufzeiten Rechnung getragen (Duration-Modell). Dies wird über drei Modelle in den Laufzeiten 2 Jahre (Schatz – Schatzanleihe), 5 Jahre (Bobl – Bundesobligationen) und 10 Jahre (Bund – Bundesanleihen) umgesetzt. Bei steigenden Zinsen wird die durchschnittliche Restlaufzeit in drei Stufen reduziert, fallen die Zinsen, wird in drei Stufen verlängert.

Theoretische Grundlage des Duration-Modells ist die Annahme, dass Zinsverläufe Trends unterliegen. Aufgabe des Duration-Modells ist es, diese Trends bzw. Trendwenden möglichst früh zu erkennen, um die Laufzeiten (Duration) entsprechend anpassen zu können.

Die Grafik zeigt die Duration Steuerung in unseren Rentenfonds am Beispiel des Kathrein Euro Bonds. Dabei gibt die helle Linie die Duration des Marktes und die brombeerfarbige Fläche die Duration des Fonds wieder. Diese sehr aktive Steuerung ermöglicht es, im Rentenbereich von Kurssteigerungen überproportional zu profitieren und Kursverluste (bei steigenden Renditen) abzufedern.



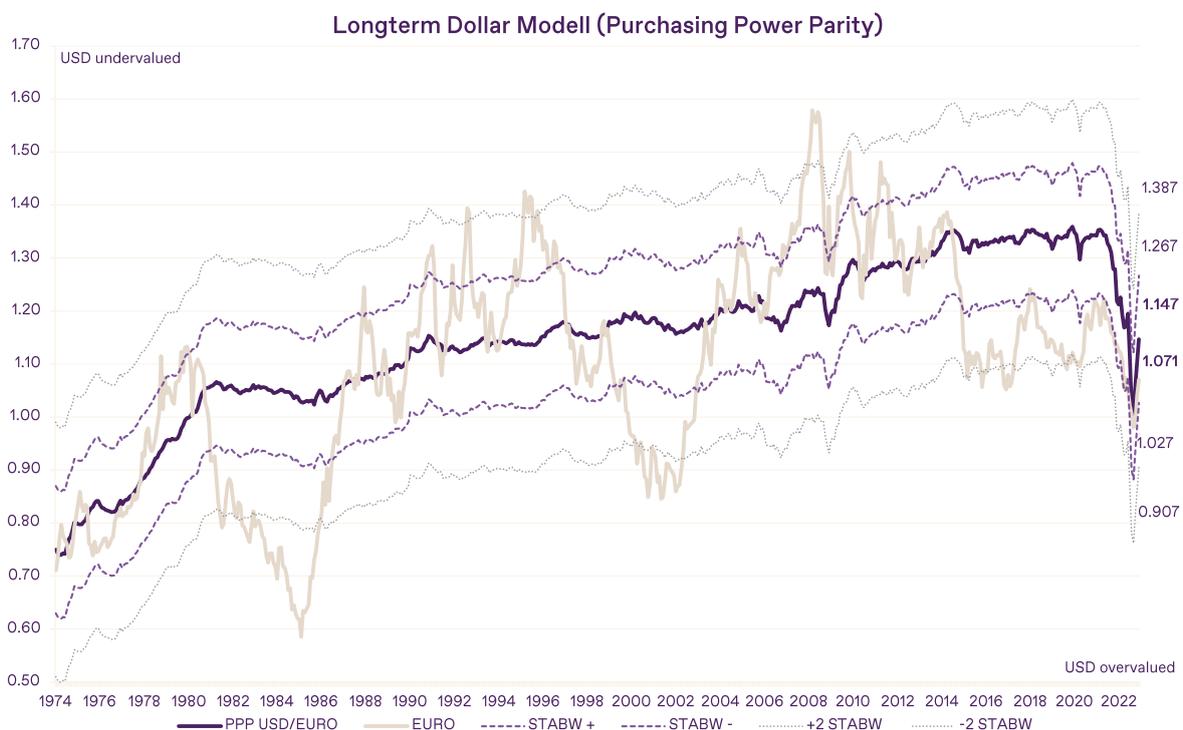
Quelle: Kathrein Privatbank

Zu Quartalsbeginn war das Schatz Modell (zweijährige Laufzeiten), das Bobl Modell (fünfjährige Laufzeiten) und Bund Modell (zehnjährige Laufzeiten) short. Mit einer kurzen Ausnahme von Anfang bis Mitte Dezember wurden die Short-Signale beibehalten. Alle drei Modelle waren dann aber wieder ab Mitte Dezember bis Quartalsende short.

## 6.3. Langfristiges USD-Modell

**(Purchasing Power Parity = PPP = 1,226)**

Die „Purchasing Power Parity“ oder Kaufkraftparität geht davon aus, dass gleiche Güter in verschiedenen Währungen den gleichen Preis haben müssen, da es ansonsten bei freiem Warenverkehr zu einem Ausgleich über reale Handelsströme kommt. Identische Warenkörbe vorausgesetzt, würden sich also unterschiedliche Inflationsraten letztendlich auf die Währungsrelation der Länder übertragen. Ein Land, dessen Inflation über einen beliebigen Zeitraum zum Beispiel um 10 % höher ist, müsste seine Währung um 10 % abwerten, damit die identen Warenkörbe wieder gleiche Kaufkraft repräsentieren. Nun ist die Realität nicht so idealtypisch wie die Annahmen der Kaufkraftparität, doch geben extreme Abweichungen zum theoretischen Kurs gute Signale auf Sicht von zwei bis drei Jahren.



