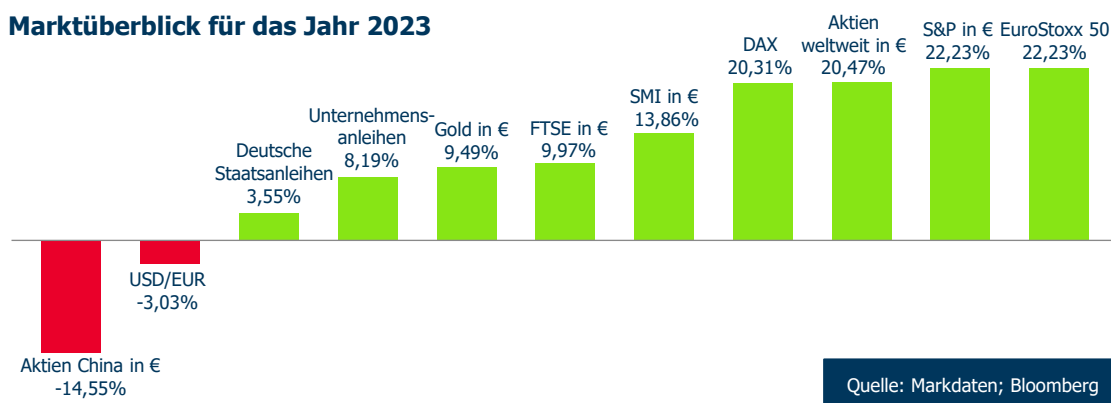


## 1. Überblick

Mit gemischten Gefühlen gingen die Anleger in das Jahr 2023, nachdem 2022 ein Jahr zum Vergessen war, in dem der S&P 500 rund 20 % verlor, der Nasdaq um ein Drittel einbrach und auch der DAX massive Verluste hinnehmen musste. "Eine drohende Rezession" war zu Beginn des Jahres 2023 der Konsens der Marktteilnehmer, die zu einer rekordniedrigen Positionierung sowie einer gedrückten Stimmung führte. Der Markt blieb das komplette Jahr über überraschend widerstandsfähig und frustrierte viele Marktteilnehmer, die für die Rallyes von S&P (+ 26%), Nasdaq (+ 50%) und auch DAX (+ 20%) nicht richtig positioniert und entsprechend unterinvestiert waren. Das schwierige geopolitische Umfeld während des kompletten vergangenen Jahres führte ebenso zu einer geringen Risikoneigung bzw. breiten Zurückhaltung gegenüber Aktien und anderen Risikoanlagen. Hinzu kam es zu einem heftigen „Nachbeben“ der lockeren Geldpolitik: Die regionale US-Bankenkrise. Die Silicon Valley Bank, die Signature Bank und die First Republic waren hierbei die prominentesten Dominosteine, die fielen, was auf ein Missmanagement der Zinsrisiken zurückgeführt wurde. Regionalbanken waren nicht auf dem Radar der Anleger als potenzielle Epizentren von Kollateralschäden aus der Ära des günstigen Geldes. Die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS war eines der überraschendsten Ereignisse des Jahres 2023. Rezession, eine Implosion des Gewinnwachstums und die mangelnde Klarheit über die weitere Entwicklung der US-Notenbankpolitik waren zu Beginn drei belastende Einflussfaktoren, die sich aber im Laufe des Jahres auflösten. Unternehmens- und Staatsanleihen konnten sich besonders in der zweiten Jahreshälfte positiv entwickeln, als klarer wurde, dass die Inflationsraten ihre Höchststände erreicht hatten und den Notenbankern der Druck für weitere Zinserhöhungen genommen wurde.

### Marktüberblick für das Jahr 2023



Welche Themen beschäftigen uns im Jahr 2024? Folgende Themen behalten wir besonders im Blick: Ein bewussterer Umgang mit den aktuellen Makrorisiken ist elementar. Der Makroausblick ist komplexer und diffuser geworden. Die nachgelagerte Wirkung der restriktiven Notenbankpolitik ist noch immer nicht in vollem Umfang sichtbar und erschwert Prognosen für die kommenden Monate. Neben den schon vorhandenen geopolitischen Krisenherden, ist seit dem 7. Oktober mit dem Krieg zwischen Israel und Gaza ein weiterer hinzugekommen, der einen Flächenbrand auslösen könnte.

In vielen Ländern hat die Fiskalpolitik bei der Steuerung der Wirtschaftszyklen die Führungsrolle übernommen und ist damit zu einem zentralen Element des staatlich unterstützten Kapitalismus geworden. Dieser fiskalpolitische Aktionismus gewinnt bei geopolitischen Konflikten besonders stark an Popularität. Wie lange dieser noch finanzierbar ist, bleibt eine entscheidende Frage.

Innovationstrends sollten wieder wesentlich sein, da sie immer stärkeren Einfluss auf das neue Marktregime und den langfristigen Wachstums- und Inflationsausblick nehmen. Verschiebungen in der Rentabilität sind die Folgen. Wir sehen in ihnen heute und bis weit in die Zukunft eine wichtige Renditequelle. Innovation, wie bspw. die „Abnehmspritze“, die einen Gewichtsverlust ohne Diät verspricht oder künstliche Intelligenz (KI), die die Effizienz der gesamten Wirtschaft steigern soll, sind Beispiele, die sich sowohl in unseren vier Zukunftsbranchen (DIGITALISIERUNG, GESUNDHEIT, AGRAR & ERNÄHRUNG, WASSER & UMWELT) wiederfinden, aber auch immer stärkeren Einfluss in unserem (Arbeits-)Alltag finden und diesen effizienter machen sollten.

Zu guter Letzt die Tatsache, dass die finanzielle Repression (negative Realzinsen) beendet ist und es Zinserträge am Markt gibt. Diese Normalisierung der Zinsen aufgrund der Inflationsbekämpfung der Notenbanken hat dazu geführt, dass Kapital wieder etwas kostet und Anleger in ihrer Anlagenaufteilung einen sicheren und teils sehr gut verzinsten Baustein allokalieren können.

