



Kapitalmarktperspektiven 2024

Navigieren in unsicheren Zeiten

Editorial

Rückblick 2023

Liebe Kunden und Interessenten der Capitell!

Ein ereignisreiches Kapitalmarktjahr 2023 neigt sich dem Ende entgegen. Nach dem schwierigen Anlagejahr 2022 spricht diesmal vieles für einen guten und erfolgreichen Börsen-Jahrgang. In den von uns verwalteten Mandaten liegen wir per Mitte November komfortabel vor den Vergleichsindizes und konnten so die Performancelücke des Vorjahres schließen. Dabei zahlte sich insbesondere unsere offensive Ausrichtung im ersten Halbjahr mit einem starken Fokus auf Aktien und Wachstumsthemen aus. Unser im Jahresausblick 2023 formulierter Optimismus für die Aktienmärkte hat sich also ausgezahlt. Auch die über weite Strecken des Jahres gewählte kurze Zinsbindung im Anleihebereich unterstützte die Performance. Denn die Renditen an den Anleihemärkten sind weiter gestiegen – auch weil die Notenbanken bis in den Sommer hinein die Leitzinsen hochgeschraubt haben.

Trotz dieser in Summe erfreulichen Wertentwicklungen war das Börsenjahr 2023 alles andere als einfach. Die großen Aktienindizes zeigen zwar mit nur wenigen Ausnahmen eine positive Jahresbilanz. Die Unterschiede auf Einzelwertbasis fallen dabei aber immens aus. So waren es insbesondere sechs bis acht große US-amerikanische Technologietitel, die die Indizes antrieben. Viele Unternehmen aus der zweiten und dritten Reihe mussten dagegen deutliche Einbußen hinnehmen. Das führt dazu, dass die Kursgewinne des marktbreiten S&P 500, dem bedeutendsten US-amerikanischen Aktienindex, ausschließlich von 10 Werten herrührt. Die restlichen 490 Aktien leisteten dagegen aggregiert keinen positiven Wertbeitrag. Auch an den Anleihemärkten lief nicht alles rund. So stehen US-amerikanische Staatsanleihen vor dem dritten Verlustjahr in Folge – das hat es seit der Etablierung von Treasuries im Jahre 1780 noch nicht gegeben. Aus Anlagesicht noch schlimmer: Die Schwankungsintensität von Anleihen

blieb hoch und lag über das Jahr gerechnet sogar über dem Aktienmarkt. Damit ist diese vermeintlich defensive Anlageklasse ein weiteres Jahr ihrem Ruf nicht gerecht geworden.

Weitet man den Blick auf die wirtschaftlichen Entwicklungen, war 2023 ein durchwachsenes Jahr: In Deutschland und weiten Teilen Europas stagnierte die Wirtschaft. Die im Wettbewerbsvergleich hohen Energiepreise fordern hier immer noch ihren Tribut. Dem stand ein robustes Wachstum in den USA gegenüber – mit einer rekordniedrigen Arbeitslosigkeit und nominellen Zuwächsen wie zuletzt in den 1980er Jahren. Die hartnäckig hohe Inflation verlor im Jahresverlauf deutlich an Fahrt. Insbesondere ab dem Sommer ist sie stärker zurückgekommen als erwartet. Das eröffnet den Notenbanken mit Blick auf das kommende Jahr wieder mehr Freiräume. Die globale Staatsverschuldung ist weiter gestiegen – insbesondere getrieben durch die USA und China. Das begrenzt den künftigen fiskalischen Spielraum und macht perspektivisch Einsparungen erforderlich. Mit einem Quantensprung bei den Einsatzmöglichkeiten künstlicher Intelligenz hat sich 2023 eines der Themen etabliert, die wir in unserem letztjährigen Jahresausblick neben Cyber-Sicherheit und Verteidigung als besonders aussichtsreich vorgestellt hatten. Das könnte den geringeren fiskalpolitischen Wachstumsimpulsen entgegenwirken und perspektivisch das Potenzialwachstum spürbar erhöhen.

Politisch war das Jahr 2023 durch die Fortsetzung des schrecklichen Ukraine-Kriegs, die Eskalation des Nahost-Konflikts und intensive innenpolitische Querelen in den USA gekennzeichnet. Letztere gipfelten in einer vierwöchigen „Parlaments-Pause“, in der das Repräsentantenhaus als oberstes parlamentarisches Gremium mangels gewähltem „Speaker“ praktisch handlungsunfähig war. Der Streit über den neuen US-Haushalt zieht sich auch mit Redaktionsschluss noch hin und wird uns 2024 weiter begleiten. Zumal wir mit den im kommenden Herbst anstehenden Präsidentschaftswahlen wir auf ein politisch turbulentes Wahljahr hinsteuern. Entsprechend haben wir diesem Thema ein eigenes Kapitel (Seite 7f.) gewidmet.

Intensive Diskussionen gab es in diesem Jahr auch zur wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit Europas. Insbesondere Deutschland hat dabei reichlich Häme abbekommen und wird in den Medien mittlerweile regelmäßig als der „kranke Mann Europas“ bezeichnet. Damit spielt die Presse auf das enttäuschende Wirtschaftswachstum, die katastrophale Stimmung in weiten Teilen der deutschen Industrie und die unglücklich agierende Politik an. Meine Gespräche mit den Vorständen der großen deutschen Konzerne stimmen mich deutlich hoffnungsvoller: Die deutsche Innovationskraft ist noch immer vorhanden, wie die vielen „hidden champions“ im Mittelstand zeigen. Sie wird durch die schwierigen Rahmenbedingungen besonders gefordert und führt dazu, dass „Made in Germany“ auch künftig als Qualitätssiegel gefragt bleiben dürfte.

Deutlich mehr Sorgen mache ich mir beim Thema Nachhaltigkeit. Hier haben wir in Europa eine exzellente Ausgangsposition durch diverse Fehlentscheidungen aufgegeben. Wir hatten den Kampf gegen den Klimawandel schon früh zur Chefsache erklärt und dadurch innovative Unternehmen auf unseren Kontinent gelockt. Das hätte ein riesiger Erfolg werden können (und müssen) – mit spürbar positiven Folgen für das künftige Potenzialwachstum. Doch jetzt, wo die Nachfrage nach Umwelttechnologien international anzieht, haben sich die Perspektiven massiv eingetrübt. Der von der US-Regierung ins Leben gerufene „Inflation Reduction Act“ lockt viele Konzerne mit attraktiven Steuervorteilen in die größte Volkswirtschaft der Welt. Innerhalb von 24 Monaten hat Europa dadurch Bedeutung und Standortqualität eingebüßt. Doch damit nicht genug. Wir machen

gleichzeitig immer mehr Unternehmen das Leben schwer, indem wir die Nachhaltigkeitsanforderungen an Großkonzerne und Mittelständler deutlich verschärfen. Das führt zu einem immensen Mehraufwand und entsprechenden Wettbewerbsnachteilen. Wir sind gerade wieder einmal dabei, ein aussichtsreiches Zukunftsthema bürokratisch zu Grabe zu tragen. Hier kann ich nur hoffen, dass schnell politische Vernunft einzieht und die europäische Antwort genauso pragmatisch ausfällt wie die Investitionsanreize jenseits des Atlantiks.

Auf den kommenden Seiten stimmen wir Sie auf das Kapitalmarktjahr 2024 ein. Ich blicke dabei mit Optimismus nach vorne. Das am Anleihemarkt erreichte Renditeniveau dürfte die Performance-Perspektiven 2024 ebenso unterstützen wie die sich bessernden Wachstumsperspektiven vieler börsennotierter Aktiengesellschaften. Letztere sind aktuell noch nicht ausreichend in den Kursen berücksichtigt. Allerdings rechne ich damit, dass das Börsenjahr 2024 durch zahlreiche schwer kalkulierbare Faktoren volatiler und schwankungsanfälliger wird. Aktives Management ist von daher weiterhin gefragt. Entsprechend werden meine Kollegen und ich alles daransetzen, Ihr Vertrauen zu rechtfertigen und Ihr Kapital verantwortungsbewusst zu verwalten.

Jetzt wünsche ich Ihnen und Ihrer Familie aber erst einmal eine spannende Lektüre, eine frohe Vorweihnachtszeit, schöne Feiertage und einen guten Rutsch in ein hoffentlich glückliches und friedvolles Jahr 2024!

Ihr

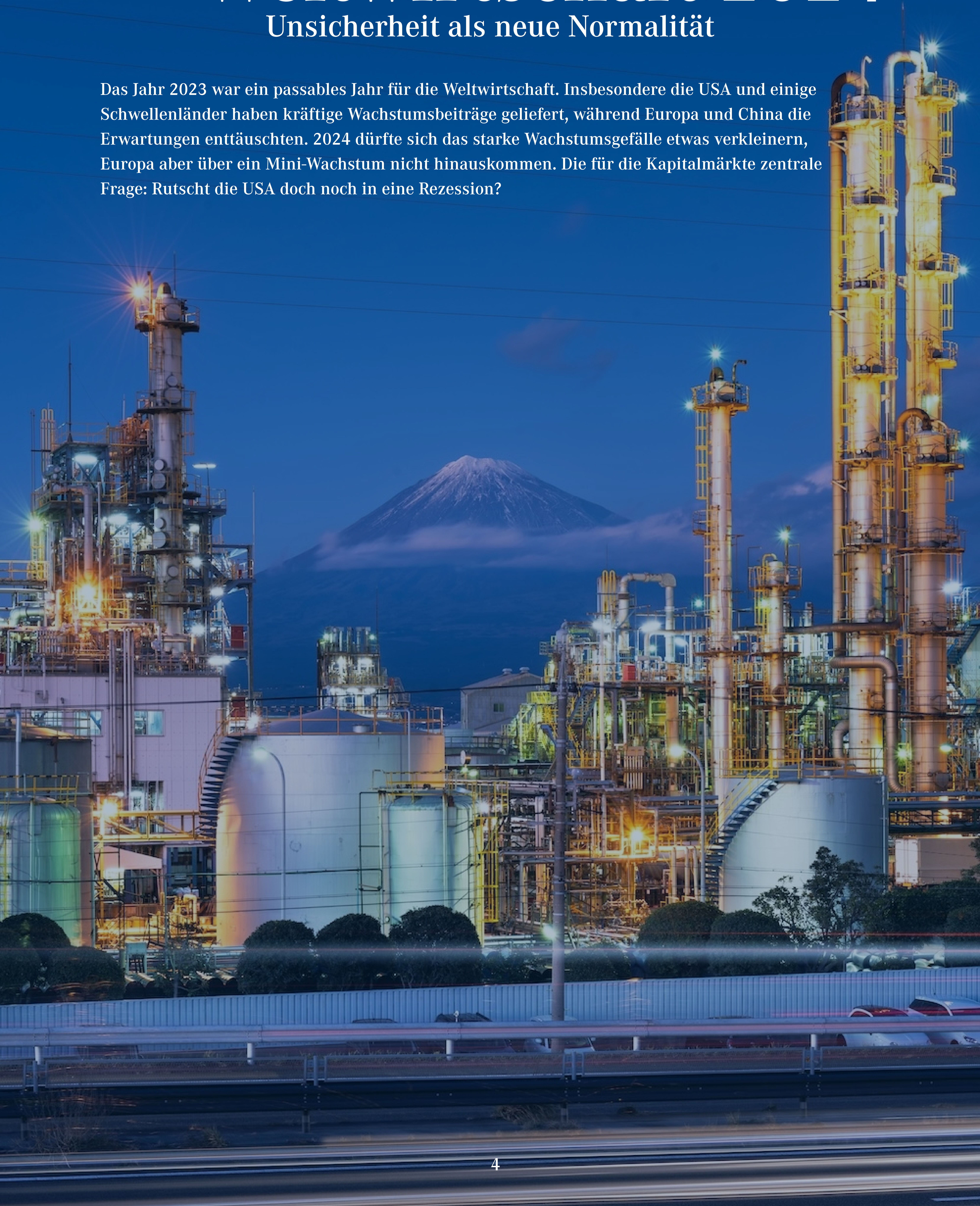
Chris-Oliver Schickentanz
CHIEF INVESTMENT OFFICER



Weltwirtschaft 2024

Unsicherheit als neue Normalität

Das Jahr 2023 war ein passables Jahr für die Weltwirtschaft. Insbesondere die USA und einige Schwellenländer haben kräftige Wachstumsbeiträge geliefert, während Europa und China die Erwartungen enttäuschten. 2024 dürfte sich das starke Wachstumsgefälle etwas verkleinern, Europa aber über ein Mini-Wachstum nicht hinauskommen. Die für die Kapitalmärkte zentrale Frage: Rutscht die USA doch noch in eine Rezession?



Der Blick zurück: US-Wirtschaft überrascht positiv

Das Wirtschaftsjahr 2023 hielt einige Überraschungen bereit. Die positivste war die robuste Verfassung der US-Wirtschaft. So liegt das Wirtschaftswachstum in den ersten drei Quartalen deutlich über unseren Erwartungen – und das, obwohl die Federal Reserve die Zinsen stärker erhöht hat als gedacht. Getrieben wurde das kräftige Wachstum dabei sowohl von einer hohen Investitionsbereitschaft der Unternehmen als auch vom privaten Konsum.

Ganz anders das Bild in Europa und China: Die europäische Wirtschaft stagniert 2023 und verpasst damit trotz in Summe gesunkener Energiepreise die Schätzungen der Ökonomen. Ein Grund dafür ist die schleppe Nachfrage aus China, die trotz Wegfall der Zero Covid-Strategie nicht so recht anspringen will. Die strukturellen Probleme der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt belasten stärker und können nur dank massiver staatlicher Eingriffe kontrolliert werden. Das schlägt auf Europa durch, da hier die Wirtschaftsbeziehungen zum Reich der Mitte weitaus enger sind als beispielsweise in den USA.

Viele Unwägbarkeiten erschweren Ausblick

Für 2024 ist es gar nicht so einfach, klare Prognosen für das Wirtschaftswachstum aufzustellen. Denn aktuell gibt es einen ganzen Reigen an Einflussfaktoren, der die Visibilität stark einschränkt. Das beginnt in der Politik, wo nicht absehbar ist, welche fiskalpolitischen Impulse 2024 zu erwarten sind. In den USA fehlt dazu noch immer ein verabschiedeter Gesamtjahres-Haushalt, auf dessen Basis die Biden-Administration agieren kann. In Europa sorgen die steigenden Zinsen bei immer mehr Staaten für Kummer. Schließlich ist die Verschuldung vieler Staaten durch die Corona-Pandemie noch einmal kräftig gestiegen. Hinzu kommen die geopolitischen Konfliktherde, die das Wachstum empfindlich bremsen können. Die Unsicherheit setzt sich bei den Notenbanken fort, die sich diesmal nur ungern in die Karten schauen lassen und auf eine explizite Prognose ihrer künftigen Geldpolitik verzichten. Und sie endet schließlich bei uns, den Verbrauchern. Nach zwei Jahren, in denen wir u.a. von den Extra-Ersparnissen während der Corona-Pandemie gelebt haben, wird 2024 zum Lackmus-Test für unsere Ausgabenbereitschaft.