Quelle: Kathrein Privatbank

**Am 30.12. lag der theoretische Kurs bei 1,147 USD für 1 EUR** mit einer Standardabweichung von 12 Cent. Aussagekräftiger ist der Wert von zwei Standardabweichungen, aktuell wäre der USD bei rund 0,907 deutlich überbewertet. Historisch gesehen wurde dieser Wert nicht länger als ein bis zwei Jahre unter/überschritten. Lediglich 1985, am Ende der amerikanischen Hochzinsphase, dauerte es zum Beispiel drei Jahre, bis sich der USD wieder in Richtung Parität hin abschwächte - dafür aber umso heftiger von 0,6 auf 1,2 in nur drei Jahren. In den letzten Monaten haben die sehr hohen Produzentenpreise in der EU die Purchasing Power Parity zugunsten des USD deutlich fallen lassen. Nun stellt sich eine Gegenbewegung ein, in der die Gaspreise in Europa wieder auf das Vorkriegsniveau zurückkehren. Damit könnte der Faire Wert wieder Richtung 1,35 gehen.

**Währungshinweis:** Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

## 7. Volkswirtschaftliche Daten, Zinsen und Aktienindikatoren

Um einen Eindruck über die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich wichtiger volkswirtschaftlicher Daten, der Zins- und Währungsentwicklung zu bekommen, werden in den folgenden Tabellen die Schätzungen großer Investmenthäuser zusammengefasst. Die zugrundeliegenden Daten werden von Bloomberg erhoben, wobei sich die befragten Institute von Quartal zu Quartal unterscheiden können. Folgende Häuser werden in der Regel befragt: Bank of America Merrill Lynch, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan, Bank of Tokyo, Bayerische Landesbank, Société Générale, Commerzbank, Crédit Lyonnais, Deutsche Bank, HSBC, Barclays, BNP Paribas, Royal Bank of Scotland, Credit Swiss, RBI, Danske Bank, UBS, Nomura, u.a.