## 2. Unsere Einschätzungen im Überblick

### **WIRTSCHAFTSWACHSTUM:**

Wir sehen in diesem Jahr ein Rezessionsrisiko in den USA von nur noch ca. 30%. Das Wachstum der Realeinkommen zeigt sich recht robust. Die Wirtschaft wird weniger durch geldpolitische Straffungsmaßnahmen belastet. Die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe erholt sich, und die Zentralbanken sind zunehmend bereit, im Fall einer drastischen Wachstumsverlangsamung vorsorglich Leitzinssenkungen, sog. „Insurance Cuts“, zu beschließen. Rund 2% Wachstum sollten in den USA möglich sein, was zwar geringer als 2023 wäre, aber immer noch höher als in Europa (ca. 1,2%) liegen sollte. China tut sich weiter schwer. Der Immobilienmarkt, der Konsument und die hohe Jugendarbeitslosigkeit (offiziell bei 21%) sind enorme Bremsklötze, die gelöst werden müssen.

### **GELDPOLITIK:**

Die Zentralbanken werden voraussichtlich einen vorsichtigen Ansatz verfolgen, wenn statt des Inflationsrisikos das Wirtschaftswachstumsrisiko in den Vordergrund rückt. Wir gehen davon aus, dass die EZB mit Leitzinssenkungen im Sommer 2024 beginnen wird. Sollte sich die gesamtwirtschaftliche Aktivität deutlich verschlechtern, sind sogar noch frühere Zinsschritte möglich. Für die USA hingegen rechnen wir angesichts des robusten Wachstums mit einer Zinspause bis mindestens zum Q3/24. Damit sind wir deutlich vorsichtiger als die allgemeinen Markterwartungen.

### **WAHLEN:**

2024 finden in 76 Ländern regionale, nationale und Parlamentswahlen statt. Davon werden mehr als 50% der Weltbevölkerung und fast 60% des Welt BIP betroffen sein. Diese politische Landschaft könnte für neue Instabilität in einer Welt sorgen, die bereits unter erhöhter geopolitischer Unsicherheit leidet. Taiwan, die Europa Wahl und die US-Wahl sollten besondere Beachtung finden.

### **INFLATION:**

Die Inflation wird in den USA 2024 weiter zurückgehen, denn die Lage an den Arbeitsmärkten entspannt sich. Außerdem hält die Normalisierung der Preise für Güter und Dienstleistungen an. Zähe Mietpreise könnten einen stärkeren Rückgang der Inflation bremsen. In Europa schwächt sich die Konsumnachfrage trotz des erhöhten Lohnwachstums ab. Dadurch können Kosten eventuell nicht mehr weitergereicht werden, was zu nachlassendem Preisdruck bei Dienstleistungen führen dürfte. Höhere Energiepreise und hohe Lohnforderungen bleiben aber weiter ein Risiko.

### **AKTIEN:**

Es wird ein Geduldsspiel werden. Die positive Marktstimmung könnte noch etwas anhalten. Im Laufe des Jahres wird es aber vermutlich schwieriger werden. Zinsen könnten nicht so schnell gesenkt werden wie angenommen, Wachstumsprobleme dürften auftreten und die fiskalpolitischen Stimuli werden nicht mehr in der Höhe gewährt wie noch 2023. Die Skepsis der Marktteilnehmer Anfang 2023 ist inzwischen einer gesunden Zuversicht gewichen, so dass Unterinvestitionen bei den großen Marktteilnehmern eher nicht bestehen. Wir bleiben vorsichtig und halten eine Kombination aus Value-Werten in Verbindung mit Big-Cap Wachstumsaktien für die erfolversprechendste Strategie.

### **ZINSEN:**

Die fulminante Kehrtwende an den Anleihemärkten im letzten Quartal 2023 mit deutlichen Renditerückgängen schafft eine gemischte Ausgangslage für das neue Jahr. Die hohen Markterwartungen an die EZB / FED bergen Enttäuschungspotenzial, da sich das „letzte Prozent“ in der Inflationsbekämpfung zur Zielerreichung (2%) schwierig gestalten könnte. Wir erwarten die 10Y Bund Renditen in einer Spanne von 1,8% - 2,5%, was Chancen bei der aktiven Steuerung der Portfolioduration eröffnet. Favorisiert werden Unternehmensanleihen sehr guter Bonitäten und klassische Pfandbriefe.

### **WÄHRUNGEN:**

Zinspolitik und Zinsdifferenzen zwischen den Währungsräumen bleiben ein wesentlicher Faktor für die Währungskursentwicklung. Die FED könnte früher mit Zinssenkungen beginnen. Auch werden die hohen Haushaltsdefizite und die ausufernde Staatsverschuldung in den USA zunehmend kritisch betrachtet. Wir erwarteten eine Handelsspanne zwischen 1,05 und 1,15 EUR/USD für den Verlauf des Jahres 2024.

### **GOLD:**

Mit sinkenden Realzinsen wird auch Gold weiter Rückenwind verspüren. Sollte sich die erste Zinssenkung abzeichnen, dürfte Gold weiter hinzugewinnen. Abgesehen davon ist die geopolitische Lage schwierig und komplex. Gold als Versicherung und Risikodiversifikationsfaktor dürfte weiterhin von Anlegern gesucht sein, da es für den Fall der Fälle ein wichtiger Bestandteil im Portfolio ist.

### 3. Der Bericht vom Markt – Globale Sicht

Der November war seit vielen Jahren einer der besten Monate am Kapitalmarkt und auch der Dezember konnte noch einmal seine saisonale Stärke zum Ausdruck bringen. Das galt für Aktien, wie auch für Anleihen gleichermaßen. Somit schloss das Börsenjahr 2023 deutlich positiv ab, was viele Marktteilnehmer stark überraschte. Welches aber sind die Strömungen, auf die im neuen Jahr zu achten sein wird? Wir wagen einen Blick auf mögliche strukturelle Treiber und deren Auswirkungen:

Grundsätzlich bleibt aus dem letzten Jahr festzuhalten, dass der Einfluss der Finanzmärkte auf die Realwirtschaft schlicht zu groß und die weltweite Verschuldung zu systemisch ist, als dass sich die Zinsen über längere Zeit auf einem sehr hohen Niveau halten könnten. Auch aus diesem Grund nutzen inzwischen die Notenbanken ihre Bilanzen, um aufflackernde systemische Risiken gleich im Keim zu ersticken. Gut erkennbar war dies bei der Regionalbankenkrise in den USA im März 2023. Somit bleiben die Notenbanken in ihrem Handeln durch die latente Gefahr von systemischen Risiken eingeschränkt. Der Kapitalmarkt dagegen besitzt eine Art „Notenbank – Put“, also die Gewissheit, dass bei systematischen Risiken oder drohenden „Unfällen“ die Notenbanken eingreifen werden bzw. müssen.