Trotz dieser unsicheren Einflussfaktoren haben wir Arbeitshypothesen entwickelt, die als Basis für unsere Portfoliokonstruktion dienen und sich mit den wahrscheinlichsten Szenarien auseinandersetzen.

Europa: Etwas besser, aber weiter schwach

Für Europa sehen wir die wirtschaftliche Talsohle erreicht und erwarten in den kommenden Quartalen ein leicht besseres Wachstumsmoment. Damit dürfte unser Kontinent zwar weiterhin Schlusslicht unter den großen Wirtschaftsregionen bleiben, den Rückstand zum Mittelfeld aber verringern. Wir sehen dabei vier positive und zwei negative Treiber: Die Energiepreise dürften im Jahresverlauf 2024 zurückfallen und damit die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen verbessern. Dabei wird auch der beschlossene Industriestrompreis helfen. Gleichzeitig sollten die massiven Stimulierungsmaßnahmen in China zu einem kurzfristigen Aufschwung der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt führen – mit positiven Abstrahleffekten auf die europäische Konjunktur (s.u.). Hinzu kommen die deutlichen Reallohnsteigerungen, die den privaten Konsum trotz auslaufender Corona-Ersparnisse stabilisieren sollten. Mit dem „Green Deal“ der EU dürfte im Jahresverlauf zudem endlich eine europäische Antwort auf die Investitionsprogramme in vielen anderen Regionen gefunden werden. Auch das dürfte einen positiven Einfluss auf das Wachstum haben.

Auf der negativen Seite erwarten wir einen wachstumsdämpfenden Effekt aus einem wieder etwas stärkeren Euro (siehe Seite 18). Darüber hinaus dürften die fiskalpolitischen Impulse der einzelnen Länderregierungen spürbar sinken und damit das Wachstum belasten. Summa summarum halten wir die aktuelle Prognose des Internationalen Währungsfonds für plausibel, die im Jahresvergleich für Europa in 2024 eine leichte Wachstumsbeschleunigung auf 1,2% Wachstum (nach 0,7% in 2023) erwarten lässt.

USA: Kommt die Rezession doch noch?

Für die USA sehen wir im Wesentlichen zwei mögliche Szenarien: Ein „soft landing“, bei dem es zu einer kontrollierten Wachstumsabkühlung und einem deutlichen Inflationsrückgang kommt und eine Rezession, also einen Wachstumsabschwung. Dabei ist das „soft landing“ angesichts eines robusten Arbeitsmarktes, einer intakten Konsumbereitschaft und einer gesunden Investitionsstimmung deutlich wahrscheinlicher und unser Basisszenario. Doch auch hier würden sich die Wachstumsraten gegenüber 2023 reduzieren – auch weil die aktuellen Budgetstreitigkeiten zwischen Demokraten und Republikanern zu negativen Wachstumsbeiträgen der Fiskalpolitik führen werden.

Eine Rezession könnte dann entstehen, wenn der innenpolitische Streit zu einer weitgehenden Lähmung der Biden-Administration führt, die Inflation entgegen unseren Erwartungen nicht weiter zurückkommt und der private Konsum sowie die Investitionsneigung unter den dann unverändert hohen oder sogar höheren Zinsen leidet.

Die aktuelle IWF-Prognose von 1,5% Wachstum für das kommende Jahr (nach 2,5% in 2023) ist vor diesem Hintergrund als Mischkalkulation zu verstehen. In unserem Basisszenario „soft landing“ halten wir knapp 2% Wachstum für realistisch, im Alternativszenario „Rezession“ einen Wachstumsrückgang um max. 0,5%.

China: Kurzfristige Aufhellung, langfristige Probleme

In China erwarten wir in den kommenden zwei bis drei Quartalen eine Wachstumsbelebung. Die Regierung hat in den vergangenen Monaten mehr als ein Dutzend Einzelmaßnahmen verabschiedet, um die Wachstumsverlangsamung zu stoppen und die akuten Probleme im Immobiliensektor abzufedern. Am bedeutendsten ist dabei der genehmigte Nachtragshaushalt, der den fiskalpolitischen Spielraum erheblich vergrößert. Diese Maßnahme ist außergewöhnlich und zuletzt 1997 genutzt worden. Die niedrige Inflation bzw. die deflationären Tendenzen verschaffen der Notenbank zudem die Möglichkeit für weitere Zinssenkungen. All das dürfte zu einer zyklischen Wachstumsbeschleunigung führen.

Langfristig bleiben wir aber China-Skeptiker. Das Land kämpft mit vielen strukturellen Problemen: Die Bevölkerung altert rasend schnell, das niedrige Renteneintrittsalter reduziert die Zahl der Erwerbstätigen. Hinzu kommt eine hohe Verschuldung des Privatsektors von mehr als 200% des BIPs. Die Probleme am Immobilienmarkt sind tiefgreifend und können von den aktuellen Stimulierungsmaßnahmen nur mühsam überdeckt werden. Sie werden früher oder später wieder an die Oberfläche kommen und dann das Wachstum bremsen. Sie begrenzen schlichtweg die Konsummöglichkeiten, weil sie das verfügbare Einkommen vieler Chinesen empfindlich stören. Aber: Aus weltwirtschaftlicher Sicht steht mit Indien ein Kandidat in den Startlöchern, der mittelfristig die Rolle des globalen Wachstumsmotors übernehmen kann. Hier sehen wir eine positive demographische Entwicklung, einen extrem hohen Digitalisierungsgrad sowie spürbare Verbesserungen bei den Themen Korruptionsabbau und Effizienzsteigerung der Öffentlichen Verwaltung. ■■

Meine Empfehlung für Sie:

Das weltwirtschaftliche Umfeld wird sich 2024 moderat aufhellen – sofern wir in den USA keine Komplettblockade der Politik erleben und die Inflationsraten wie von uns erwartet zurückkommen. Dabei dürften die regionalen Divergenzen leicht abnehmen, aber immer noch spürbar bleiben.

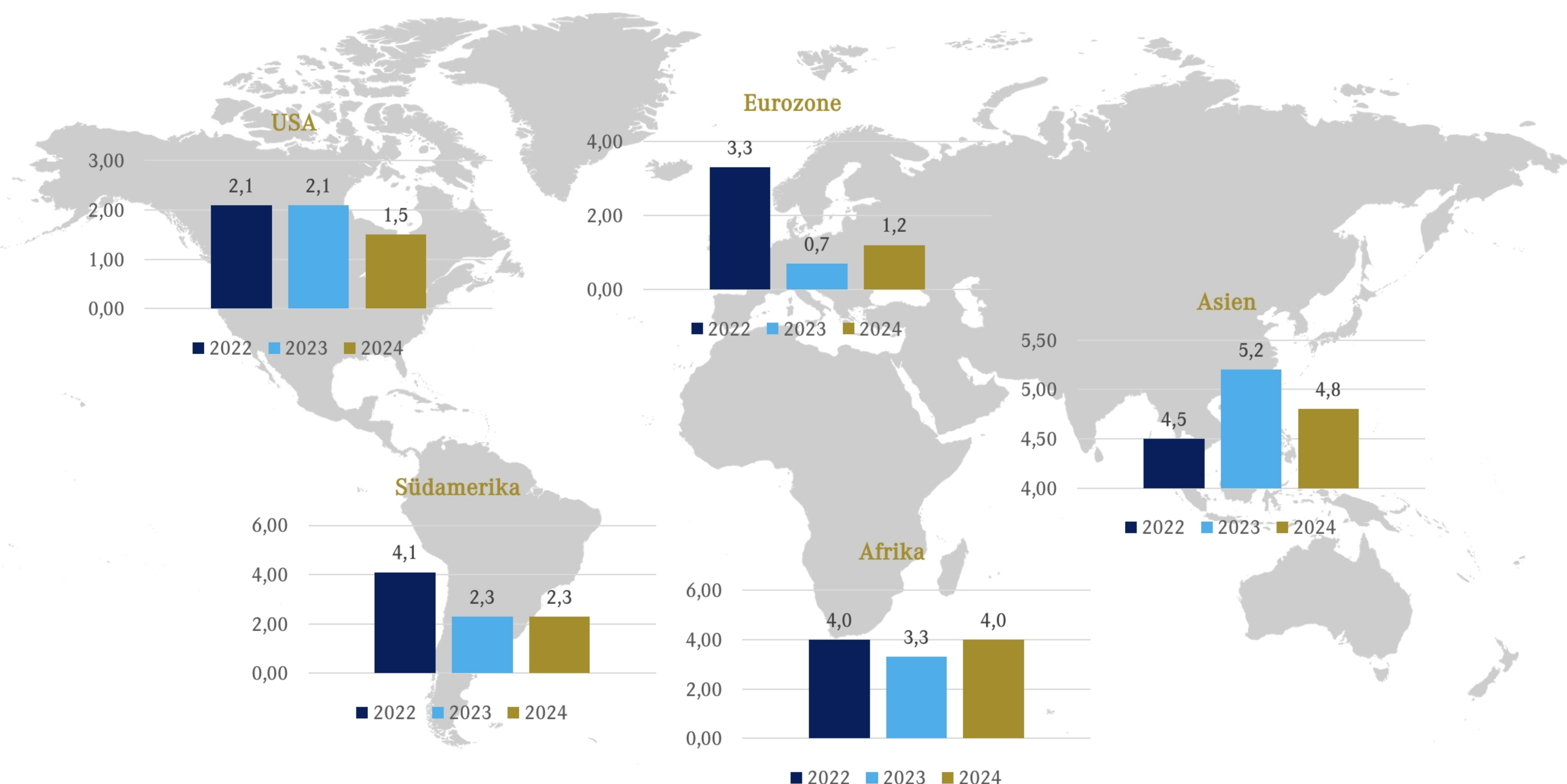


Abb.: Auch der IWF erwartet für 2024 geringere Wachstumsdivergenzen | Quelle: IWF, Capitell



Special: US-Wahlen

Es wird spannend und ungemütlich!



Vieles in diesem Jahresausblick können wir nur prognostizieren, bei einem sind wir uns aber sicher: Am 04.11.2024 werden die Menschen weltweit an den Fernsehschirmen die Ergebnisse der US-amerikanischen Präsidentschaftswahl verfolgen. Das politische Großereignis sorgt möglicherweise für gravierende Weichenstellungen in der Weltpolitik, die auch an den Kapitalmärkten ihren Niederschlag finden dürften. Und: Bis zum Wahltag droht uns ein unangenehmer politischer Stillstand in den USA, weil die beiden großen Parteien bereits jetzt jede Gelegenheit nutzen, um sich auf Kosten des politischen Gegners zu profilieren.

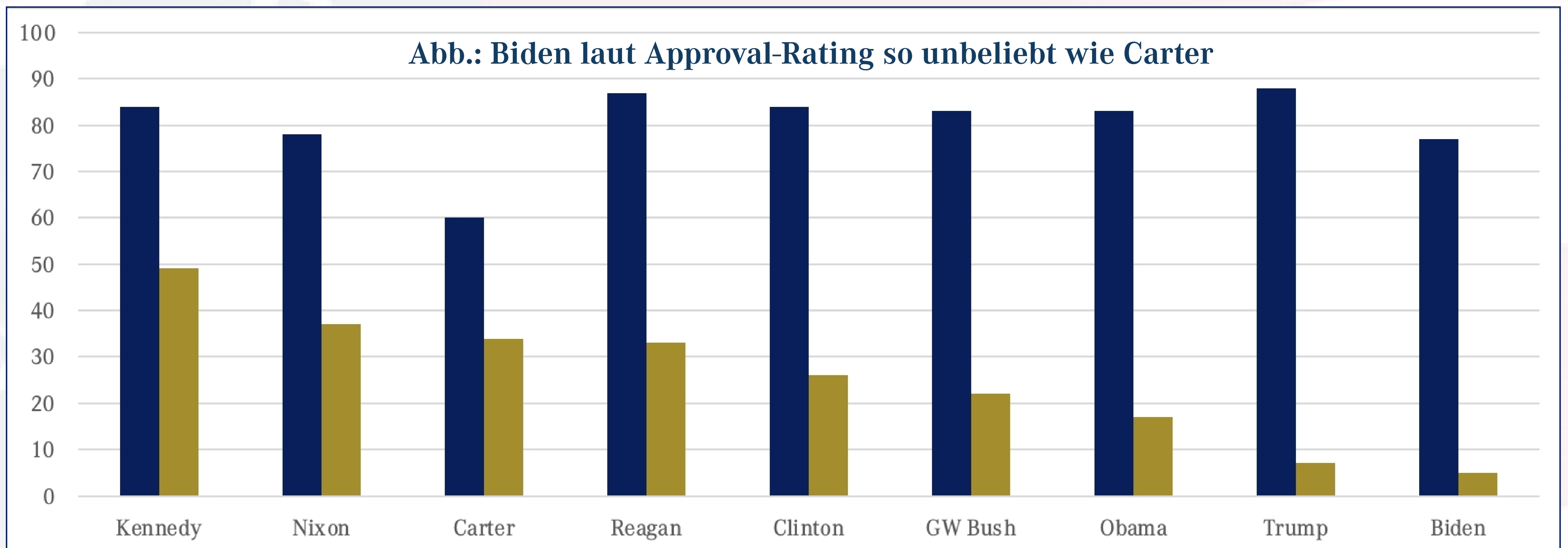
Es wird ein langer und harter Wahlkampf...

Schon ein Jahr vor dem offiziellen Wahltermin haben Demokraten und Republikaner mit den politischen Hütchenspielen begonnen. Das lässt sich nicht nur an einer immer schärfer werdenden Rhetorik in der politischen Diskussion ablesen, sondern zeigt sich u.a. auch offen im US-amerikanischen Kongress. Dessen oberste Kammer, das Repräsentantenhaus, war seit Anfang Oktober über Wochen handlungsunfähig, weil sich die Parlamentsvertreter nicht auf einen neuen Sprecher einigen konnten. Damit konnte kein Gesetzesvorhaben umge-

setzt werden, geschweige denn ein neues Budget verabschiedet werden – was Wochen nach Beginn des neuen Haushaltsjahrs die Möglichkeiten der amtierenden Regierung deutlich einschränkt. Statt über inhaltliche Kompromisse zu ringen, üben sich beide Parteien in Schuldzuweisungen. Wir gehen davon aus, dass dies der Auftakt eines harten und nicht immer fairen Wahlkampfes war. Dabei stellen wir uns ab Mitte Januar auch auf temporäre Shutdowns der öffentlichen Verwaltung ein, weil Haushaltsbudgets als Druckmittel im Wahlkampf eingesetzt werden.

...mit vielen Unwägbarkeiten

Bis zum Wahltermin kann aber noch einiges passieren. So sind vier Gerichtsverfahren gegen den aktuell aussichtsreichsten republikanischen Präsidentschaftskandidaten Donald Trump anhängig. Zumindest ein Verfahren soll während der heißen Vorwahl-Phase starten und könnte damit noch die öffentliche Meinung beeinflussen. Eine Verurteilung hätte zwar juristisch keine Folgen für seine Kandidatur, könnte aber zumindest die Chancen auf einen Regierungswechsel beeinflussen. Von daher rechnen wir mit 10 spannenden Monaten, in denen uns die ein oder andere politische Wende überraschen könnte.