### 7. 1. Volkswirtschaft

In den USA wird das Wachstum für 2022 bei 1,9 % und für 2023 bei 0,3 % gesehen, wobei im zweiten Halbjahr ein negatives Wachstum erwartet wird. Bei der Inflation geht man nun von einem Rückgang auf 3 % zu Jahresende und auf 4 % für das ganze Jahr 2023 aus, nach 8 % Preisanstieg im Jahr 2022. Der Arbeitsmarkt ist weiterhin in sehr guter Verfassung und die Arbeitslosenquote dürfte im Laufe des Jahres 2022 noch einmal zurückgehen und vielleicht sogar unter 4 % auf 3,7 % fallen. Damit haben wir laut Definition der FED Vollbeschäftigung. Der angespannte Arbeitsmarkt wird daher zu keiner Entspannung bei den Inflationsraten führen. Die hohen Budgetdefizite aus den Krisenjahren 2020 und 2021 sind vorerst Geschichte und mit einer Defizitprognose von 4,4 % ist man deutlich unter den Vorjahren.



	USA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BIP		2.2	2.9	2.3	-2.8	5.9	1.9	0.3
Inflation		2.1	2.5	1.8	1.2	4.7	8.0	4.0
Arbeitslosigkeit		4.4	3.9	3.7	8.1	5.4	3.7	4.4
Leistungsbilanz % BIP		-1.9	-2.1	-2.1	-2.9	-3.6	-3.9	-3.5
Budgetdefizit % BIP		-3.4	-4.2	-4.7	-15.6	-10.8	-4.4	-4.4
Staatsverschuldung % BIP		103.0	105.5	106.9	127.8	121.6	114.5	114.0
Leitzinsen		1.5	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	4.7
3M Zinssatz		1.7	2.8	1.9	0.2	0.2	4.3	4.4
10 jährige Renditen		2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	3.6	3.5
EURO/USD		1.20	1.15	1.12	1.22	1.14	1.00	1.08

Prognosewerte für 2022 und 2023  
Quelle: Bloomberg

Relativ ähnlich ist die Situation im EUR-Raum. Die Wachstumsprognosen mit 3,2 % sind sogar etwas höher als für die USA, die Inflationsprognosen ebenso. Für 2023 wird in der Eurozone ein Rückgang des Wachstums auf -0,1% und der Inflation auf 6,1% prognostiziert. Auch hier wurden die Zahlen in den letzten Wochen für das Wachstum reduziert und für die Inflation erhöht. Die Defizitzahlen für 2022 ähneln denen der USA, wenngleich seit 2015 die Defizite für den gesamten EUR-Raum immer unter denen der USA waren. Auch die Staatsverschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung ist deutlich besser für den gesamten EUR-Raum als für die USA. Dafür waren die wirtschaftliche Dynamik zum einen und die Beschäftigung zum anderen geringer als in den USA.



EUROZONE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BIP	2.6	1.8	1.6	-6.1	5.3	3.2	-0.1
Inflation	1.5	1.8	1.2	0.3	2.6	8.5	6.1
Arbeitslosigkeit	9.1	8.2	7.6	8.0	7.7	6.7	7.1
Leistungsbilanz % BIP	3.2	2.8	2.3	1.7	2.4	-0.2	0.6
Budgetdefizit % BIP	-0.9	-0.4	-0.6	-7.0	-5.1	-3.8	-3.7
Staatsverschuldung % BIP	87.9	86.0	83.9	97.0	95.4	88.6	87.1
Leitzins	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	3.1
3M Zinssatz	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	2.2	2.6
10 jährige Renditen	0.4	0.2	-0.2	-0.6	-0.2	2.1	1.9
EURO/USD	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1

Prognosewerte für 2022 und 2023

Quelle: Bloomberg

## 7.2. 10-jährige Renditen

2022 sind die Renditen weltweit deutlich angestiegen, so stieg auch in Deutschland die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen von -0,17% zu Jahresbeginn bis Ende Dezember auf 2,5% an. In den USA stiegen ebenso die vergleichbaren Renditen der US Treasuries von 1,48% auf 3,9%. Dieser Anstieg wurde nur kurzfristig vom Kriegsbeginn in der Ukraine und der Sommerrallye im Juli unterbrochen.