Angesichts des in den letzten Jahren komplexen und fragilen geopolitischen Umfeldes mit seiner Multipolarität, sowie den Auswirkungen der Corona Pandemie verwundert es kaum, dass der Übergang zu einem staatlich unterstützten Kapitalismus weiter vorangetrieben wurde und sich zuletzt sogar noch beschleunigte. Ob „Sondervermögen“ oder „Inflation Reduction Act“, viele Länder betreiben aktive Industrie- und Fiskalpolitik. Galt sie früher als ineffizient oder sogar verpönt, ist hier ein radikaler Paradigmenwechsel erkennbar. Gründe dafür finden sich in massiven Ungleichheiten, Überalterung der Gesellschaft und eines stagnierenden Wirtschaftswachstums. Diese Art der fiskalpolitischen Dominanz erschwert aus Investorensicht eine schlüssige Interpretation eines Wirtschaftskreislaufes, da Ankündigungen, wie auch die effektive Umsetzung stark voneinander abweichen können. So dürften sicher auch in Europa die Rufe lauter werden, noch einmal aktiv zu werden, da Kosten für die Sicherheit der Energieversorgung und der Landesverteidigung stark steigen werden. Ein europäischer Wiederaufbaufonds Teil 2 – evtl. mit einem Hauptnutznießer Deutschland und im Gegenzug Zugeständnissen in Richtung einer europäischen Fiskalunion – sollte aus unserer Sicht nicht ausgeschlossen werden. Die derzeitige Situation des Bundeshaushaltes erhöht den Druck – auch für eine europäische Lösung. Zumal auf ein exportlastiges Europa in einer multipolaren Welt, in welcher strategische Rückverlagerungsaktivitäten (Reshoring) aus Gründen der nationalen Sicherheit zunehmen, ein immer stärkerer Druck zum Handeln entstehen wird.

Die damit einhergehende Dominanz der Fiskalpolitik war auch der Grund für die unerwartet rasche Normalisierung der Zinsen, was als gesunde Entwicklung zu bewerten ist und zudem neue Chancen schafft. Über die letzten 150 Jahre schwankte die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen meist zwischen 3% und 5%. Somit ist der erfolgte Zinsanstieg nichts anderes als die Rückkehr zum Mittelwert. Die Maßnahmen der Geldpolitik im vergangenen Jahrzehnt waren rückblickend ein großes Experiment. Zentralbanken haben ihr Instrumentarium zur Konjunktursteuerung dadurch deutlich erweitert.

Es stellt sich nun die Frage, ob das aktuelle Zinsniveau nachhaltig nach oben verlagert wurde oder ob wir in Zukunft auch wieder zur finanziellen Repression (also negativen Realzinsen) zurückkehren könnten. Nachdem die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im Oktober 2023 die 5%-Grenze nach oben durchbrochen hatte und die kurzfristigen Zinsen wohl bis in das erste Halbjahr hinein bei über 5% verharren dürften, kann man durchaus diese These vertreten. Aber werden die Null- bzw. Negativzinsen, die quantitativen Lockerungen und die von der modernen Geldtheorie (Modern Monetary Theory) inspirierten geldpolitischen Maßnahmen wirklich der Vergangenheit angehören? Wir glauben – wie übrigens der Markt – nicht daran, denn grundsätzlich erkennen wir nicht, dass sich die US-Wirtschaft – wie übrigens die weltweite – dahingehend verändert hat, dass Zinsen für längere Zeit auf höherem Niveau gehalten werden könnten. Aus unserer Sicht dürften spätestens ab dem 3. Quartal Zinssenkungen der FED vorgenommen werden. Es gibt Experten, die schon im 1. Quartal Zinssenkungen erwarten und dieses mit einer sehr wahrscheinlichen Präsidentschaftskandidatur von Donald Trump begründen. Trump war in den Jahren 2018 und 2019 einer der Hauptkritiker der FED. Er griff den Notenbankchef Powell wiederholt schonungslos an, da er damals seine Politik für zu straff hielt. Powells überraschende Kommentare im Dezember 2023, dass die FED keine weitere Erhöhung der Zinsen mehr vornehmen und nun über einen Zeitpunkt für Zinssenkungen diskutieren würden, könnten den Verdacht schüren, dass er absichtlich versucht, Joe

Biden bei seinem erwarteten erneuten Aufeinandertreffen mit Donald Trump wirtschaftlich Auftrieb zu geben. Auch deutet es darauf hin, dass die Notenbanker es vorziehen würden, zu handeln, bevor der Präsidentschaftswahlkampf an Fahrt aufnimmt, und nicht unmittelbar vor den Wahlen im November. Somit könnten – so die Spekulation – Zinssenkungen auch schon im ersten Halbjahr erfolgen.

Fakt aber bleibt, Kapital kostet wieder Geld und wird zukünftig auch zielgerichteter und effizienter in der Wirtschaft allokiert werden müssen. Damit setzt ein notwendiger und auch kreativer Selbstreinigungs- und Erneuerungsprozess bei Unternehmen ein, der ein nachhaltigeres Wachstum der Wirtschaft fördert. Das effektivere Einsetzen in Kombination mit einem neuen Innovationszyklus – hier sei die künstliche Intelligenz (KI) genannt – könnte eine treibende Kraft für das kommende Jahrzehnt werden und zu massiven Produktivitätssteigerungen führen.