Quelle: YouGov. Durchschnittliches Approval Rating über die Amtszeit

Startposition von Amtsinhaber Biden schlecht

Dabei startet der amtierende Präsident Joe Biden aus einer ungünstigen Position in das letzte Jahr seiner ersten Amtszeit. Er liegt im direkten Vergleich mit Donald Trump in 5 der 7 wahlentscheidenden US-Bundesstaaten deutlich hinter seinem wahrscheinlichen Herausforderer. Die Zustimmung zu seiner politischen Arbeit, das sogenannte Approval Rating, fällt mit 39% deutlich schwächer aus als zur selben Zeit bei seinen Vorgängern. Selbst Donald Trump konnte ein Jahr vor Ende seiner Amtszeit 46% der US-Amerikaner von seiner Arbeit überzeugen. Mehr noch: Die Zahl der aktiv mit Biden unzufriedenen Wähler ist mit 58% überraschend hoch. Schließlich steht die US-Wirtschaft mit einem sehr robusten Wirtschaftswachstum und einer rekordtiefen Arbeitslosigkeit vergleichsweise gut da. Offensichtlich machen sich immer mehr US-Amerikaner Gedanken über die Gesundheit des bald 81-jährigen und hinterfragen seine Eignung für eine weitere Amtszeit.

Mögliche Rezession als Risikofaktor

Umso gefährlicher könnte eine deutliche Wachstumseintrübung für Biden werden. Denn dann würde sich die Stimmung gegen POTUS wohl noch weiter verschlechtern. Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt jedenfalls, dass die Wiederwahlchancen für einen amtierenden Präsidenten selbst durch kurze Rezessionsphasen massiv geschmälert werden und in der Zeit nach dem zweiten Weltkrieg sogar auf 0 fallen. Von daher gilt es für Biden, einen Wirtschaftsabschwung in jedem Fall zu vermeiden. Normalerweise setzen US-Präsidenten dafür in den 18 Monaten vor einer Wahl auf eine expansive Fiskalpolitik. Biden sind durch die Budgetrestriktionen diesbezüglich aber die Hände gebunden. Kein Wunder also, dass sein härtester republikanischer Widersacher

Trump bei den Buchmachern mittlerweile als Favorit auf das Präsidentenamt gilt.

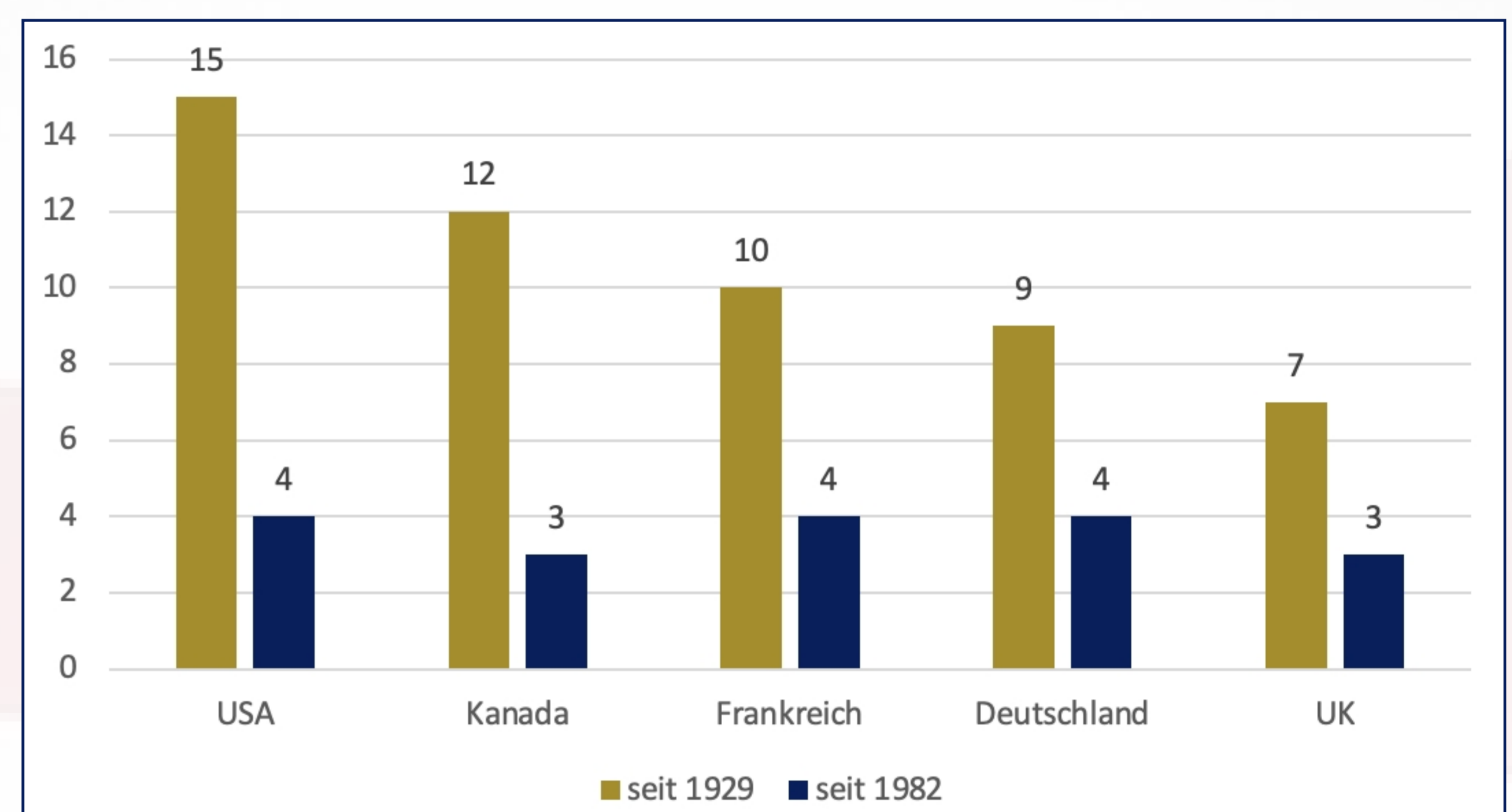


Abb.: Rezessionsanzahl zuletzt deutlich rückläufig. Daher für Biden gefährlicher | Quelle: Deutsche Bank

„Politische Börsen haben kurze Beine...“

Nun könnten wir all das mit einem Schulterzucken abtun. Schließlich suggeriert eine bekannte Börsenweisheit, dass politische Einflüsse schnell vorübergehende Folgen für die Kapitalmärkte haben. Dementsprechend sollte uns vielleicht eher interessieren, wie sich die neuen AI-Produkte von Microsoft verkaufen oder ob Novo Nordisk mit seiner Abnehmpille weiteres Überraschungspotenzial besitzt. Fakt ist aber: Politische Entscheidungen haben in den vergangenen Jahren an Marktrelevanz gewonnen. Von daher wäre es fahrlässig, die sich aus der Präsidentschaftswahl ergebenden geopolitischen Effekte zu unterschätzen. Dabei versuchen wir nicht, das im Hinblick auf einen Wahlausgang optimale Portfolio zu bauen, sondern potenzielle Risiken politischer Entscheidungen zu kontrollieren. Dabei fokussieren wir uns vor allem auf drei Themengebiete, die bei einem Wahlsieg Trumps zum Problem werden könnten: Die Rüstungs- und Verteidigungspolitik, die Handelsbeziehungen zwischen den USA und China sowie den Klimaschutz.

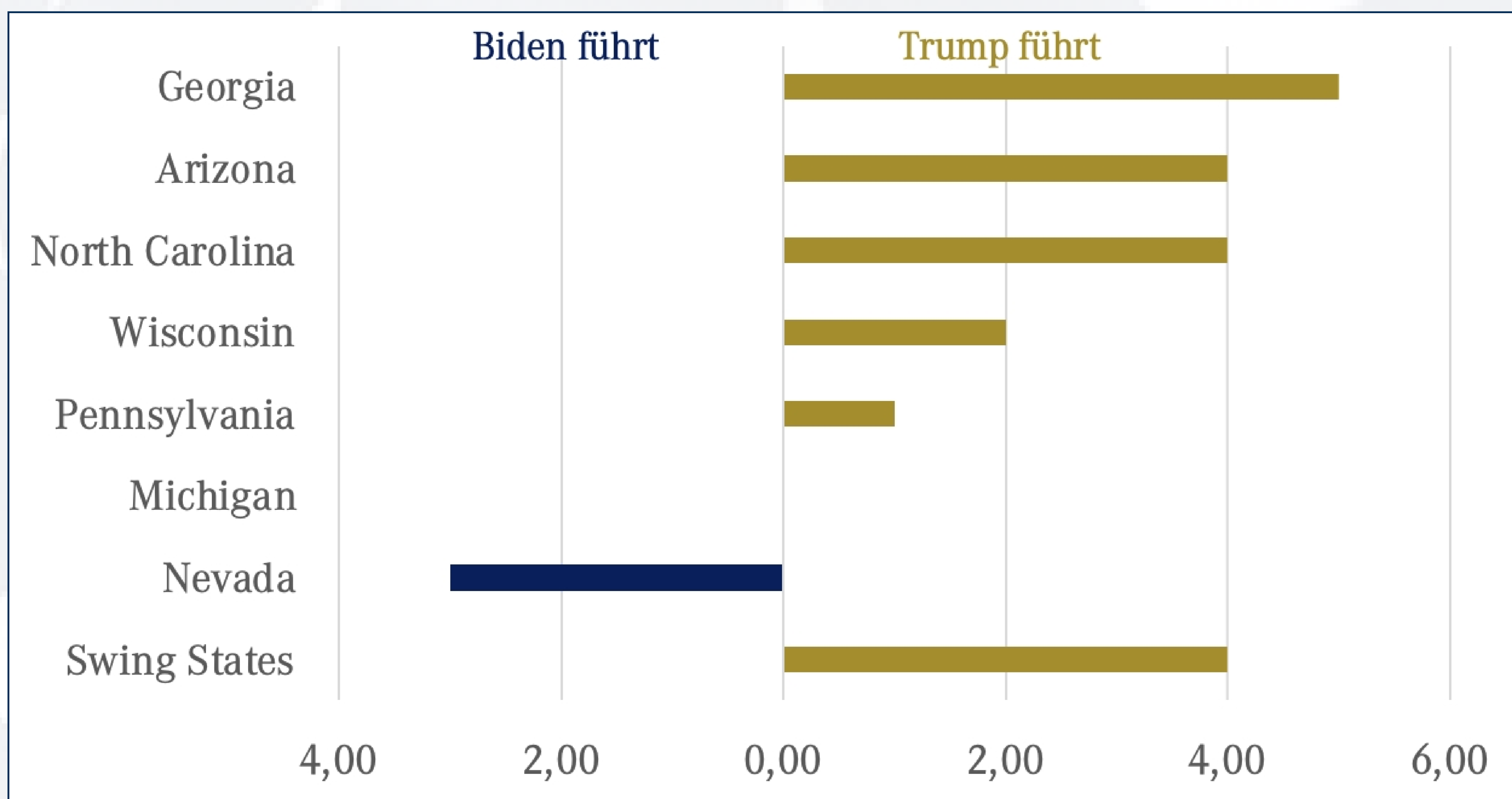


Abb.: Trump in Meinungsumfragen in den wahlentscheidenden Swing States vorne

| Quelle: Bloomberg, Stand 30.10.2023

Risiko #1: Rüstungs- und Verteidigungspolitik

Schon während seiner ersten Amtszeit hat Donald Trump gegen die anderen NATO-Mitgliedsstaaten gewettert, weil diese weniger als die vereinbarten 2% ihres BIPs für Rüstungsausgaben aufgewendet haben. Mittlerweile ist die Quote zwar etwas angestiegen, liegt mit 1,7% aber immer noch spürbar zu niedrig. Das könnte im „worst case“ einen NATO-Austritt der USA provozieren. Gleichzeitig haben die Republikaner angedroht, die Militärhilfen für die Ukraine auf Eis zu legen. Damit würde die bisherige Unterstützer-Allianz massiv geschwächt werden.

Die Europäer werden also in jedem Fall gezwungen sein, ihre eigene Verteidigungsfähigkeit schnell und umfassend auszubauen. Entsprechend könnte sich die Beimischung (europäischer) Rüstungsaktien rund um den Wahltermin herum auszahlen.

Risiko #2: Neuer Handelsstreit mit China

Schon die Biden-Administration hat die Handelsbeziehungen zu China weit weniger normalisiert als erwartet. Um so stärker könnte ein neu gewählter Präsident Trump versucht sein, den Handel mit China weiter zu beschränken. Denn eine antichinesische Politik ist in den USA mehrheitsfähig. Das könnte Geschäftsmodelle tangieren, die stark auf Absätze in China angewiesen sind. Die jüngsten Annäherungen zwischen Biden und Xi - zuletzt beim Gipfeltreffen in San Francisco dokumentiert - könnten dann schnell neuen Sanktionen und Strafzöllen weichen. Hier hilft nur eine detaillierte Bottom Up-Analyse, um potenzielle Risiko-Investments frühzeitig zu identifizieren.

Risiko #3: Aufkündigung Pariser Klimaschutzabkommen

Wir rechnen damit, dass Donald Trump im Falle seiner Wahl, das Pariser Klimaschutzabkommen zum zweiten Mal aufkündigen wird. Das hätte zwar zunächst nur symbolischen Wert, würde aber wohl auch in der Fiskalpolitik einen deutlichen Schwenk weg von Investitionsanreizen in klimafreundlichen Technologien bedeuten. Das dürfte insbesondere Unternehmen treffen, die bereits kräftig in den USA in Umwelttechnologien investiert haben – insbesondere die Betreibergesellschaften im Bereich erneuerbarer Energien. ■■■

Meine Empfehlung für Sie:

Die US-Präsidentenwahl wird nicht nur Auswirkungen auf das künftige politische Umfeld haben, sondern auch die Börsen bewegen. Dabei macht es im Vorfeld Sinn, vorhandene Extremrisiken im Portfolio proaktiv zu analysieren und abzusichern. Als aktiver Vermögensverwalter übernehmen wir diese Aufgabe für Sie.



Notenbanken

2024 wird das Jahr der neuerlichen Zinswende. Die Inflationsraten in der Eurozone und in den USA zeigen einen spürbar rückläufigen Trend, insbesondere in den für die Notenbanken wichtigen Kernraten. Nach den aggressiven Zinserhöhungen der letzten 18 Monate erwarten wir daher ab dem Frühsommer moderate Zinssenkungen in den USA. Europa dürfte in der zweiten Jahreshälfte mit leichtem zeitlichem Abstand folgen.