Die folgende Tabelle zeigt die aktuellen Renditen von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit und deren Renditeschätzungen.

	Analystenschätzungen 10 jährige Renditen				
	30.12.22	1Q 2023	2Q 2023	3Q 2023	4Q 2023
Deutschland	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9
Frankreich	3.1	3.0	2.9	2.8	2.5
Italien	4.7	4.4	4.3	4.2	3.9
USA	3.9	3.9	3.8	3.7	3.5
UK	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2
Japan	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2

Angaben in %  
Quelle: Bloomberg

Generell sehen die meisten Analysten in den nächsten zwölf Monaten leicht fallende Renditen in Europa und in den USA.

### 7.3. Kurzfristige Zinsen

Rückläufige Inflationszahlen, wenn auch noch auf hohem Niveau, haben in den USA den Druck auf die Fed, die Zinsen schneller und stärker zu erhöhen, genommen.

	Analystenschätzungen 3 Monatsveranlagung				
	30.12.22	1Q 2023	2Q 2023	3Q 2023	4Q 2023
EURO	2.1	2.7	2.7	2.7	2.6
USA	4.6	4.9	4.9	4.8	4.4
UK	3.7	4.0	4.0	3.8	3.7
Japan	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Schweiz	1.0	1.3	1.4	1.4	1.4

Angaben in %  
Quelle: Bloomberg

In den USA werden für das 4. Quartal 2023 die 3-Monats-Libor-Sätze bei 4,4 % gesehen. Der Höchststand wird mit rund 4,9 % im 1. Halbjahr erwartet.

In Europa werden bei den 3-Monats-Euribor-Sätzen Erhöhungen im ersten Halbjahr bis auf 2,7 % prognostiziert.

Sowohl EZB-Präsidentin Lagarde als auch US-Fed-Chair Powell wiesen in ihren Pressekonferenzen darauf hin, dass die Märkte die weiteren Schritte unterschätzen könnten.

Die Währungshüter der Bank of England um Notenbankchef Andrew Bailey erhöhten den Leitzins bereits mehrmals.

In Japan überraschte die Bank of Japan (BOJ) mit einer Ausweitung des oberen Bandes der akzeptierten Rendite für zehnjährige Staatsanleihen von 25 auf 50 BP, wodurch der Japanische Yen profitieren konnte, Aktien und Anleihen aber unter Druck kamen.