Aus diesem Grund sehen wir besonders bei Investition in unsere Zukunftsbranchen einen nachhaltigen Mehrwert für Portfolios. Produktivitätssteigerungen sind vonnöten, da durch die geopolitischen Spannungen der letzten Jahre, sowie der strategischen Konfrontation zwischen China und den USA, das weltweite Umfeld insgesamt komplex und fragil geworden ist. Die sogenannte „Friedensdividende“ gibt es seit Kriegsausbruch in der Ukraine im Jahr 2022 nicht mehr und Protektionismus, ein fragmentierter Welthandel sowie geostrategische Sektoren, die als außenpolitische Waffe eingesetzt werden, scheinen in der heutigen Zeit nicht die Ausnahme, sondern eher die Regel zu sein. Wir gehen davon aus, dass die makroökonomische Volatilität aufgrund der neuen geopolitischen Lage auf einem höheren Niveau bleiben und auch erhebliches globales Wachstum kostet wird.

Hinzu kommt, dass China weiter in einer Schwächephase steckt. Es kämpft mit strukturellen Herausforderungen, die sich sowohl aus der ungünstigen demografischen Entwicklung des Landes als auch aus schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, ausgelöst durch den Immobiliensektor, ergeben. Auch die jüngsten staatlichen Unterstützungsmaßnahmen verfehlten ihr Ziel, das Konsumentenvertrauen in China wiederherzustellen. Der hochverschuldete Privatsektor spart derzeit sein Geld, anstatt es zu konsumieren. Die Jugendarbeitslosigkeit liegt bei 21% und darf aktuell nicht mehr veröffentlicht werden. All das bestätigt unsere vorsichtige Haltung zu China Investments, zumal in letzter Zeit ebenfalls wieder Regulierungen digitaler Plattformen zu beobachten waren.

Das Jahr 2024 wird ein globales Wahljahr sein, mit allen Unsicherheiten und möglichen Instabilitäten, die Wahlen zur Folge haben können. Fast die Hälfte der Weltbevölkerung wird zur Wahlurne gerufen. Über 70 Wahlen werden abgehalten. In einigen Fällen werden die Auswirkungen der Ergebnisse rein lokaler Natur sein, aber andere Wahlen werden globale Bedeutung haben. Dabei stehen die US-Wahlen im November im Mittelpunkt des Interesses. Mit Prognosen und Auswirkungen sollte man immer vorsichtig sein. In den US-Wahlvorschauen wird immer wieder betont, dass die US-Präsidentschaftswahlen zwar wichtig seien, aber besonders die Zusammensetzung des Kongresses und Senats eine wesentliche Rolle spielen wird. Größere und schnellere Stimulus-Maßnahmen wären möglich, wenn einer Partei der Sieg in beiden Kammern gelänge. Die Handelspolitik dagegen wird weitgehend von der Exekutive bestimmt, wie wir bei den Zöllen auf chinesische Importe während der letzten Trump-Regierung gesehen haben. Dieses könnte entsprechend zu geopolitischen Spannungen führen, besonders wenn es Donald Trump ein zweites Mal schaffen sollte. Einen wahlentscheidenden Einfluss könnte die Entwicklung der US-Wirtschaft im Vorfeld der Wahl spielen, besonders wenn sie in eine Rezession abgleiten sollte. In einem solchen Szenario würden die Anleger die Wahl zu Recht als einen Katalysator für eine fiskalische Reaktion mit Auswirkungen auf Zinssätze und die US-Aktienmärkte betrachten. Auch sektorspezifische Veränderungen könnten je nach Wahl des Präsidentschaftskandidaten eintreten und Branchen wie Energie, saubere Technologie und Gesundheitswesen kursmäßig erheblich beeinträchtigen.

Die Wahlen im Januar in Taiwan haben ebenfalls klare geopolitische Implikationen. Umfragen zufolge ist das Rennen der beiden größten Parteien des Landes sehr knapp. Beide Parteien haben unterschiedliche Auffassungen über die Beziehungen Taiwans zur chinesischen Zentralregierung, so dass auch hier weitreichende Folgen auf die Beziehung der USA zu China entstehen könnten. Die anstehende Europawahl im Juni, in der ein Rechtsruck erwartet wird, könnte Implikationen auf den Zusammenhalt Europas haben und auch außenpolitisch ein verändertes Vorgehen erzeugen.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass vieles auf sehr vielen Ebenen in Bewegung ist und im Laufe des Jahres noch zu weiteren Veränderungen führen kann. Die Komplexität und die damit verbundenen Herausforderungen denen Anleger gegenüberstehen, steigen enorm. Die Auswirkungen oder auch gewisse Interdependenzen sind mitnichten einfach zu bestimmen und schüren Unsicherheit.





In einem solchen Investmentumfeld sollten unserer Meinung nach einkommensorientierte Strategien wieder eine Renaissance feiern können. So sehen wir an den Anleihemärkten weiteres Potenzial, da sich eine gute Rendite (auch über längere Laufzeiten) gesichert werden kann. Anleger können sich qualitativ hochwertige Einkommensströme sichern und dabei komfortabel ihre Kaufkraft erhalten. Allgemein gilt, ein stetiger Einkommensstrom in Zeiten makroökonomischer Unsicherheit ist zunehmend wertvoll. Dieses sollte neben Anleihen auch Aktien, die eine attraktive und stabile Dividende erwirtschaften, wieder stärker in den Fokus rücken.

In Zeiten einer multipolaren Welt mit erheblicher makroökonomischer Unsicherheit ist es sinnvoll, das Anlageuniversum genau zu umreißen und entsprechend einzuschränken. Reale Werte werden wichtiger, und zwar in Staaten mit tragbaren politischen Risiken. Somit sind Unternehmen aus Ländern mit einer sicheren Wertaufbewahrungsfunktion wie den USA, Großbritannien, der Schweiz oder auch skandinavischen Ländern besonders interessant. Diese Märkte zeichnen sich durch stabile Bedingungen und Regeln aus, in denen Aktionäre einen umfassenden Schutz genießen. Ebenfalls sollte sich auf Branchen konzentriert werden, die ein wertschaffendes Geschäftsmodell vorweisen und Teile ihres Cash-Flows auch an die Aktionäre ausschütten. Gerade in Branchen wie BASISKONSUM, GESUNDHEIT oder auch bei VERSORGER lassen sich hierfür gute Beispiele finden.