Deutlicher Disinflationstrend

Das Jahr 2023 war durch spürbar rückläufige Inflationsraten gekennzeichnet. Lag die jährliche Teuerung in den USA im Januar 2023 noch bei 6,5%, verlor der Preisauftrieb über das Jahr an Dynamik und reduzierte sich

zuletzt auf 3,2%. In der Eurozone ging die Inflationsrate im gleichen Zeitraum von 8,6% auf 4,3% zurück. Damit zeigt sich: Das Inflationsgespenst verliert ein Stück weit an Schrecken. Denn auch in den kommenden Monaten rechnen wir mit einem weiteren Rückgang der Inflationsraten. Das niedrigere globale Wirtschaftswachstum, das Ende der Lieferkettenprobleme, die restriktivere Kreditvergabe der Banken und ein geringeres Lohnplus dürften dazu führen, dass die Kern-Inflation, also die Teuerungsrate ohne Berücksichtigung von Energie- und Lebensmittelpreisen, bis in den Sommer auf unter 3% fallen wird. Dabei erwarten wir in den USA den größten Bremseffekt in den Kategorien Gebrauchtwagenpreise und kalkulatorische Mieten, in der Eurozone bei den Gesundheitskosten.

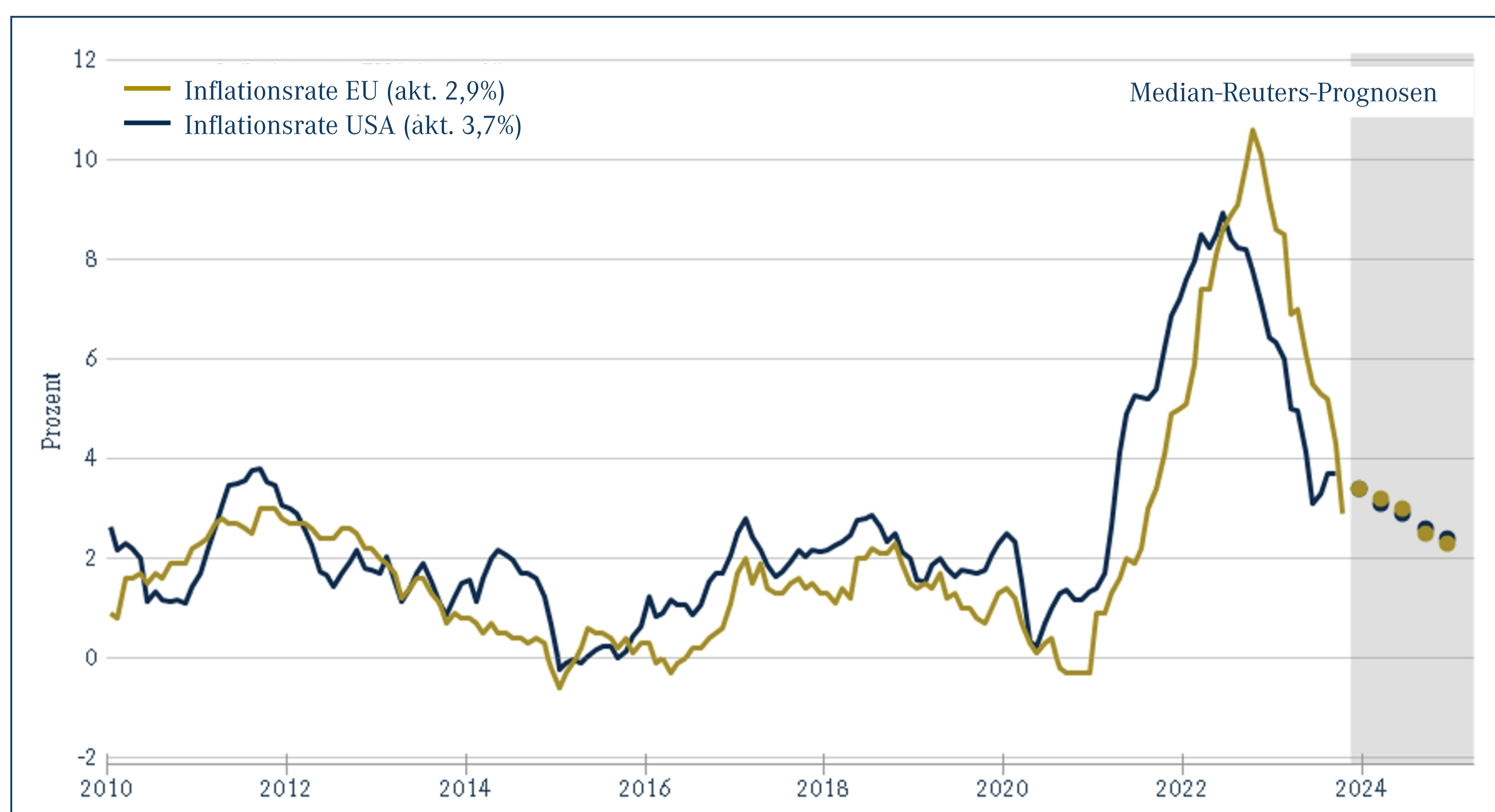


Abb.: Disinflationstrend setzt sich fort, Notenbank-Ziele wohl erst 2025 erreicht | Quelle: Refinitiv Datastream Charting, Per 13.11.2023

Mehr Freiraum für die Notenbanken

Die nachlassende Inflationsdynamik dürfte den großen Notenbanken mehr Freiräume eröffnen. Zwar rechnen wir damit, dass die Inflation auch 2024 über dem Ziel der Fed und der EZB von 2% liegen wird. Dennoch dürfte der disinflationäre Trend die langfristigen Inflationserwartungen drücken und damit den Spielraum der Währungshüter vergrößern. Das gilt um so mehr, als Federal Reserve und EZB ihren strategischen Rahmen soweit aufgeweicht haben, dass die 2%-Marke nicht mehr als fixes Ziel, sondern als „Durchschnittswert“ über einen Wirtschaftszyklus betrachtet wird.

USA mit erster Zinssenkung im Frühsommer

Wir gehen davon aus, dass die US-amerikanische Notenbank im zweiten Quartal 2024 mit einer ersten kleinen Zinssenkung beginnt. Damit hätte sie eine Zinspause von fast einem Jahr eingehalten – deutlich länger als die durchschnittlich vier Monate in einem „normalen“ Zinszyklus. Das Credo „higher for longer“ wäre damit glaubwürdig umgesetzt. Nach dem ersten Zinsschritt erwarten wir pro Quartal weitere Zinssenkungen um 25 Basispunkte. Dadurch würde der durchschnittliche Leitzins bis Jahresende auf 4,58% fallen. Wir rechnen damit, dass sich dann 2025 weitere Zinsschritte anschließen werden, dass die Federal Reserve diesmal aber bereits bei einem Leitzins knapp unter 3,0% stoppen wird. Damit trägt sie der Tatsache Rechnung, dass langfristige Faktoren wie die demographische Entwicklung oder die Kosten für die Energiewende künftig zu strukturell höheren Inflationsraten führen werden.

EZB folgt mit leichtem Zeitverzug

Die EZB dürfte den Zinssenkungsschritten der US-Kollegen mit einem zeitlichen Verzug von einem Quartal fol-

gen. Sie hatte deutlich später mit aggressiven Zinserhöhungen begonnen, so dass die absolute Zinshöhe in der Eurozone unter dem US-amerikanischen Zinsniveau liegt. Einen noch längeren Abstand wird die EZB aber zu verhindern suchen, weil das den Euro stärker aufwerten lassen könnte und so das schwache Wirtschaftswachstum in Europa zusätzlich belasten würde.

Wo liegen die Risiken?

Zeitlich sehen wir das „Risiko“, dass die Notenbanken ggf. schon gegen Ende des ersten Quartals erste Zinssenkungen implementieren. Das wäre wohl dann der Fall, wenn wir einen stärkeren Anstieg der Energiepreise über den Winter vermeiden und das globale Wachstum enttäuscht.

Negativrisiken sehen wir insbesondere durch die Zinsnormalisierung in Japan, die zum Lackmus-Test für die Kapitalmärkte wird. Hier rechnen wir bereits zur Jahreswende mit einem Ende der „Yield Curve Control“, was einen deutlicheren Renditeanstieg japanischer Staatsanleihen zur Folge haben dürfte. Anders als in den USA sollte daraus allerdings keine Bankenkrise entstehen, da die japanischen Kreditinstitute auf eine extrem kurze Duration in ihrem Portfolio achten. Allerdings dürften die Pensionskassen darunter leiden – mit noch nicht quantifizierbaren Folgen für das Anlageverhalten dieser wichtigen Investorengruppe. ■■■

Meine Empfehlung für Sie:

Stellen Sie sich auf moderat sinkende Zinsen ein, sobald die Inflation unter 3% fällt und dadurch Federal Reserve und EZB neue Spielräume eröffnet. Die „Exotenrolle“ der japanischen Notenbank könnte temporär für Verwerfungen bei den wichtigen Pensionskassen sorgen, die es zu beobachten gilt.

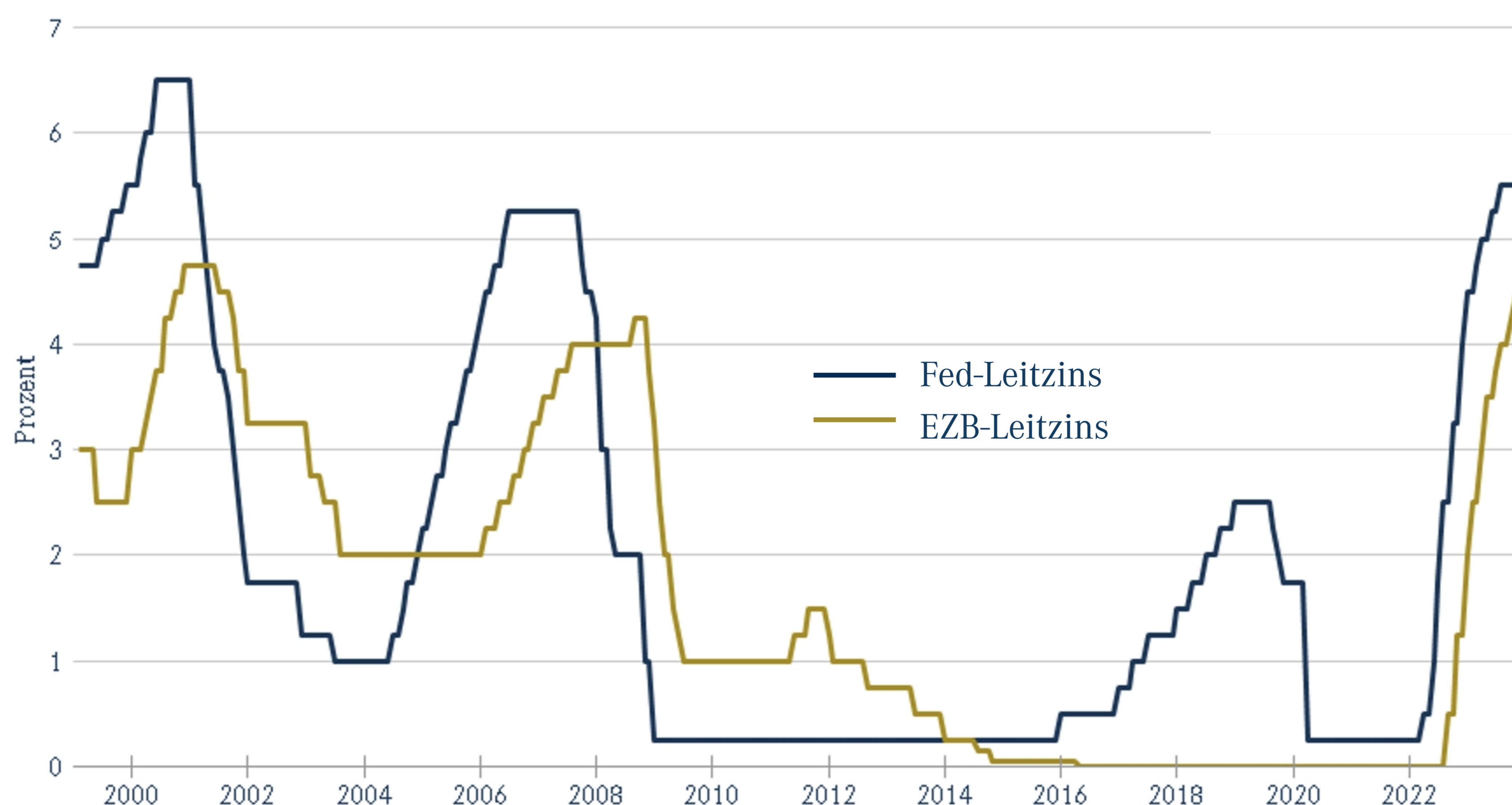


Abb.: Aggressiver Zinserhöhungszyklus jetzt wohl beendet | Quelle: Refinitiv Datastream Charting, Per 13.11.2023



Anleihen

Mit voller Rendite voraus!

Auch im Jahr 2023 sind die Renditen am Anleihemarkt gestiegen und haben dem Anleger Kursverluste beschert. Das hat im Gegenzug die künftige Attraktivität von Anleihen spürbar verbessert. Wir erwarten 2024 eine solide Performance, die sich aus attraktiven Kuponzahlungen und moderaten Kursgewinnen speist. Und auch langfristig sind Anleihen wieder interessant.

Renditeanstieg setzt sich auch 2023 fort

Im laufenden Jahr hat sich der Renditeanstieg am Anleihemarkt weiter fortgesetzt. So rentieren 10-jährige US-amerikanische Staatsanleihen per Mitte November mit 4,50% nach 3,87% zu Jahresbeginn. Das hat noch einmal zu kräftigen Kursverlusten geführt und dem Anleger das dritte Verlustjahr in Folge beschert. So etwas hat es in der gut 250-jährigen Geschichte der Treasuries noch nie gegeben. Bei vergleichbaren Bundesanleihen ist die Rendite ebenfalls von 1,99% auf 2,62% per 15.11.2023 geklettert und hat damit den Trend des Vorjahres fortgesetzt. Gleiches gilt für bonitätsstarke Unternehmensanleihen und Anlagen im deutlich riskanteren Hochzinsbereich.

Über die verschiedenen Laufzeitbereiche ist uns die inverse Kurvenstruktur (kurze Laufzeiten werfen höhere Renditen ab als lange) erhalten geblieben, auch wenn sich der Kurvenabstand zwischen zwei- und zehnjährigen An-

leihen über das Jahr deutlich verringert hat. In Summe war 2023 damit erneut ein durchwachsendes Anleihejahr.

Zinshöhepunkt erreicht: Perspektiven verbessert

Der Renditeanstieg der letzten 24 Monate hat die Perspektiven nach vorne spürbar aufgehellt. Wir gehen davon aus, dass wir mit den zwischenzeitlich 5% Rendite für 10-jährige US-amerikanische Staatsanleihen den Zinshöhepunkt erreicht haben und wir 2024 als Anleger doppelt profitieren: Von den hohen Ausgangsniveaus der Renditen und von moderaten Kursgewinnen durch ein in Summe wieder rückläufiges Zinsniveau. Musik sollte in den Anleihemarkt insbesondere dann kommen, wenn der Zeitpunkt der Zinswende der großen Notenbanken näher rückt.