## 7.4. Aktienindikatoren

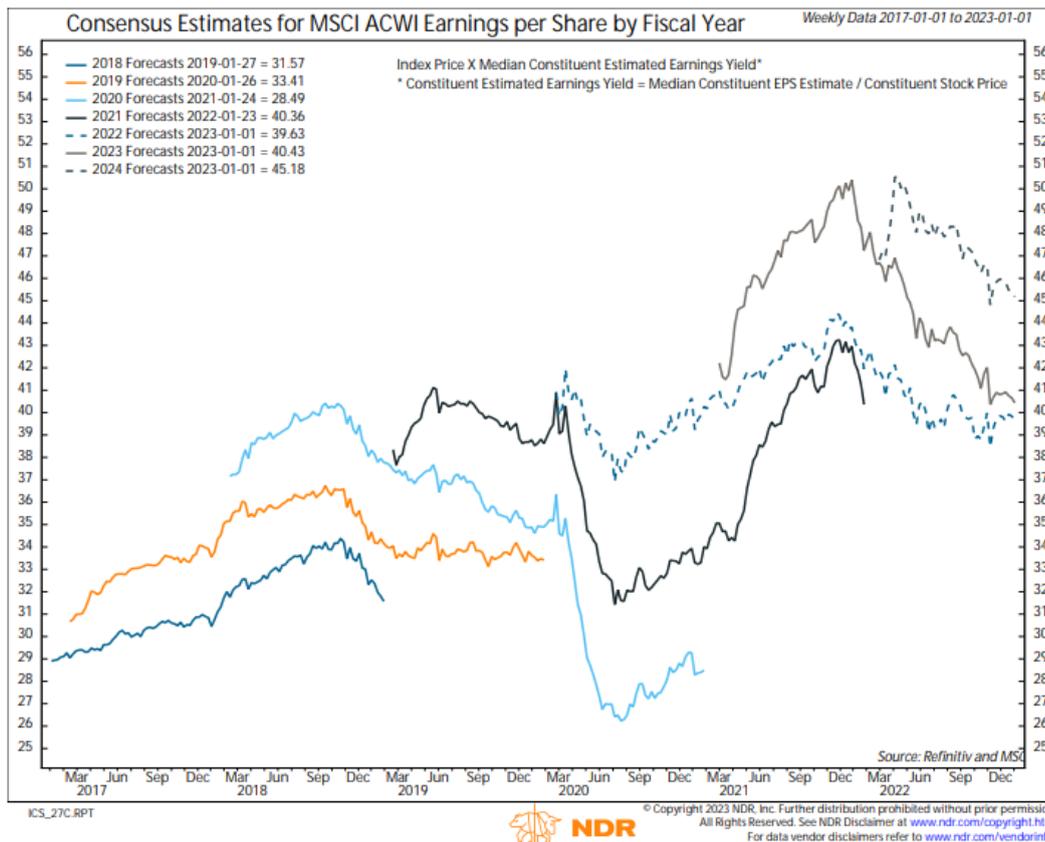
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Gewinnerwartungen („Forecasts“) der Analysten für den Weltaktienmarkt (MSCI All Country World Index) in unterschiedlichen Jahren (2018 bis 2023) im Zeitverlauf.

### Gewinnwachstum

In den kommenden Tagen beginnt die mit Spannung erwartete Berichtssaison der börsennotierten Unternehmen. Ob die Gewinnrevisionen nach unten einen Boden gefunden haben oder ob angesichts der drohenden Rezession die Erwartungen immer noch zu hoch sind, wird jedenfalls die weitere Entwicklung an den Aktienmärkten mit beeinflussen.

Die Grafiken zeigen die Entwicklung der Gewinnerwartungen der Analysten für die weltweit größten Unternehmen im Zeitablauf.

Die Gewinnerwartungen der Analysten für das vergangene Jahr (2022 = blau strichliert) sind seit dem Top Ende Dezember 2021 um ca. 10 % zurückgegangen. Mit USD 40,36 liegen die Erwartungen für das Jahr 2023 (graue Linie) in etwa gleich mit dem geschätzten Gewinn für das Jahr 2022, liegen aber noch unter dem Wert des Vorjahres. Bergauf soll es dann mit den Gewinnen weltweit wieder im kommenden Jahr gehen (2024 = grau-strichliert). Dann sollten die Gewinne mit USD 45,18 wieder deutlich höher ausfallen als in diesem Jahr.



Quelle: NED DAVIS Research

Werte der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung von Finanzinstrumenten.