In der Strukturierung der Asset Allokation darf dabei nicht vergessen werden, dass sich trotz aller Unsicherheit der beginnende Innovationszyklus weiter ausbreiten und unserer Ansicht nach zu deutlichen Wertsteigerungen führen wird. Somit gehören u.a. auch US-amerikanische Werte aus der Branche DIGITALISIERUNG in einen gut diversifizierten Aktienbaustein eines Portfolios. Jede technische Fortschrittswelle wurde in den letzten zwei Dekaden durch US-Unternehmen angetrieben, da dort die besten Voraussetzungen für Innovation vorherrschen. Ob Cloud, Big Data oder jetzt KI, alle wichtigen technologischen Fortschritte fanden dort ihren Ursprung. Eine Fortsetzung der Hausse im Bereich DIGITALISIERUNG über das letzte Jahr hinaus sollte nicht ausgeschlossen werden.

Hinzu kommt, dass auch Gold seinen Platz in der Asset Allokation eines breit diversifizierten Portfolios gefunden hat. In einer stetig unsicherer werdenden Welt mit all ihren geopolitischen Krisenherden fungiert es als ruhiger und sicherer Anker, der besonders dann funktioniert, wenn Aktien wie auch Anleihen schwierige Phasen durchstehen müssen.

## 4. Aktienmarkt

### 4.1 Ein gutes letztes Quartal

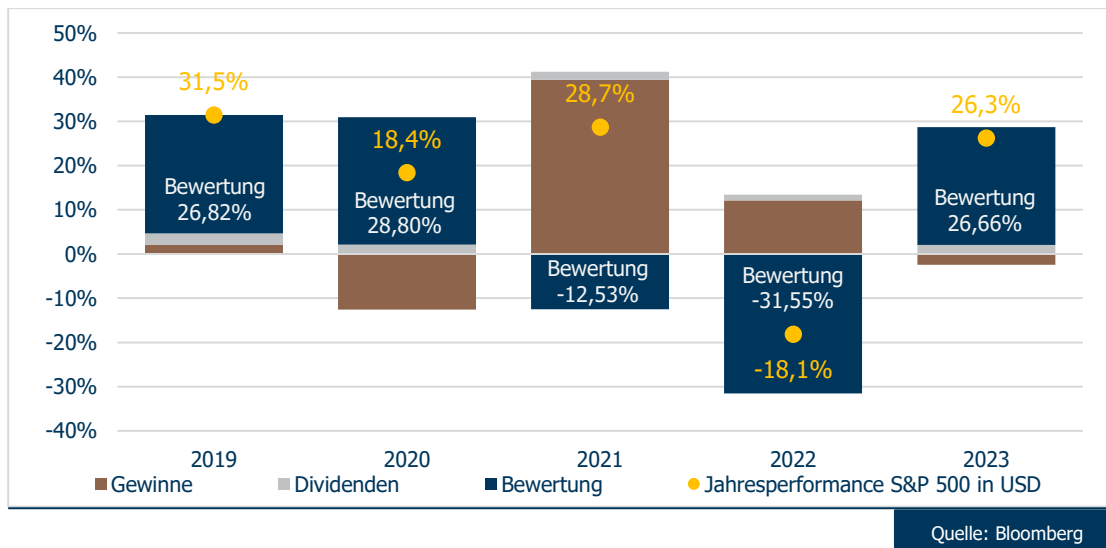
Die weltweiten Aktienindizes schlossen das letzte Quartal 2023 mit einem fulminanten Endspurt in den Monaten November und Dezember ab. Monetäre, wie auch markttechnische Gründe waren dafür verantwortlich. Auf den Rückgang der US-Anleihezinsen um fast 100bp seit Ende Oktober reagierten die Aktienmärkte sofort positiv. Hinzu kamen negative Stimmungsindikatoren im Oktober, die sich durch zu hohen Pessimismus auszeichneten. Diese kehrten sich schnell um, so dass einer der schnellsten Stimmungsumschwünge am Aktienmarkt im Monat November zu beobachten war. Ein überverkaufter Markt drehte innerhalb von wenigen Wochen in eine überkaufte Stimmung. Marktteilnehmer nennen dieses Phänomen „Pain Trade“. Er liegt vor, wenn eine beliebte Anlageklasse eine unerwartete Wendung vollzieht, welche die meisten Anleger auf dem falschen Fuß erwischt und diese dann unter „Schmerzen“ reagieren „müssen“.

Dabei fällt auf, dass ein Großteil des Kursgewinnes auf eine Bewertungsausweitung entfällt. Dividenden und erzielte Gewinne rechtfertigen die erfolgten Kursanstiege nur zu einem unterproportionalen Teil. Das sogenannte „Forward-KGV“ des S&P 500 für dieses Jahr stieg auf das 20-fache der Gewinne und nimmt schon einiges an zukünftigen Gewinnerwartungen vorweg.

Für das Jahr 2023 lag die Performance des S&P 500 Index in USD bei 26,3%. Bei einer Gewinnentwicklung der Unternehmen von -2,43% und ausgeschütteten Dividenden von 2,03% wird deutlich, dass die Bewertungsausweitung Haupttreiber der Kursgewinne war.

	Performance S&P 500 in USD	Gewinne	Dividenden	Bewertungskomponente
<b>2023</b>	+26,26%	-2,43%	+2,03%	+26,66%
<b>2022</b>	-18,13%	+12,11%	+1,31%	-31,55%
<b>2021</b>	+28,68%	+39,42%	+1,79%	-12,53%
<b>2020</b>	+18,39%	-12,54%	+2,13%	+28,80%
<b>2019</b>	+31,47%	+2,06%	+2,59%	+26,82%

## Bestandteile Kursentwicklung S&amp;P 500 Index



Unsere Anlagestrategie bleibt weiter eine Kombination aus defensiven (Value-) Titeln und Mega-Cap-Wachstumsaktien, also eine Art „Barbell-Kombination“. Wie bei einer Hantel ist es unser Ziel, ein Gleichgewicht zwischen Risiko und Ertrag zu finden. Dafür investieren wir in risiko- und volatilitätsärmere Branchen, denen wir in diesem Jahr weiter stabile Ausschüttungen und auch einiges an Nachholpotenzial zutrauen. Besonders Titel aus den Bereichen BASISKONSUM und GESUNDHEIT mussten im vergangenen Jahr teils überraschend deutliche Kursverluste hinnehmen. Auf der anderen Seite setzen wir risiko- und ertragsreiche Werte in unserer Anlagestrategie ein. Solche Titel finden sich besonders in der DIGITALISIERUNGS-Branche. Die sogenannten Mega-Cap-Wachstumsaktien sollten ihre Überlegenheit – gerade langfristig – weiter unter Beweis stellen und sowohl als Wachstumsmotor wie auch als zuverlässiger Cash-Flow Garant neue Märkte erschließen können. Damit erfüllen sie ebenfalls ihre Wertaufbewahrungsfunktion in schwierigen makroökonomischen Zeiten.