Volatilität gibt zu denken

Schaut man sich die Schwankungsintensität am Anleihemarkt an, gibt einem die zu denken. Schließlich gelten Anleihen gemeinhin als konservative und damit weniger schwankungsanfällige Anlagekategorie. De facto lag die Volatilität in den letzten 18 Monaten aber über dem Niveau am Aktienmarkt. Doch auch hier erwarten wir 2024 Besserung. Mit mehr Visibilität bei den Zinstrends und einer rückläufigen Inflation dürfte das Anlegerinteresse an Anleihen weiter zunehmen und die hohe Volatilität dämpfen.

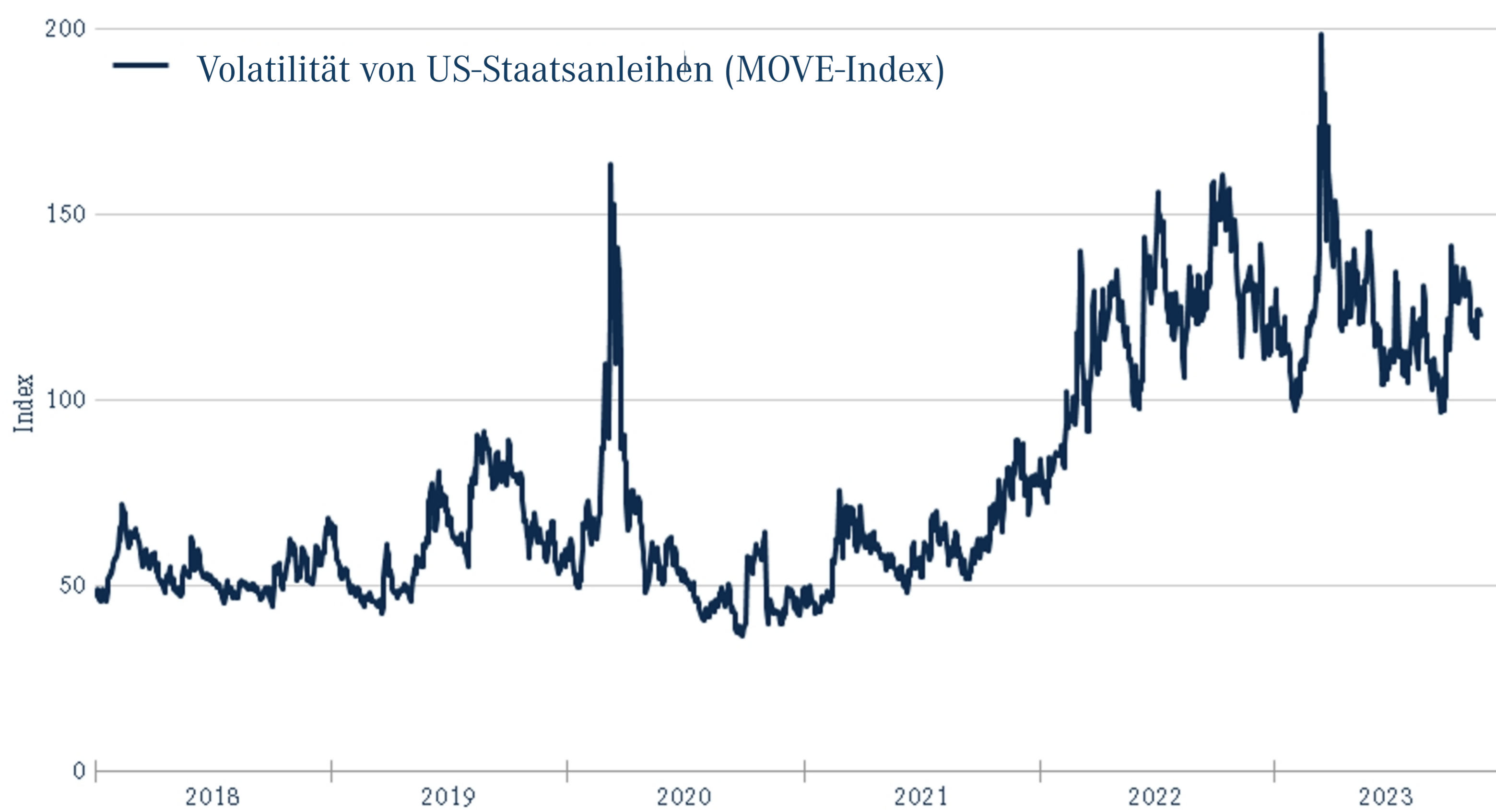


Abb.: Volatilität am Anleihemarkt ungewöhnlich hoch | Quelle: Refinitiv Datastream Charting, per 13.11.2023

Fokus auf gute Bonitäten...

Angesichts dieser in Summe vielversprechenden Perspektiven braucht es keine große Risikobereitschaft, um mit Anleihen attraktive Performancechancen zu generieren. Entsprechend raten wir dazu, den Anlagefokus auf gute Bonitäten aus dem Investment Grade-Bereich zu legen. Das sind die Zinspapiere, die die großen Ratingagenturen als bedenkenlos investierbar einstufen. Auch ausgewählte Staatsanleihen gehören wieder ins Depot, zumal sie als besonders liquide Papiere auch eine gute Handelbarkeit gewähren.

...und längere Restlaufzeiten

Aufgrund der inversen Renditestruktur und des in Summe noch intakten Renditeanstiegs haben wir bis dato auf eine Mischung aus kurzlaufenden und einigen langlaufenden Anleihen geachtet. Mit Blick auf 2024 würden wir vorübergehend die Restlaufzeit sukzessive erhöhen. Das vergrößert die Kurschancen und dürfte so die Performanceaussichten verbessern. Im zehnjährigen Laufzeitenbereich erwarten wir für Euro-Unternehmensanleihen ca. 4% Performance aus dem gestiegenen Renditeniveau und ca. 2,5% Performance aus Kursgewinnen.

Auch Langfrist-Perspektive gebessert

Unsere langfristigen Bewertungsmodelle für Anleihen signalisieren aktuell die höchsten Performancechancen für Anleihen seit mehr als 20 Jahren. Sie greifen einen Anlagehorizont von 10 Jahren ab (also bis Ende 2033). Dabei nutzen sie vor allem das aktuelle Renditeniveau langlaufender Anleihen guter Bonität, das sich in der Vergangenheit als zuverlässiger Indikator für die Gesamtperformance am Anleihemarkt herauskristallisiert hat. Die entsprechenden Modelle zeigen allerdings auch

an, dass der Performance-Vorteil langlaufender Anleihen wohl nur zwei bis drei Jahre anhalten dürfte. Spätestens dann, wenn die Federal Reserve ihre neuerlichen Zinssenkungszyklus beendet hat, dürften kürzere Laufzeiten wieder attraktiver werden. Entsprechend ist die Verlängerung der Laufzeiten nicht bis auf Endfälligkeit gedacht, sondern ein vorübergehendes taktisches Manöver. ■■■

Meine Empfehlung für Sie:

Nach jahrzehntelanger Magerkost bieten Anleihen nun wieder attraktive Chancen. Entsprechend sollten sie bei Depotkonstruktion wieder eine etwas größere Rolle als in der Vergangenheit spielen – insbesondere bei Kunden mit begrenzter Risikobereitschaft.

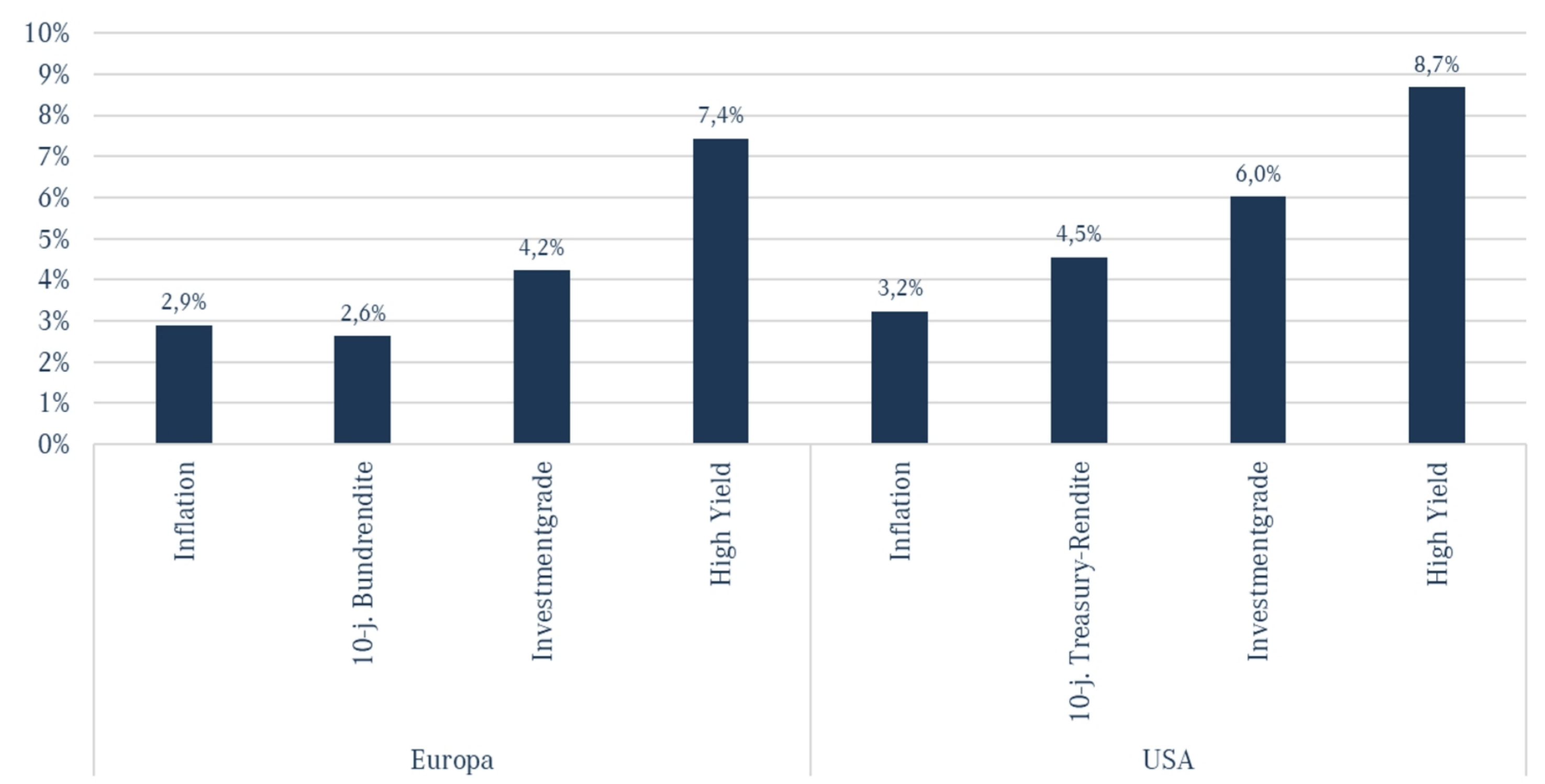


Abb.: US-Anleihen: Risikoaufschläge bei Hochzinsanleihen allenfalls selektiv interessant | Quelle: Refinitiv Charting, per 13.11.2023



Aktien

Auf wechselnde Winde einstellen

Nach dem guten Aktienjahr 2023 erwarten wir auch in 2024 weitere Kursgewinne. Allerdings dürften die regionalen und sektoralen Gewinner häufiger tauschen, was auch die Schwankungsanfälligkeit von Aktien erhöhen dürfte. Entsprechend gilt es, im Jahresverlauf mehrfach die Segel neu zu setzen.

Unterschiedliche Ausgangsbedingungen

Per Mitte November sehen wir sehr unterschiedliche Ausgangsbedingungen an den internationalen Aktienmärkten: Europäische Aktien sind im historischen Vergleich und auch in Relation zu ihren US-amerikanischen Rivalen sehr günstig bewertet, dürften aber gewinnseitig im kommenden Jahr kaum wachsen. In den USA dagegen liegt die Bewertung der großen Indizes über den langjährigen Durchschnittswerten. Sie wird

aber von spürbar besseren Gewinnperspektiven relativiert - zumal hier die „glorreichen Sieben“ (also Apple, Amazon, Alphabet, Microsoft, NVIDIA, Meta und Tesla) die Bewertungsrelationen deutlich nach oben verzerren. Ohne sie wären die restlichen 493 Aktien im S&P 500 mit einem KGV von unter 15 nur moderat bewertet.

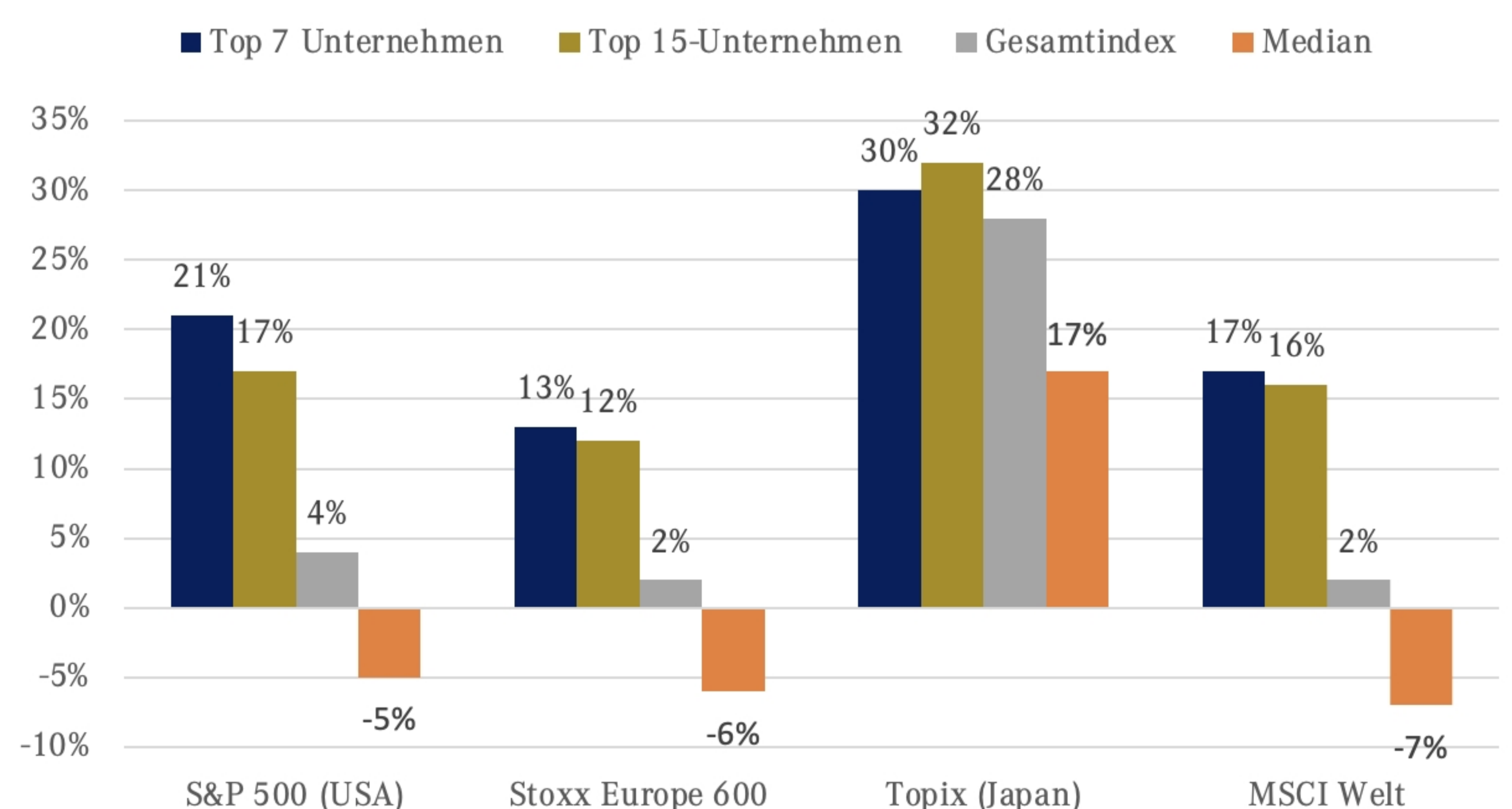


Abb.: Performance seit erster Fed-Zinserhöhung im März 2022: Große Unterschiede | Quelle: Goldman Sachs

Europäische Aktien zu billig

Mit einem Bewertungsabschlag von über 40% gegenüber den großen US-Indizes sind europäische Aktien u.E. viel zu billig. Das eröffnet Kurspotenzial und macht im Jahresverlauf auch immer mal wieder eine Outperformance Europas vs. den USA wahrscheinlich. Wir erwarten ca. 10% höhere Bewertungsrelationen und ca. 2% höhere Unternehmensgewinne, was einem Kurspotenzial im niedrigen zweistelligen Prozentbereich entspricht. Dieses Kurspotenzial dürfte allerdings nicht gleichverteilt über das Jahr realisiert werden. Wir sehen die größeren Kurschancen später im Jahr, wenn die Hoffnungen auf Zinssenkungen der EZB zunehmen und die globale Nachfrage moderat anzieht. Das dürfte eine Gewinnerholung in den zyklischen Branchen ermöglichen.