## Fundamentale Bewertungskennzahlen

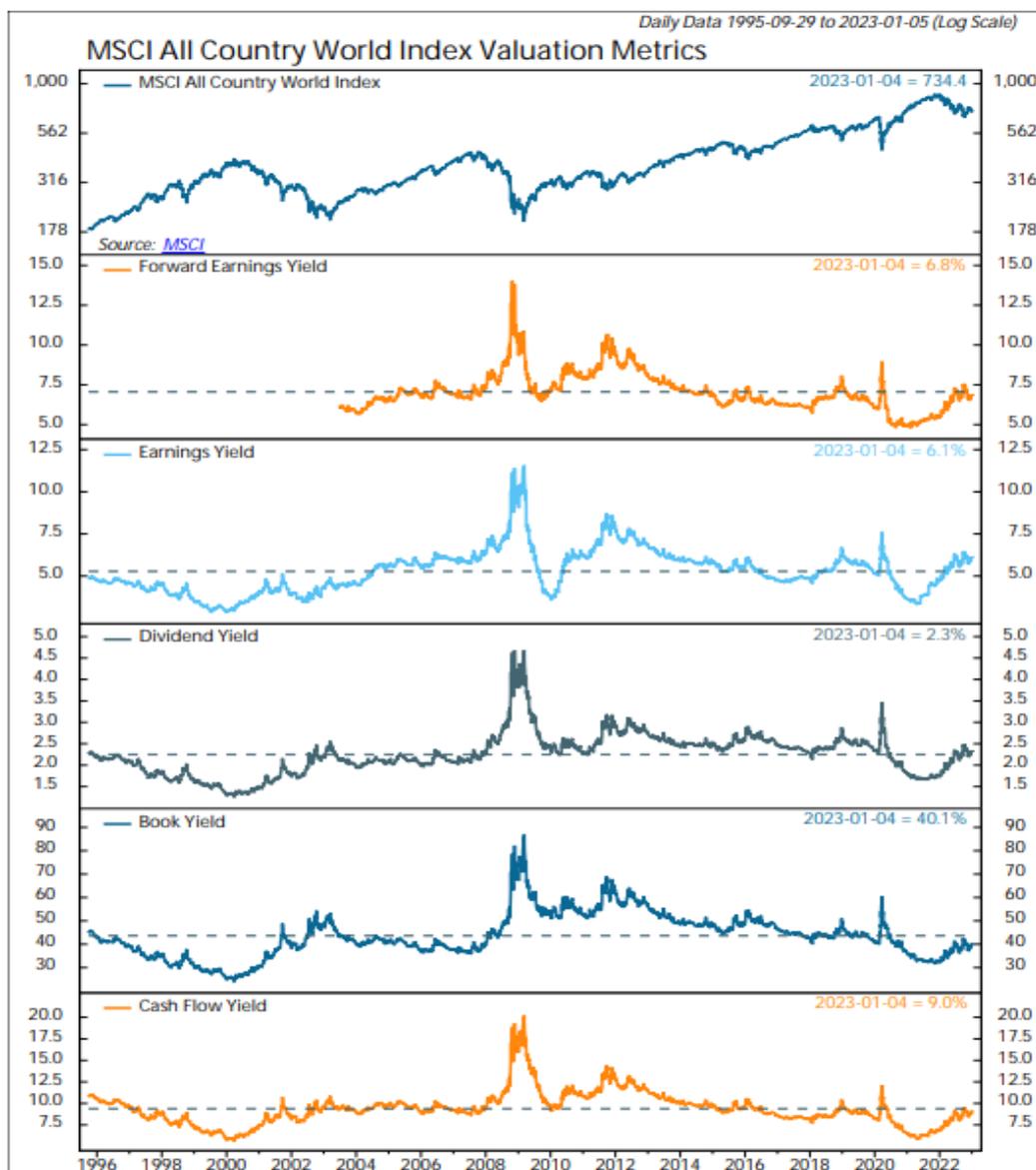
Die Forward Earnings Yield (Kehrwert des KGV) für 2023 liegt mit 6,8 % nun wieder unter dem langfristigen Mittelwert. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Konsens-Schätzungen beträgt somit 14,7.

Die aktuelle Earnings Yield (hellblaue Linie) ist auf 6,1 % angestiegen. Das entspricht einem aktuellen KGV in Höhe von 16,4.

Die Dividendenrendite beträgt aktuell 2,3 % und liegt damit beim langjährigen Mittelwert.

Die Book-Value-Yield liegt noch deutlich unter dem Durchschnitt und entspricht nun einem Preis-Buchwert-Verhältnis von 2,5. Dieser liegt ebenfalls unter dem Durchschnitt.

Die Cash-Flow-Yield hat sich leicht verbessert und liegt nun bei 9 %.