## 4.2 Was ist 2024 möglich?

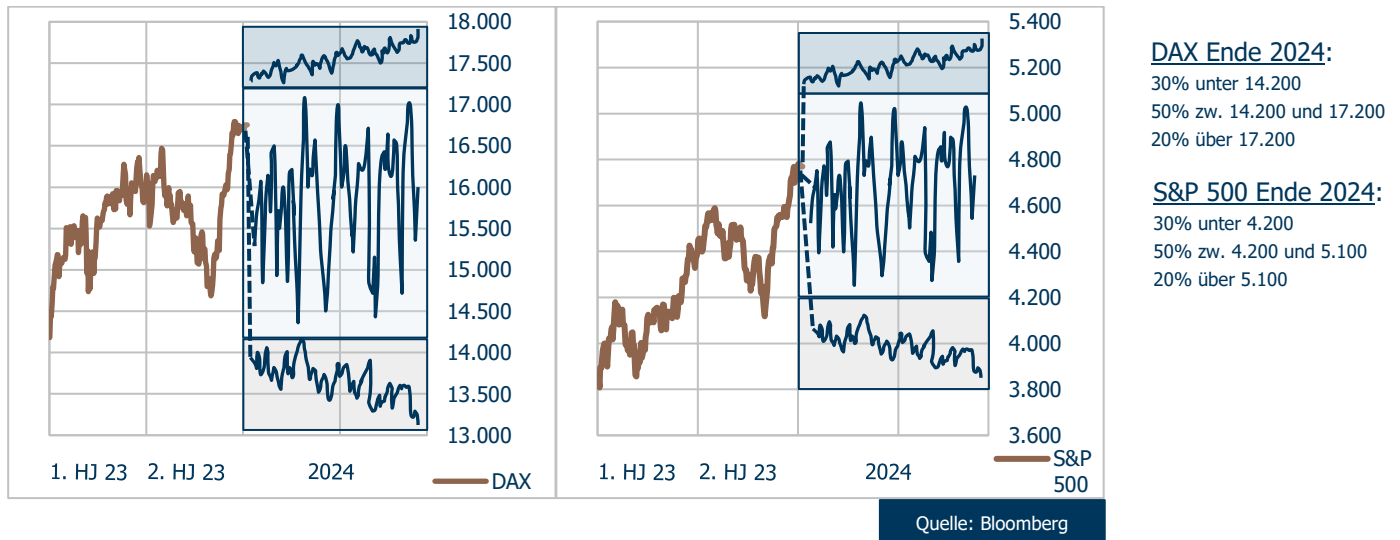
Der Optimismus der Marktteilnehmer im neuen Jahr ist deutlich höher als noch zu Beginn des alten Jahres. Große Unterinvestitionen bei institutionellen Anlegern dürfte es nicht mehr geben, was das Aufwärtspotenzial der Märkte begrenzen sollte. Allerdings besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass sich die Entwicklung der letzten zwei Monate im Januar noch fortsetzen könnte, da viele Kapitalsammelstellen besonders zu Jahresbeginn ihre neuen Mittelzuflüsse investieren müssen und so den Markt kurzfristig weiter unterstützen.

Interessant wird es aber im Laufe des ersten Quartals in Bezug auf die Entwicklung der Zinsen. Die Märkte preisen aktuell aggressive Zinssenkungen der Notenbanken FED und EZB ein. Sollten diese nicht oder erst deutlich später kommen, besteht erhebliches Enttäuschungspotenzial für die Märkte, was entsprechend zu Kursabschlägen führen könnte. Ein Rückgang des Gesamtmarktes um 10% – 15% im ersten Halbjahr ist durchaus möglich.

Zinssenkungen der Notenbanken erwarten wir frühestens im Sommer. Ein zentrales Thema aus unserer Sicht bleibt das Wachstum in den USA und Europa. Kann die Rezession in den USA vermieden werden? Wo kann neues Wachstum entstehen und in der Folge steigende Unternehmensgewinne erzeugen? Es ist davon auszugehen, dass die fiskalpolitischen Impulse der US-Regierung deutlicher in diesem Jahr zurückgefahren werden und somit einen Belastungsfaktor für die Märkte darstellen. Hinzu kommt im zweiten Halbjahr die anstehende US-Wahl, die ebenfalls die Märkte beeinflussen dürfte. Alles in allem dürfte das Jahr für Anleger zu einer Geduldsprobe werden und mit ansteigender Volatilität verbunden sein.

Unter den beschriebenen Rahmenbedingungen ist es sicherlich ambitioniert, einen Blick auf mögliche Jahresendstände zu wagen. Wir könnten uns jedoch vorstellen, dass die erste Jahreshälfte ein eher herausforderndes, schwankungsreiches Umfeld für Aktien und Risikoanlagen bereithält. Im zweiten Halbjahr könnten sich nach der US-Wahl, wenn evtl. Klarheit für die Märkte besteht, Kursanstiegschancen ergeben. Unsere Erwartungen insgesamt sind aber verhalten. Mit einer

Wahrscheinlichkeit von 80% sehen wir einen DAX von unter 17.200 und einen S&P 500 von unter 5.100 Punkten zum Jahresende 2024. Auf der reinen Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach begrenzt sein. Durch eine gute und geschickte Einzeltitel- und Branchenauswahl erwarten wir, dass die in den nächsten Monaten sehr wahrscheinlich auftretenden stärkeren Schwankungen gut genutzt werden können und das Portfolio stabil durch die derzeit schwierigen makroökonomischen Rahmenbedingungen geleitet werden kann.