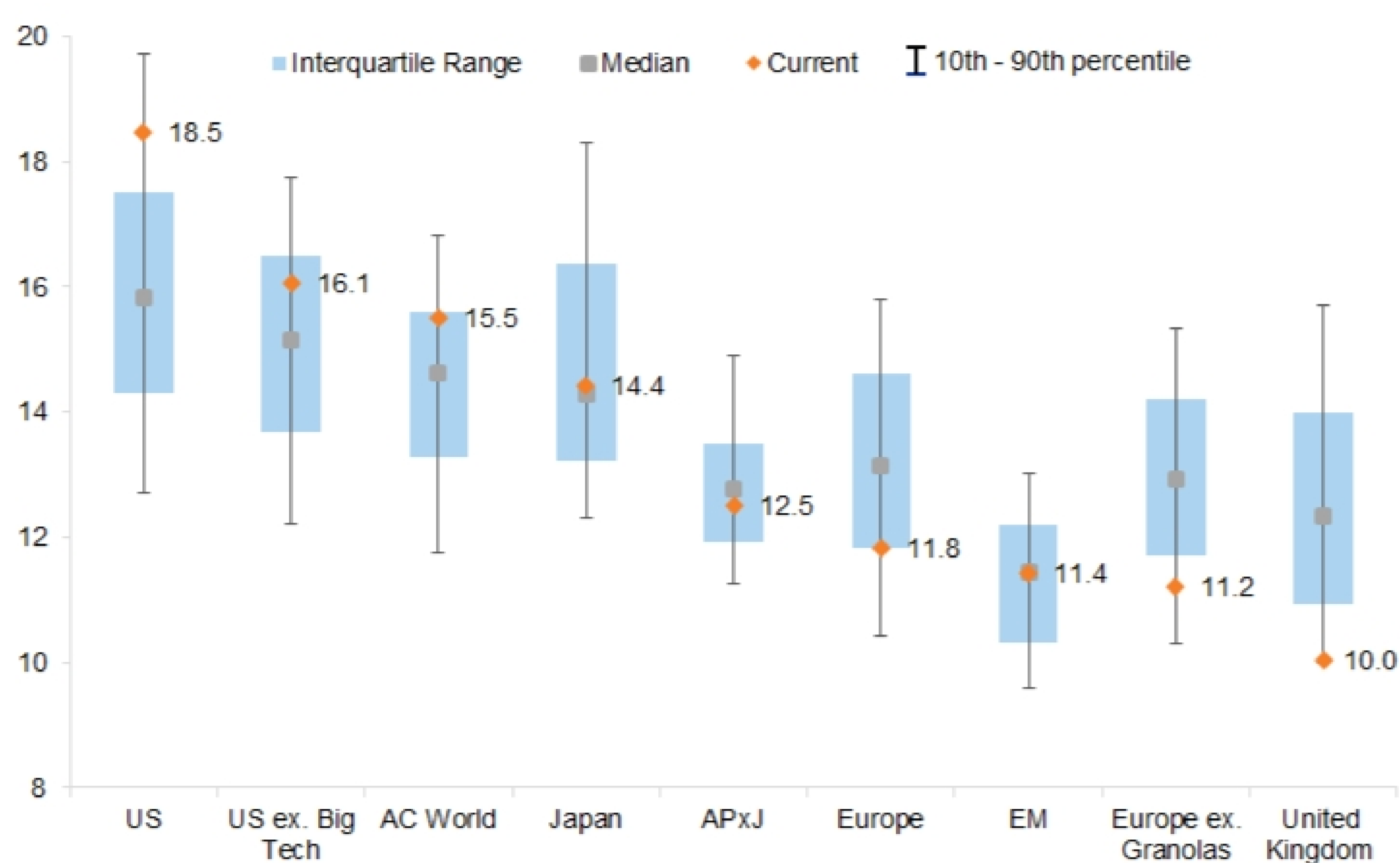


Abb.: Europäische Aktien deutlich unter historischen Bewertungsmaßstäben | Quelle: Goldman Sachs

USA mit zwei Gesichtern

In den USA erwarten wir in Summe ein deutlich höheres Gewinnwachstum der Unternehmen. Dabei dürften die fiskalpolitischen Programme wie der Inflation Reduction Act ebenso helfen wie konsequente Kostensenkungen, die wir bereits seit dem dritten Quartal beobachten. Das dürfte zusammen mit wieder verstärkten Aktienrückkäufen die Kursentwicklung stützen. Anders als in Europa sehen wir in den USA aber kein Potenzial für höhere Bewertungen. Entsprechend dürften die Kurssteigerungen hier auf das Gewinnplus der Unternehmen beschränkt bleiben. Von den „glorreichen Sieben“ erwarten wir dabei insbesondere zu Jahresbeginn noch einmal positive Performancebeiträge, während im weiteren Jahresverlauf andere Sektoren stärker gefragt sein dürften. Dabei rechnen wir insbesondere im Gesundheitssektor mit einer deutlichen Kurserholung. Wie sich die Kursentwicklung der großen US-amerika-

nischen Indizes im Jahresverlauf genau gestaltet, wird dabei auch davon abhängen, ob die US-Wirtschaft noch in eine Rezession rutschen sollte. Wäre das der Fall, könnte es außerhalb des strukturell wachsenden Tech-Bereichs zu deutlicheren Kursrückschlägen kommen, ehe dann Zinssenkungen der Federal Reserve das Stimmungsbild aufhellen und für eine deutliche Kurserholung sorgen.

Value vs. Growth: Gleichstand!

Durch die starke Performance der US-amerikanischen Technologiewerte gehen viele Anleger davon aus, dass derzeit vor allem wachstumsstarke Titel („Growth“) gefragt sind. Das ist aber gar nicht der Fall. Denn außerhalb der USA schlagen sich auch substanzstarke, niedrig bewertete Titel („Value“) gut. Wir gehen davon aus, dass sich diese regional unterschiedlichen Trends zunächst auch 2024 weiter fortsetzen werden. Entsprechend ist ein gut diversifiziertes Portfolio ohne „Mono-Kulturen“ erfolgskritisch.

Volatilität dürfte zunehmen

Das Jahr 2023 war durch eine im historischen Vergleich niedrige Volatilität von Aktien gekennzeichnet. Das mag der subjektiven Wahrnehmung widersprechen, weil die Kursausschläge auf Einzelwertbasis durchaus beachtlich ausfielen. Aber auf Indexebene blieb die Schwankungsbreite gering. Das dürfte sich im Jahresverlauf 2024 zumindest moderat ändern. So erwarten wir durch das unterschiedliche Timing der Notenbanken, die zahlreichen politischen Risikofaktoren und das in den USA hohe Bewertungsniveau tendenziell steigende Volatilitäten. ■■■

Meine Empfehlung für Sie:

Die Aktienanlage bleibt auch 2024 ein wichtiger Depotbaustein. Durch schnelle Trendwechsel auf regionaler und sektoraler Ebene bleibt aktives Management aber erfolgsentscheidend. Eine „Buy and Hold“-Strategie dürfte nur moderate Ergebnisse bringen.



Rohstoffe

Rohstoffe nur temporär attraktiv

Nachdem Öl, Gas und Gold 2023 mit positiven Preiszuwächsen aufwarten können, erwarten wir für 2024 eine sehr heterogene Entwicklung des Rohstoffsegments. Die größten Preisausschläge erwarten wir dabei im Energiebereich. Industriell genutzte Metalle könnten zeitweise eine kleine Sonderkonjunktur erleben und von Zinssenkungen und Rückenwind für Klimaprojekte profitieren.

Energie: Licht und Schatten

Die Energiepreise könnten 2024 die stärksten Ausschläge zeigen. Denn hier gibt es aktuell die größten Unsicherheiten. Die weltweiten Lagerbestände sind deutlich zusammengeschrumpft, die geopolitischen Risiken mit dem Ukraine-Krieg und dem eskalierten Nahost-Konflikt hoch. Das kann bei zusätzlichen Spannungen jederzeit zu deutlichen Preissteigerungen führen. Von daher empfiehlt es

sich grundsätzlich, sich gegen dieses Risiko im Portfolio abzusichern. Allerdings ist völlig unklar, ob es auch tatsächlich zum Tragen kommt. Denn es gibt eine ganze Reihe möglicher Einflussfaktoren, die die aktuell angespannte Angebotssituation entspannen könnten. So laufen die beschlossenen Förderkürzungen von Russland und Saudi-Arabien zum Jahresende aus. Zusammen mit der „Wiederzulassung“ Venezuelas könnte ein Ende der selbstverhängten Produktionskürzung das verfügbare Angebot spürbar erhöhen. Zudem rechnen wir damit, dass die US-amerikanische Fracking-Industrie ihre Förderkapazitäten – anders als 2023 – ausweitet. Auch das sollte das aktuelle Angebotsdefizit am Ölmarkt reduzieren. Entsprechend erwarten wir eine sehr volatile Ölpreisentwicklung und halten im Jahresdurchschnitt einen Ölpreis zwischen 75 und 85 USD für angemessen – mit temporär deutlicheren Abweichungen.

Industriemetalle: Mini-Konjunktur durch Klimapolitik?

Der Ausbau der Erneuerbaren Energien ist 2023 kaum vorangekommen. Das lag an der Kostenexplosion für Material und Arbeitskräfte sowie an politischen Unsicherheiten. Für 2024 erwarten wir hier Besserung: Der Green Deal der EU dürfte endlich in nationale Förderprogramme umgesetzt werden. Zudem werden viele unter dem US-amerikanischen Inflation Reduction Act gestarteten Projekte in die Umsetzungsphase gehen.

Edelmetalle: Gold zwischen Realzinsen und Geopolitik

Die letzte Rohstoffkategorie, die Edelmetalle, hat für viele Privatanleger einen besonderen Reiz. Die Entwicklung des Goldpreises hängt vor allem an zwei wesentlichen Faktoren: den Realzinsen und den vorhandenen (geopolitischen) Risiken. Dabei gilt: Positive und gar steigende Realzinsen sind Gift für Gold, weil das Edelmetall selbst keine Zinsen abwirft. Im Gegenzug profitiert Gold üblicherweise von geo-

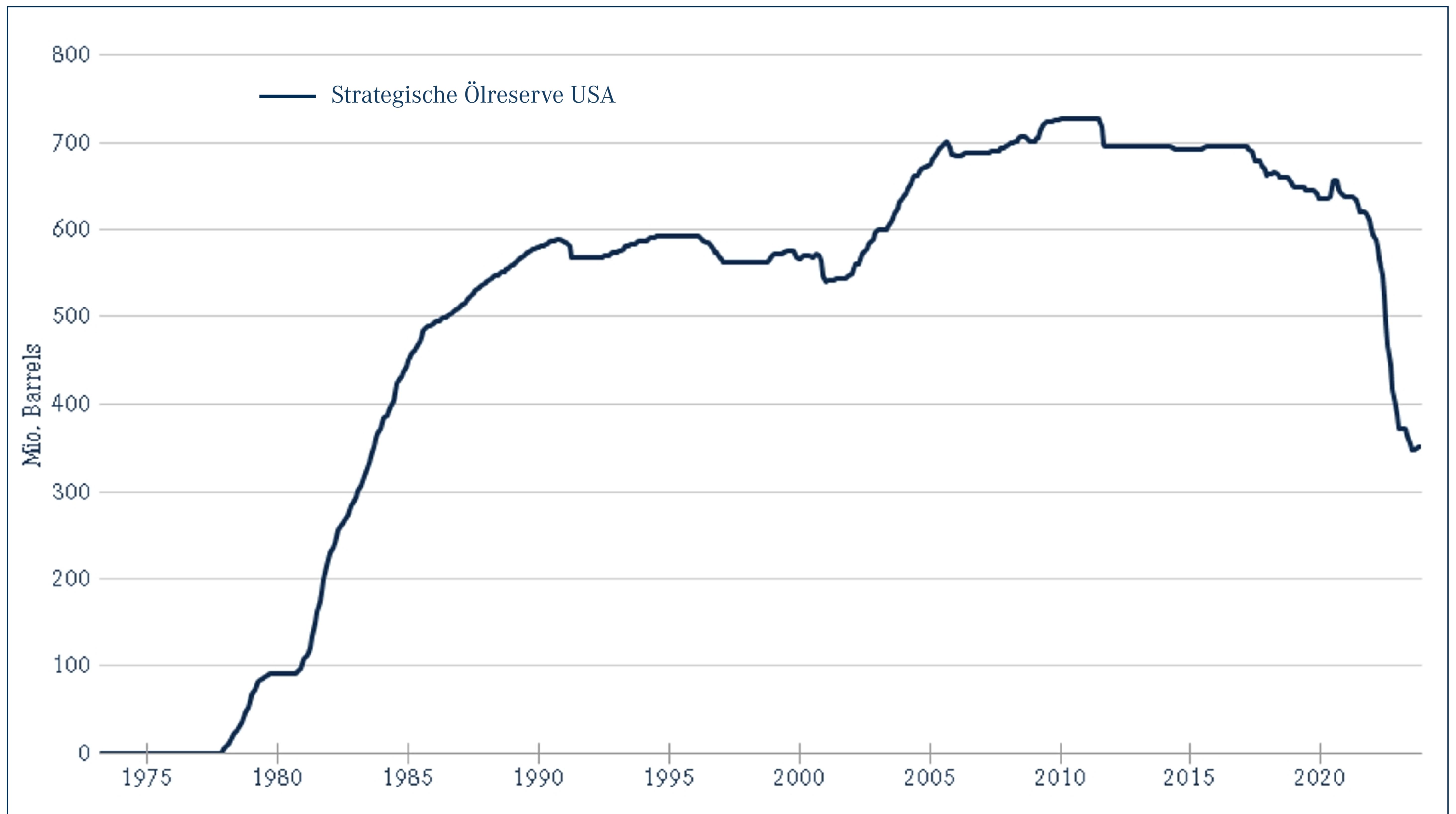


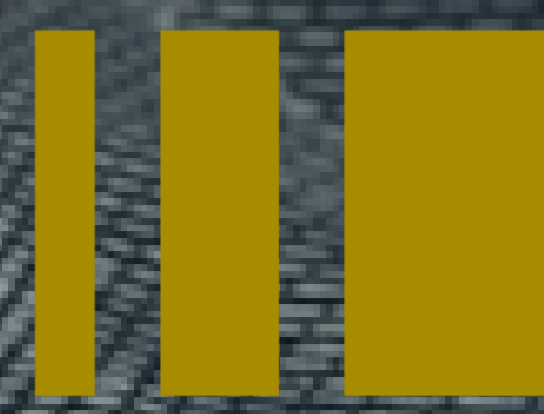
Abb.: Rohstoffe: Ölreserven weltweit deutlich reduziert | Quelle: Refinitiv Datastream Charting, Per 13.11.2023