Quelle: NED DAVIS Research

Werte der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

## Zusammenfassung

- Im vierten Quartal wird in der Eurozone bereits ein negatives Wachstum von -0,4 % im Quartalsvergleich (QoQ) erwartet. Trotzdem wird das Wachstum mit 3,2 % für 2022 so hoch sein wie zuletzt 2007. Im ersten Quartal 2023 rechnet man ebenfalls noch mit einem negativen Wachstum, danach sollte es aber wieder bergauf gehen, sodass wir das Jahr mit einer schwarzen Null abschließen können. In den USA wird das negative Wachstum erst im dritten und vierten Quartal 2023 gesehen und die Wachstumsraten für 2022 bei 1,9 % und für 2023 bei 0,3 %. Das globale Wachstum wird 2023 bei 2,1 % nach 3,2 % 2022 erwartet.
- Mit Anfang Dezember haben wir unsere Untergewichtung auf der Aktienseite beendet, da vor allem unsere technischen Indikatoren ein Kaufsignal gegeben haben, während die volkswirtschaftlichen noch ein gemischtes Bild zeichnen. Wir setzen damit auf ein baldiges Ende der straffen Zinspolitik und nutzen die niedrigen Bewertungsniveaus.
- Die aktuellen Inflationszahlen würden zwar höhere Renditen rechtfertigen, die Märkte schauen aber schon ins nächste Jahr und erwarten eine schwache Rezession („Soft Landing“) mit einem deutlichen Rückgang der Teuerung. Daher ziehen die Bondrenditen nicht mit den Geldmarktsätzen mit und liegen in den USA und teilweise auch in Europa unter diesen, oder anders gesagt, die Zinskurven sind invers. Wir halten daher die Duration bei unseren Anleihenfonds kurz und gewichten Unternehmensanleihen stärker. Auch High Yield Anleihen werden vorsichtig aufgebaut.
- Rückläufige Inflationszahlen, wenn auch noch auf hohem Niveau, haben in den USA den Druck auf die Fed, die Zinsen schneller und stärker zu erhöhen, genommen. Aktuell wird das Höchst bei 4,95 % im 2. Quartal 2023 gesehen, wobei bis Ende 2023 sogar schon wieder Zinssenkungen erwartet werden. In der Eurozone könnte der Leitzins sogar auf 3,5 % bis Ende 2023 steigen, da die Inflationszahlen in Europa höher sind.
- Unser Basisszenario bei den Währungen ist ein festerer Euro, der sich in Richtung 1,1 EUR/USD entwickelt. Der Höhepunkt des Zinszyklus in den USA rückt näher und dieser wird schon im Vorfeld einen Wendepunkt des US-Dollars markieren. Die Zinsdifferenz spricht zwar für den USD, die EZB wird aber länger als die Fed die Zinsen anheben, wodurch der unterbewertete Euro eine Unterstützung erfährt.

## Disclaimer

Diese Unterlage ist eine Marketingmitteilung der Kathrein Privatbank Aktiengesellschaft (im Folgenden „Kathrein“) im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes 2018 und dient ausschließlich zur Information. Sie unterliegt daher nicht den Vorschriften des Wertpapieraufsichtsgesetzes, die für die Verbreitung von Finanzanalysen vorgesehen sind.

Obwohl wir der Meinung sind, dass die für diese Unterlage herangezogenen Quellen von dritten Anbietern verlässlich sind, können wir keine Haftung für Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wieder gegebenen Informationen übernehmen. Die Unterlage gibt den Stand zum Zeitpunkt der Erstellung dar, Änderungen des Inhalts dieser Unterlage behalten wir uns vor.

Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen daher nicht die individuellen Bedürfnisse der Anleger, insbesondere hinsichtlich der Ertragsziele und der Risikobereitschaft, oder die Geeignetheit der Finanzinstrumente für den Anleger. Der Inhalt dieser Unterlage ist nicht rechtsverbindlich und stellt keine Handlungsempfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung bezüglich aller Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte nur auf Grundlage eines Beratungsgesprächs und nicht allein auf Basis dieser Marketingmitteilung erfolgen. Kathrein erbringt keine Steuerberatung und übernimmt keine Haftung für eventuelle steuerliche Nachteile im Zusammenhang mit Wertpapiertransaktionen und Wertpapierveranlagungen ihrer Kunden. Die Besteuerung der Kapitaleinkünfte hängt von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein.