## 5. Anleihenmarkt

### 5.1 *Starker Endsprint im November / Dezember unterstreicht extremes Jahr*

Eine deutlich rückläufige Entwicklung der Inflation, die sogar die Prognosen der Volkswirte mehrheitlich unterbot, begleitet von gemäßigten Äußerungen des Vorsitzenden Jerome Powell auf der jüngsten FED-Sitzung sorgte in den letzten Wochen des Jahres 2023 für massiv fallende Renditen über die gesamte Zinskurve hinweg. So markierte die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen mit 3,02% am 04. Oktober 2023 ihr Jahreshoch bzw. so hoch wie seit 2011 nicht mehr, um das Jahr mit 2,02% zu beenden. Unsere Prognose zu Jahresbeginn 2023, wo wir das „Peak“ bei 3% und tiefere Zinsen zum Jahresausklang als zu Beginn 2023 (2,57%) erwarteten, stellte sich als eine Punktlandung heraus.

Die Rendite der amerikanischen Pendanten erreichte im Oktober sogar kurzfristig die 5%-Marke, was zuletzt im Jahr 2007 zu beobachten war und lag zum Jahresultimo wieder deutlich tiefer bei 3,88%. Der starke Renditerückgang an den Bondmärkten bedeutete gleichzeitig umfangreiche Kursgewinne für Anleihen, so dass die Mehrzahl der Rentenindizes für Staatsanleihen sich im Schlussquartal in die Pluszone retteten, lagen sie doch mehrheitlich im Oktober noch im negativen Bereich. Nach einem sehr volatilen Anleihejahr mit außergewöhnlich hohen Tagesbewegungen sollte das Zinshoch nun hinter uns liegen.

Die aus den Terminalsätzen abgeleiteten Erwartungen der Marktteilnehmer rechnen mittlerweile mit ersten Zinssenkungen der EZB und FED im Laufe des 2. Quartals 2024. Bei unterstellten 0,25%-Schritten werden für das Jahr 2024 von der FED 4-5 Zinsschritte und von der EZB 3-4 Zinsschritte erwartet. Ob diese deutliche Kehrtwende in einem solchen Ausmaß umgesetzt werden wird, bleibt abzuwarten. Eine elementare Rolle spielt hierbei die Entwicklung der Inflationsraten. Der globale Preisdruck ist zwar deutlich gesunken, so bildete sich bspw. die Jahresrate der Kerninflation für die Eurozone von 5,7% auf 3,4% zurück. Sie liegt aber immer noch deutlich über dem 2%-Ziel der Notenbank. Auch wenn der Trend rückläufiger Preise sich 2024 fortsetzen sollte, wird der Weg zu einem 2% - Ziel eher zäh verlaufen. Neben strukturellen Preistreibern wie z.B. die Deglobalisierung und die Dekarbonisierung könnte die Lohnentwicklung und das Auslaufen von Energiesteuererleichterungen in Europa sowie die Mietpreiskomponenten in den US-Preisindizes sich hartnäckiger erweisen, was eine schnelle „Zielerreichung“ der 2% Marke in der Eurozone und den USA verhindern könnte.

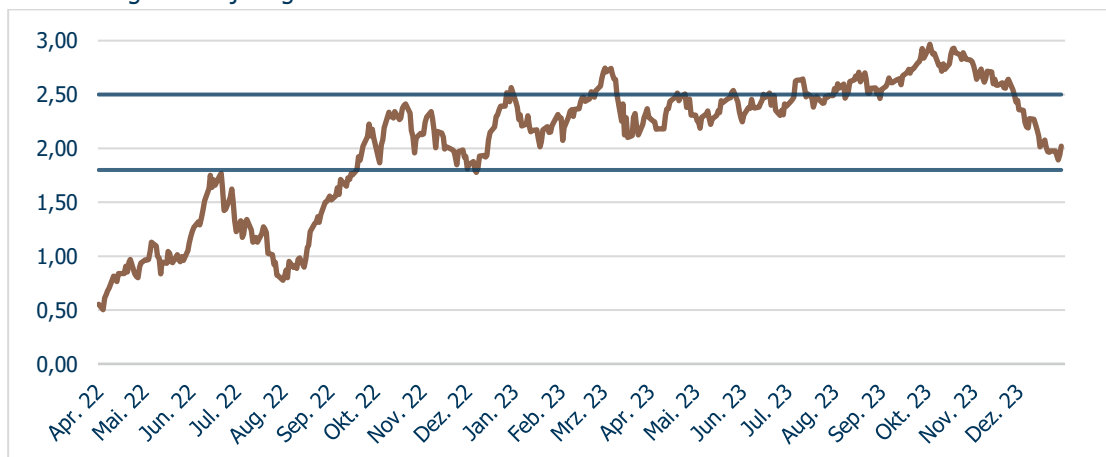
Da die Notenbanken ihre Bilanzen weiter verkürzen („Quantitative Tightening“) und somit als Käufer am Anleihemarkt nicht bzw. kaum mehr in Erscheinung treten, könnte das weiterhin hohe

Emissionsvolumen vielerorts auf der Angebotsseite für steigende Renditen sorgen. Deutschland hat bereits verkündet, dass das Gesamtvolumen für 2024 bei voraussichtlich 440 Mrd. EUR liegen wird. Auch wenn das Volumen geringer als im Vorjahr (496 Mrd. EUR) ist, ist der Finanzierungsbedarf immer noch hoch und deutlich oberhalb der Durchschnittswerte der letzten Jahre, wenn man die Sonderfaktoren der Corona-Pandemie herausrechnet.

Auch die USA plant mit einem enormen Kapitalbedarf. Dieser wird für 2024 mit ca. 1 Billion USD veranschlagt und sollte einen zu starken Renditerückgang ebenfalls einbremsen. Ein Risikoszenario liegt zusätzlich noch darin, dass die USA das letzte Triple AAA Rating verlieren könnte. Moody's, als noch verbleibende Agentur mit einem AAA Rating hat den Ausblick Mitte November 2023 bereits auf „watch negative“ gesenkt.

Für das Jahr 2024 erwarten wir die Rendite für 10Y Bundesanleihen in einer Handelsspanne von 1,80% - 2,5% (siehe Grafik). Eine aktive Steuerung der Portfolioduration sollte eine zusätzliche Einnahme- bzw. Performancequelle darstellen.