Das dürfte zu einer kleinen Sonderkonjunktur bei industriellen Metallen beitragen – zumal auch die weltweiten Ausgaben für Infrastrukturprojekte wieder steigen dürften. Allerdings ist dabei auf die Flaute im gewerblichen Immobilienbereich zu achten, die die Nachfrage nach einzelnen Metallen gerade in den ersten beiden Quartalen des Jahres bremsen dürfte. Von daher sind Investments in Industriemetalle ausschließlich für versierte und chancenorientierte Anleger empfehlenswert.

politischen Konfliktherden und anderen Unsicherheitsquellen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir von Gold eine durchwachsene Preisentwicklung in 2024. Denn der (US-amerikanische) Realzins dürfte insbesondere in der ersten Jahreshälfte weiter steigen, weil die Inflation zurückkommt, die Zinsen aber zunächst unverändert bleiben. Erst im Jahresverlauf dürfte sich hier eine Entspannung einstellen. Im Gegenzug bleibt das politische Krisenpotenzial hoch. Von daher ist eine strategische Goldbeimischung von 3-5% akzeptabel. ■■■

Meine Empfehlung für Sie:

Einzelne Rohstoffe bieten 2024 Chancen – allerdings bei wahrscheinlich hohen Preisausschlägen. Damit dürfte das Chance-/Risiko-Profil in Summe ungünstiger ausfallen als in anderen Anlageklassen. Entsprechend rechnen wir damit, dass Rohstoffinvestments 2024 nur eine untergeordnete Rolle im Portfolio spielen werden.



Währungen

Euro vor Renaissance?

Meine Empfehlung für Sie:

Diversifikation macht unter Risikogesichtspunkten auch auf der Währungsseite Sinn. Von daher investieren wir unverändert in US-amerikanische Aktien und Anleihen. Mit Blick auf 2024 erwarten wir dadurch aber keine zusätzlichen Währungsgewinne, sondern kalkulieren eher mit einer leichten Dollar-Abwertung. Dabei sehen wir ein Erreichen der Marke von 1,15 als realistisch an, noch größere Sprünge wie es die aktuellen Kaufkraftparitäten unterstellen, erwarten wir vom Euro dagegen nicht.

Nach dem kräftigen Abwärtstrend der letzten Jahre konnte sich der Euro in der ersten Jahreshälfte stabilisieren, musste dann aber ab Sommer erneut kräftig Federn lassen. Mit Blick nach vorne erwarten wir eine neuerliche Trendwende zum Positiven. So dürfte der Euro im Jahresverlauf 2024 seine Jahreshochs aus dem Jahr 2023 antesten und in Richtung 1,15 laufen.

Die Welt ändert sich... das Währungsumfeld auch

Währungsprognosen gelten gemeinhin als besonders schwierig. Schließlich hängt die Wechselkursentwicklung von vielen unterschiedlichen Facetten und Stimmungen ab. Trotzdem beobachten wir gerade vier wesentliche Veränderungen, die uns optimistisch für den Euro und verhalten für den US-Dollar stimmen.

#1: Der Zinsvorteil des Greenback schrumpft

Auch wenn EZB und Federal Reserve im Jahresverlauf 2023 fast im Gleichklang die Leitzinsen erhöht haben, hat sich der Zinsvorteil des US-Dollars an den Kapitalmärkten vergrößert. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen ist schlichtweg stärker gestiegen als die entsprechender europäischer Papiere. Das dürfte sich perspektivisch ändern. So rechnen wir damit, dass die

US-amerikanische Notenbanken den Leitzins bereits im Frühsommer 2024 senken wird – klar vor der EZB. Und: Nach dem kräftigen Renditeanstieg am langen Ende dürfte die Gegenbewegung in den USA ebenfalls akzentuierter ausfallen.

#2: Das Wachstumsgefälle nimmt ab

Die US-Wirtschaft ist 2023 mehr als doppelt so schnell gewachsen wie die europäischen Volkswirtschaften. Das wird sich 2024 so nicht fortsetzen. Während wir in Europa eine Stabilisierung der zugegeben niedrigen Wachstumsraten erwarten, rechnen wir für die USA mit einer Wachstumsverlangsamung. Ein geringeres Wachstumsgefälle spricht ebenfalls für eine Kurs-erholung des Euro.

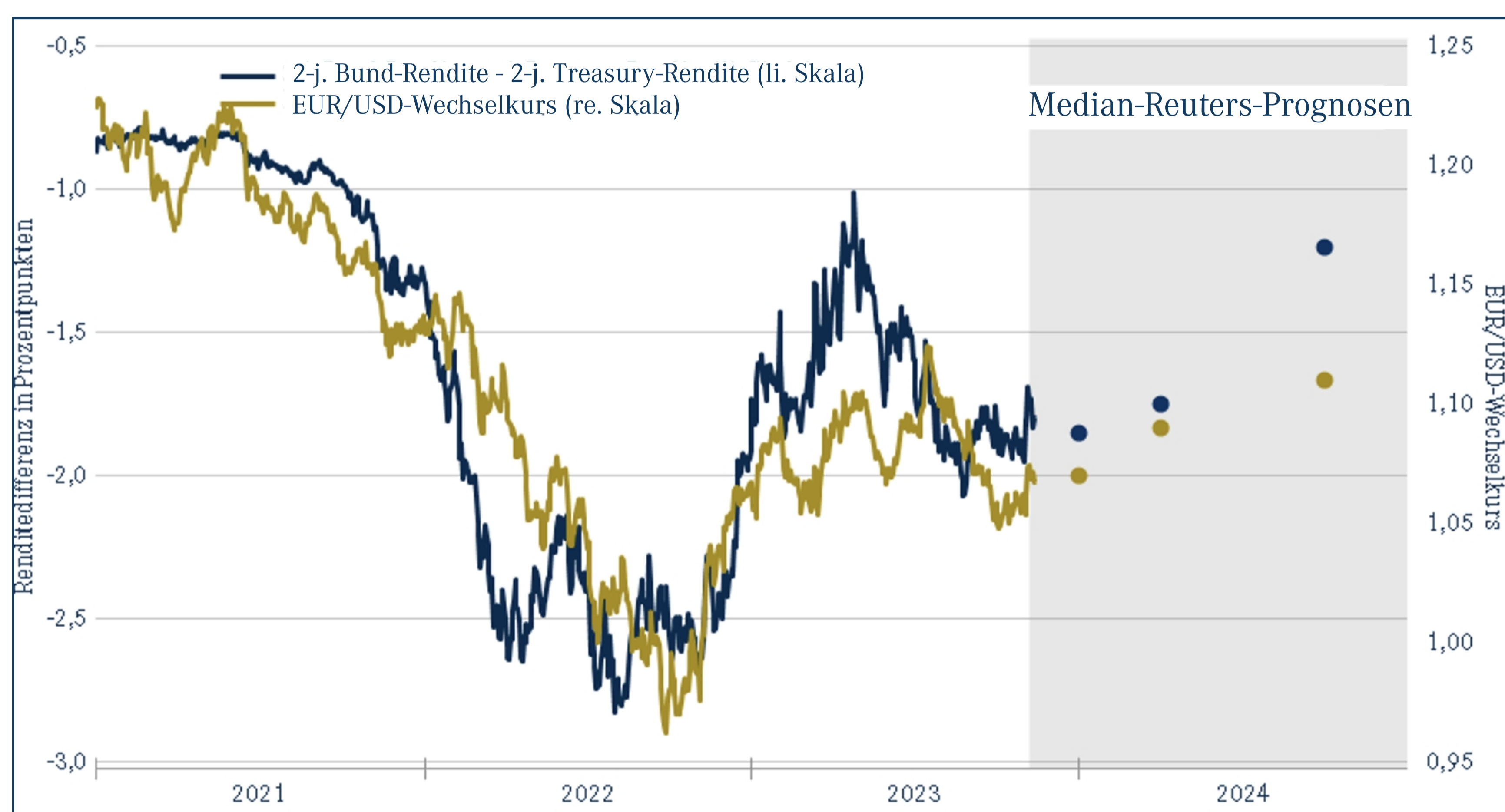
#3: Die politische Stimmung kippt

In politisch unsicheren Zeiten gilt der US-Dollar als „safe haven“. Wir zweifeln nicht daran, dass er diesen Status auch in der Zukunft behalten wird. Trotzdem sorgen die innenpolitischen Querelen, der schleppende Budgetprozess und die hohe Staatsverschuldung für erste Kratzer im Lack. Europa dagegen könnte nach den pro-europäischen Wahlergebnissen in Polen wieder als

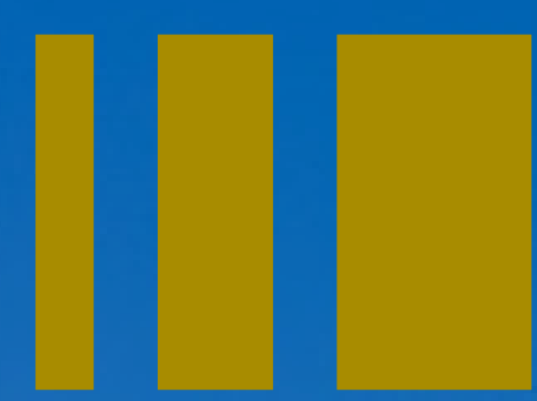
politisch gefestigter wahrgenommen werden – ein kleines Pro-Argument für den Euro.

#4: Kryptowährungen werden bedeutsamer

Die Zulassung von ETF-Investments auf Kryptowährungen hat der entsprechenden Anlageklasse zu einem Nachfrageschub verholfen. Ein erheblicher Teil dieser Gelder fließt aus dem US-Dollarraum ab, was die oben genannten fundamentalen Trends verstärken könnte. ■■



Renditedifferenzen USA und Eurozone und Euro | Quelle: Refinitiv Datastream Charting, Per 13.11.2023



Immobilien

Talsole erreicht?



Über Immobilien wird derzeit viel geredet. Erstmals seit vielen Jahren sind die Preise von Wohnimmobilien in den letzten Quartalen kräftiger gefallen. Einige Experten sprechen sogar vom Ende einer Preisblase mit katastrophalen Folgen für Bauindustrie und Gesamtwirtschaft. Diese Schwarzmalerei können wir insbesondere für Wohnimmobilien nicht teilen, weil viel zu wenig gebaut wird, um die steigende Nachfrage zu befriedigen. Trotzdem raten wir dazu, die Finger von offenen Immobilienfonds zu lassen.

Kurzfristige Perspektiven eingetrübt

Der Rückgang der Wohnimmobilien-Preise seit dem Frühjahr 2022 ist vor allem auf die deutlich geringere Erschwinglichkeit von Immobilien zurückzuführen. Das ist der beste Erklärungsansatz für kurzfristige Preisentwicklungen. Die Erschwinglichkeit gibt an, wer sich alles eine Immobilie leisten kann. Sie ist damit ein guter Maßstab für die kurzfristige Nachfrageentwicklung und wird wesentlich durch drei Faktoren bestimmt: Die Höhe der Immobilienfinanzierungszinsen, die verfügbaren Einkommen und die Baukosten.

Bauzinsen deutlich gestiegen

Die Immobilienfinanzierungszinsen sind in den letzten zwei Jahren kräftig gestiegen. Sie haben sich vervierfacht und damit die Erschwinglichkeit deutlich negativ beeinflusst. Das erhöht die monatliche Kostenbelastung für Häuslebauer substanziell bzw. reduziert die Tilgungsleistung. Das schreckt ab und mindert aktuell die

Nachfrage. Allerdings sollte man nicht nur die relative Entwicklung im Blick haben, sondern auch die absolute Zinshöhe beachten. Mit rund 4% bei zehnjähriger Zinsbindung liegen wir im historischen Kontext auf einem moderaten Niveau – vergleichbar mit den Zinssätzen im Jahr 2012. Von daher sind die Zinsen ein bremsender Faktor...aber keine Einflussgröße, die dauerhaft Nachfrage- und Preissteigerungen verhindern wird. Zumal wir davon ausgehen, dass wir in der Eurozone den Zinsgipfel erreicht haben und damit auch die Bauzinsen spätestens im kommenden Jahr zurückkommen dürften.

Baukosten spürbar höher

Der zweite Einflussfaktor, der die Erschwinglichkeit und damit die Immobilienpreise negativ beeinflusst hat, sind die Baukosten. Die sind seit 2015 gemäß Berechnungen des Statistischen Bundesamtes um weit mehr als 50% gestiegen. Das lag nicht nur an der inflationären Phase der letzten zwei Jahre, die viele Baumaterialien massiv verteuert hat. Auch der Staat hat kräftig zu den Baukostensteigerungen beigetragen, in dem er die Bauvorschriften weiter verschärft und insbesondere die Erwerbsnebenkosten spürbar nach oben getrieben hat. So sind die Nebenkosten seit 2015 um knapp 50% gestiegen. Immerhin gibt es einen Hoffnungsschimmer: Im Rahmen der jüngsten Quartalsberichte haben kaum noch Bauzulieferer Preissteigerungen angekündigt. Im Gegenteil: Die rückläufigen Absatzvolumina machen bei einigen Unternehmen sogar moderate Preiskürzungen wahrscheinlich – auch wenn dies eher ein Tropfen auf den heißen Stein sein wird.