### Risiko- und Performance-Hinweis

Es ist zu beachten, dass Investments in Fonds neben Chancen auch Risiken bergen, so können Wert und Ertrag steigen, aber auch fallen. Simulierte künftige Erträge sind somit kein verlässlicher Indikator für die tatsächliche künftige Wertentwicklung einer Veranlagung. Allfällige in dieser Unterlage enthaltene Simulationsrechnungen beruhen nicht auf tatsächlichen Transaktionen, sondern rein auf historischen Daten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung einer Veranlagung zu. Performancezahlen nach OeKB-Methode entsprechen einer Nettoperformance, d.h. Kosten wie Verwaltungs-Gebühren oder sonstige dem Fondsvermögen angelastete Kosten wurden bereits berücksichtigt. Nicht berücksichtigt ist ein möglicher Ausgabe- oder Rücknahmeabschlag oder Steuerabgaben wie Kapitalertragssteuer oder Quellensteuern. Diese wirken sich bei Berücksichtigung in Abhängigkeit der konkreten Höhe entsprechend mindernd auf die Wertentwicklung aus. Wir weisen darauf hin, dass für Anleger mit anderer Heimatwährung als der Währung eines Finanzinstruments, die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen kann.

### Prospekthinweis

Die jeweils gültigen und veröffentlichten Prospekte, sowie die Kundeninformationsdokumente (Wesentliche Anlegerinformationen - KID) bzw. Informationen nach § 21 der von Kathrein verwalteten Fonds stehen in deutscher Sprache kostenlos auf der Internetseite [www.kathrein.at](http://www.kathrein.at) sowie auf Nachfrage bei Kathrein zur Verfügung. Die jeweils gültigen und veröffentlichten Prospekte, sowie die Kundeninformationsdokumente (Wesentliche Anlegerinformationen - KID) bzw. Informationen nach § 21 der von der von Kathrein Capital Management GmbH verwalteten Fonds in der aktuellen Fassung inklusive sämtlicher Änderungen seit



Erstverlautbarung stehen Ihnen in deutscher Sprache kostenlos auf der Website [www.masterinvest.at](http://www.masterinvest.at) und den jeweiligen Zahl- und Informationsstellen zur Verfügung.

#### Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken

Die von den Produktherstellern veröffentlichten Informationen zu Nachhaltigkeitsrisiken und deren zu erwartenden Auswirkungen auf die Rendite werden den Anlegern zur Verfügung gestellt und im Zuge des Beratungsgespräches besprochen. Grundsätzlich sieht Kathrein die Auswirkung der Nachhaltigkeitsrisiken bei Finanzprodukten, die ökologische oder soziale Merkmale berücksichtigen, niedriger als bei Finanzprodukten, die diese Kriterien im Zuge der Veranlagung nicht berücksichtigen. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken kann nach unserer Einschätzung zumindest auf längere Sicht einen positiven Einfluss auf die Rendite haben, da durch die resultierende geringere oder gänzlich fehlende Gewichtung von Wertpapieren von Ausstellern mit Nachhaltigkeitsrisiken im Anlageportfolio allenfalls überproportional schlechte Ergebnisse aufgrund des Eintretens eines Nachhaltigkeitsrisikos abgemildert oder gänzlich vermieden werden können. Die Richtlinie von Kathrein zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken ist auf unserer Website [www.kathrein.at](http://www.kathrein.at) verfügbar.

#### Offenlegungspflichten nach § 25 Mediengesetz

Herausgeber und Medieninhaber: Kathrein Privatbank Aktiengesellschaft, Wipplingerstraße 25, 1010 Wien, Handelsgericht Wien, FN 144838y

Jede Form der Veröffentlichung ist untersagt.