Entwicklung der 10-jährigen Rendite Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg

## 5.2 Unternehmensanleihen: Niedrige Renditeaufschläge spiegeln Rezessionsrisiken nicht wider

Die Neubewertung des Inflations- und Zentralbankausblicks durch die Marktteilnehmer hat die Renditeaufschläge (Spreads) auf ein Mehrmonatstief gedrückt und führte zu starken Kursgewinnen für Unternehmensanleihen auf breiter Front. Der durchschnittliche Renditeaufschlag einer 5Y BBB Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) ermäßigte sich im Verlauf des 4. Quartals von 0,9% Punkte auf nur noch 0,58% Punkte zum Jahresende, so niedrig, wie seit Februar 2022 nicht mehr.

Eine adäquate Risikoprämie für ein wirtschaftliches Umfeld, in dem Abwärtsrisiken für die Konjunktur überwiegen, sieht anders aus. Auch wird der Gegenwind für die Fundamentaldaten der Unternehmen in den kommenden Monaten wohl bestehen bleiben. So wies auf der Grundlage von Bloomberg „Earnings Tracker“ für den MSCI Europe die Q3-Gewinnsaison (veröffentlicht im Oktober / November 2023) mit fast 40% den höchsten Anteil an Gewinnenttäuschungen seit dem 2. Quartal 2020 (Covid Schock) aus. Dieser Trend dürfte sich erst einmal fortsetzen. Sowohl potenzielle Ratingherabstufungen als auch Gewinnenttäuschungen europäischer Unternehmen können dazu führen, dass die Creditspreads wieder deutlicher anziehen.

Aus diesem Grund bleibt ein aktives „Bondpicking“ weiter aussichtsreich. Zusatzerträge sollten auch für 2024 weiterhin durch die regelmäßige Teilnahme an interessanten Neuemissionen (Vereinnahmung der „Neuemissionsprämie“) möglich sein. Neben einem Anlagefokus auf Unternehmen aus dem A Bereich, bieten auch klassische Pfandbriefe ein attraktives Rendite- / Risikoprofil.

Im Bereich von Hochzinsanleihen („Non-Investmentgrade“) bleiben wir weiter vorsichtig und favorisieren stattdessen Nachranganleihen guter Emittenten mit kurzen Kündigungsfristen bis 2026 / 2027.



## 6. Währungen

An den Devisenmärkten wertete die europäische Gemeinschaftswährung im abgelaufenen Jahr lediglich gegenüber dem Schweizer Franken (+6,6%) sowie dem Britischen Pfund (+2,2%) ab. Gegenüber allen anderen Währungspaaren der G10 Länder wertete der Euro leicht bzw. vs. Norwegische Krone (-6,5%) und dem Japanischen Yen (-9,9%) deutlich auf, so dass Investments in diesen Währungen in Euro betrachtet zu Verlusten führten. Der EUR/USD bewegte sich überwiegend in der Spanne zwischen 1,05 – 1,11 und beendete das Jahr bei 1,1039 EUR/USD (-3%). Die von uns für das Jahr 2023 erwartete Handelsspanne von 1,00 – 1,10 traf daher weitestgehend zu.

Zwei Faktoren werden die Entwicklung des US-Dollars aus unserer Sicht maßgeblich beeinflussen:

1. Ein möglich divergierender Pfad des Ausmaßes und Tempos möglicher Zinssenkungen der FED vs. EZB. Da die amerikanische Notenbank meist agiler ihre Zinspolitik an die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen anpasst als z.B. die EZB, könnten frühere Zinssenkungen die Zinsdifferenz zwischen EUR und USD-Anlagen verringern und den „Greenback“ belasten.

2. Die hohen Haushaltsdefizite und die ausufernde Staatsverschuldung in den USA wird von vielen Finanzmarktakteuren zunehmend kritisch gesehen, insbesondere vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Refinanzierungskosten. Dies könnte auf Sicht ebenfalls zu einem Belastungsfaktor für den USD werden.

Daraus leiten wir für das Jahr 2024 einen leicht schwächeren US-Dollar mit einer Handelsspanne von 1,05 – 1,15 EUR/USD ab.

## 7. Gold

Der Goldpreis konnte im vergangenen Jahr positiv überraschen und verzeichnete in Euro einen Anstieg um 9,5%. Trotz ansteigender Zinsen und nachlassender ETC-Käufe besonders kurzfristig orientierter Anlegern stieg er zum Jahresende auf 2.063 USD je Feinunze. Auf der Käuferseite waren überraschend viele asiatische Zentralbanken, allen voran China, zu beobachten. Ein Drittel der globalen Goldproduktion wurde im vergangenen Jahr von Notenbanken erworben. Ob die Flucht in das Edelmetall mit den Kriegen in der Ukraine oder im Gazastreifen zu tun hat, oder doch eher der Inflation und das Erreichen des Zinsgipfels der Grund dafür war, ist Interpretationssache. Fakt ist jedoch, dass in diesem Jahr erste Zinsrückgänge von Seiten der Notenbanken zu erwarten sind. Manches Land sieht in Goldvorräten auch ein Mittel sich finanziell und finanzpolitisch unabhängiger aufzustellen. Spätestens seit den US-Sanktionen gegen Russland, in deren Zuge die russischen US-Dollar-Reserven in Höhe von 650 Milliarden Dollar 2022 eingefroren wurden, ist vielen asiatischen Ländern wie auch China bewusst, dass ihre US-Dollar Reserven nicht unantastbar sind. Die Tendenz geht entsprechend dahin, das US-Exposure zu reduzieren und mehr Mittel in Gold zu allozieren.

Allgemein wirken neben geostrategischen Effekten aber besonders die niedrigeren Realzinsen als dominierende Einflussgröße auf den Goldpreis. Gold dürfte entsprechend von dieser Seite in den nächsten Monaten weiter Rückenwind erhalten und bleibt für uns ein Basisbestandteil der Depots. Mit einem strategischen Gewicht im Portfolio können „unvorhersehbare Unfälle“ abgedeckt werden, zudem fungierte es in der Vergangenheit oftmals als ein „sicherer Hafen“ und eine Art „Fluchtwährung“ während turbulenter Marktphasen. Wir erwarten deshalb einen weiteren Goldpreisanstieg zum Jahresende von 2.200 USD pro Feinunze.

### **Wichtige Hinweise**

*Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.*