Realeinkommen erstmals spürbar gestiegen

Ein kurzfristiger Einflussfaktor, der gerne unterschätzt wird: Die Entwicklung der Realeinkommen. Wir haben in den letzten 12 Monaten durchschnittliche Lohnsteigerungen von 14% in Deutschland erlebt. Das ist der kräftigste Anstieg seit vielen Jahrzehnten und spült vielen Haushalten auch real wieder mehr Geld ins Portemonnaie. Das kann die hohen Zinsen und Baukosten zumindest teilweise kompensieren.

Zusammengenommen sind wir von daher optimistisch, dass es Richtung Spätherbst zu einer Stabilisierung der Wohnimmobilienpreise kommen wird – und dann ab kommendem Jahr wieder moderate Preissteigerungen möglich sind. Damit sind wir deutlich optimistischer als einige Schwarzmalen, die vor einer platzenden Immobilienblase warnen. Anders als die Skeptiker sehen wir nämlich keine Welle an Zwangsverkäufen, die auf die Preise drücken. Wer heute refinanzieren muss, hat seine Immobilie üblicherweise vor 10 oder 15 Jahren gekauft. Damals lagen die Zinsen nur knapp unter den heutigen Niveaus. Von daher gibt es zumindest bis zum Jahr 2025 keinen Zinsschock, vor dem wir Angst haben müssten. Entsprechend dürfte bei den Preisen das strukturelle Unterangebot an Wohnraum früher oder später zum Tragen kommen.

Strukturelles Wohnraum-Unterangebot wurde zementiert

Durch Zuwanderung, den Trend zu mehr Single-Haushalten und einer wachsenden Anzahl von Zweitwohnungen steigt die Nachfrage nach Wohnraum peu à peu an. Dieser Trend dürfte mindestens bis ins Jahr 2030 anhalten und damit die Preise stützen. Denn gleichzeitig wird deutlich weniger gebaut. Die Bundesregierung ist an ihrem Versprechen von 400.000 neuen Wohneinheiten krachend gescheitert. Das liegt auch daran, dass private Investoren durch immer neue Eingriffe in den Wohnungsmarkt abgeschreckt werden. Die Politik muss dringend begreifen, dass Mietpreisbremsen & Co. kontraproduktiv sind. Kapital wird nur dann dauerhaft in Immobilienprojekte fließen, wenn damit 5-6% Rendite p.a. erwirtschaftet werden können. Schließlich binden Immobilien das Kapital auf lange Zeit und müssen damit deutlich höhere Renditen abwerfen als der Geldmarkt.

Finger weg von offenen Immobilienfonds

Trotz unserer Zuversicht für die künftige Preisentwicklung von Wohnimmobilien sind wir im Hinblick auf

offene Immobilienfonds sehr skeptisch. Die Rendite der bei Kleinanlegern noch immer populären Anlageprodukte liegt aktuell spürbar unter dem Niveau der Tagesgeldverzinsung. Als Anleger lassen sie damit also Performance liegen, zumal Immobilienfonds nur bedingt liquidiert werden können und damit unter Risikogesichtspunkten eigentlich eine Überrendite einbringen müssten. Ein weiterer Aspekt: Die meisten Immobilienfonds setzen schwerpunktmäßig auf Gewerbeimmobilien. Da ist das Umfeld aber deutlich schwieriger als bei Wohnimmobilien. Die Leerstandsquoten sind in den meisten Großstädten schon kräftig gestiegen, obwohl der geringere Platzbedarf aus Homeoffice & Co bisher nur auf die wenigsten Mietverträge durchgeschlagen hat.

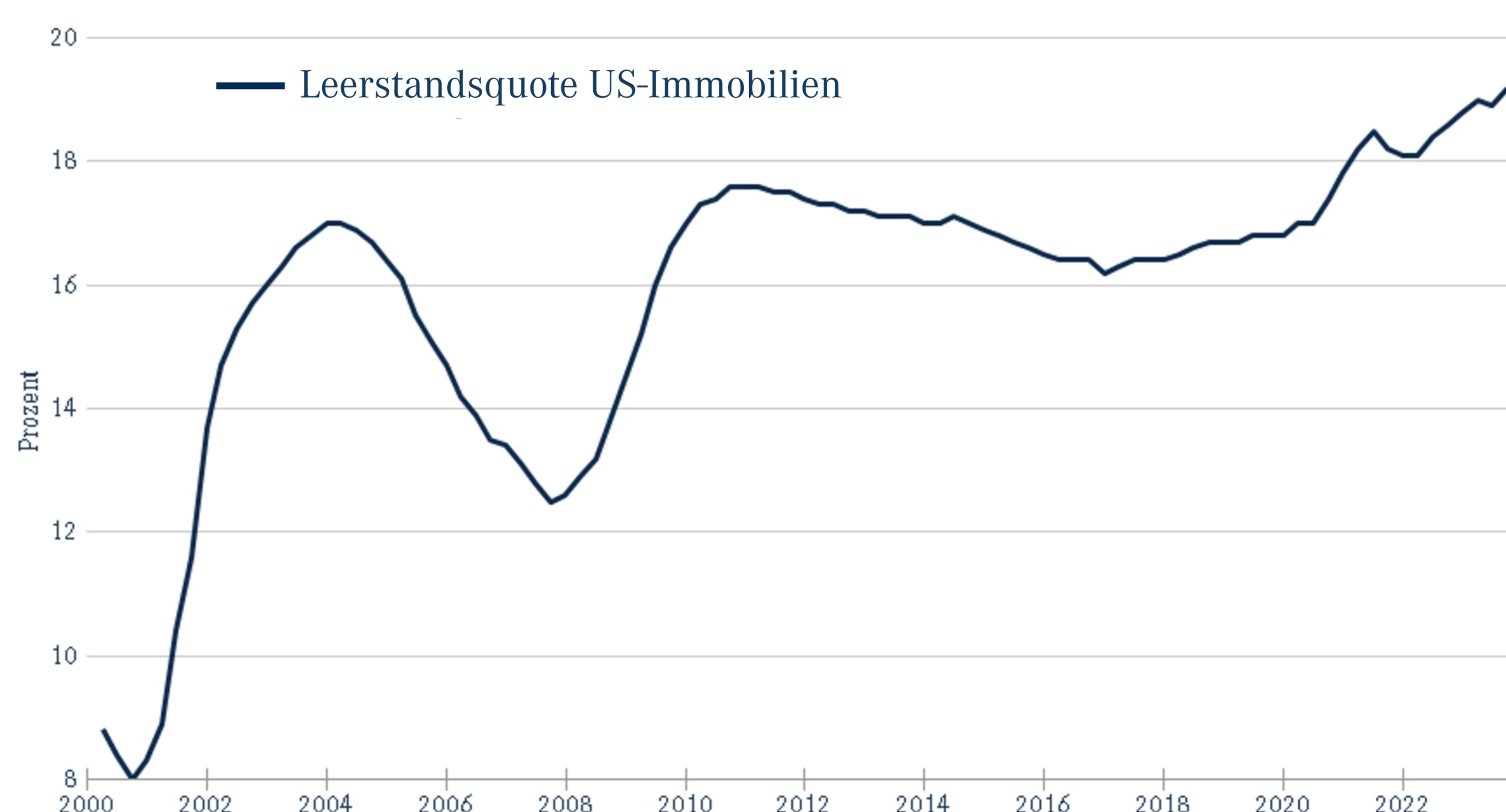


Abb.: Immobilien: Leerstandsquote bei Büros steigt |

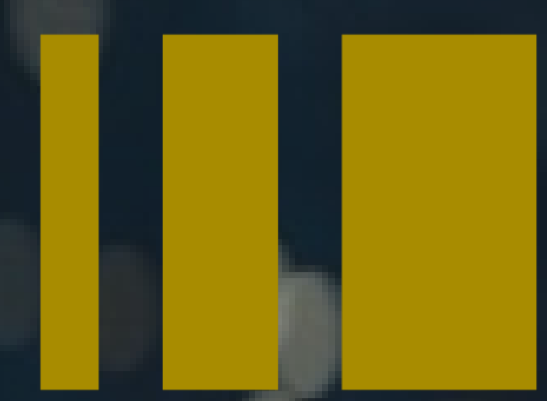
Quelle: Refinitiv Datastream Charting, Per 13.11.2023

Zudem befinden sich noch sehr viele Neuobjekte im Bau, die vor fünf, sechs Jahren in einem anderen Zins- und Arbeitsumfeld geplant wurden. Werden diese fertiggestellt, wird das die Misere bei Büroimmobilien vergrößern und die Mietniveaus weniger stark steigen lassen als es die Inflationsindexierung vieler Mietverträge erwarten lassen würde. Zudem besteht die Gefahr empfindlicher Bewertungskorrekturen.

Von daher: Finger weg von offenen Immobilienfonds! ■■■

Meine Empfehlung für Sie:

Das Gerede von deutlich kollabierenden Wohnimmobilienpreisen ist irreführend: Wir haben ein drastisches Unterangebot an Wohnraum und damit mittel- bis langfristig die besten Voraussetzungen für steigende Preise. Das gilt nicht für den Büroimmobilienmarkt, in dem hybride Arbeitsmodelle, steigende Leerstandsquoten und die Gefahr von verstärkten Mietvertrags-Kündigungen die Preise auch künftig drücken dürften. Daher ist bei offenen Immobilienfonds Vorsicht angesagt!



Investmentthemen

Von strukturellen Trends profitieren

Thematische Investments gehören seit Jahren zu den Absatzbringern der Finanzindustrie. Insbesondere bei vielen Privatanlegern kommen thematische Investmentprodukte gut an: Sie kombinieren eine meist leicht nachvollziehbare Story mit einem diversifizierten Portfolio. Und so ist es mittlerweile „en vogue“, über entsprechende Investmentideen zu sprechen. Wir sehen dabei für 2024 drei Themen als besonders aussichtsreich an, stehen dem Konzept des thematischen Investierens aber ansonsten eher skeptisch gegenüber.

Ein großer Absatzerfolg...

Thematische Anlageprodukte stehen bei vielen Fondsgesellschaften hoch im Kurs. Allein in den letzten drei Jahren wurde in Europa ein hoher zweistelliger Milliardenbetrag mit den entsprechenden Investments eingesammelt. Dabei hat die Industrie nicht mit Superlativen gezeigt: mit Namen wie Megatrends, Super-Sectors oder Smart Investing werden die entsprechenden Konzepte angepriesen – und finden insbesondere beim privaten Anleger Anklang. Das ist auch verständlich. Schließlich kombinieren Thematische Investments unsere Alltagserfahrungen mit einem breit aufgestellten Portfolio. Dabei muss es mittlerweile nicht mehr nur der teure Investmentfonds sein. Auch im kostengünstigen ETF-Bereich finden sich passende Angebote. Erste Banken wie die UBS oder die Commerzbank gehen sogar noch weiter und haben in Teilen ihre gesamten Anlageberatung auf einen thematischen Ansatz umgestellt.

...und unsere Skepsis

Ein gut gemachter thematischer Investmentansatz hat sicherlich seinen Wert. Allerdings ist das derzeit nur bei einem Bruchteil der Angebote der Fall. Häufig dient das Thema eher als Aufhänger und Marketing-Instrument, hat aber mit dem zugrundeliegenden Portfolio nur

bedingt etwas zu tun. Daher stehen wir thematischen Ansätzen grundsätzlich eher skeptisch gegenüber. Konkret sehen wir drei große Probleme:

- Viele Investmentthemen sind schlichtweg nicht spezifisch genug. Sie klingen zwar toll, lassen sich dann aber nur schwer voneinander abgrenzen. So weisen die fünf größten thematischen ETFs aus dem Technologiebereich eine Überlappung von mehr als 70% auf, obwohl sie „offiziell“ ganz unterschiedliche Unterthemen abdecken. Wer also einen größeren Teil seines Vermögens nach einem thematischen Ansatz anlegt, aggregiert Risiken in seinem Portfolio und ist weitaus weniger diversifiziert als gedacht.
- Anlagekonzepte, die diesen Fehler vermeiden und deutlich strikter definiert sind, lassen sich reinrassig meist nur mit kleinkapitalisierten Unternehmen abbilden. Die sind meist nicht besonders liquide und dadurch deutlich volatil. Zudem dürfen sie von vielen Großinvestoren nicht oder nur in sehr begrenztem Umfang erworben werden. Auch das kann die Anlagerisiken spürbar erhöhen – insbesondere dann, wenn ein Thema populär wird.
- Thematische Investments sind üblicherweise auf lange Sicht ausgerichtet. Dabei wird dann gerne vergessen, dass derartige Themen nicht immer Konjunktur haben. So zeigen sich in jedem Megatrend Phasen, in denen die entsprechenden Investments nicht performen und mit Gegenwind zurechtkommen müssen. Ein solcher Zyklus kann durchaus mehrere Jahre anhalten – und entsprechende Anlagekonzepte zum Nullsummenspiel für den Investor machen.

Daher nutzen wir als aktiver Vermögensverwalter Zukunftsthemen lediglich als Ansatzpunkt, um dann intensiver in die Detailanalyse einzusteigen. Denn natürlich muss jedes Investment nicht für sich allein stimmig sein, sondern auch in den Depotkontext passen.

Ein kurzer Blick zurück

Im vergangenen Jahr hatten wir Ihnen an dieser Stelle fünf Investmentthemen vorgestellt, die u.E. in 2023 überdurchschnittliche Performancechancen bieten sollten: Mit der künstlichen Intelligenz hatten wir dabei DAS Trendthema des Jahres identifiziert. Auch die digitale Sicherheit, das Thema der konventionellen Aufrüstung sowie die Neuordnung von Lieferketten haben in diesem Jahr ihr Potenzial unter Beweis gestellt. Einzig der Kampf gegen den Klimawandel konnte in der Breite nicht überzeugen. Hier gab es lediglich einzelne Unterthemen, die an unsere positiven Erwartungen heranreichen konnten. Das galt z.B. für die Profiteure des US-amerikanischen Inflation Reduction Acts, der Umweltprojekte mit spürbaren Steuervorteilen belohnt. Mit Blick auf 2024 konzentrieren wir uns auf zwei alte Bekannte, künstliche Intelligenz und digitale Sicherheit, und ergänzen mit dem demographischen Wandel einen Dauerbrenner, der 2024 wieder verstärkt in den Fokus der Anleger rücken dürfte.



#1: Künstliche Intelligenz (KI)

KI hat die Anleger insbesondere in der ersten Jahreshälfte 2023 elektrisiert. Unternehmen wie NVIDIA, Microsoft oder Alphabet spürten Rückenwind und konnten deutliche Kurssteigerungen an den Börsen

verbuchen. Seit dem Sommer hat sich das Momentum etwas gelegt, trotzdem konnten einige AI-Aktien im Herbst neue Allzeithochs verbuchen. Das ist in unseren Augen auch absolut gerechtfertigt. Künstliche Intelligenz ist ein echter Megatrend, der unser Wirtschafts- und Alltagsleben verändern wird.

Der Durchbruch bei den komplexen Sprachmodellen ist u.E. nur der Startschuss für eine starke Wachstumswelle.

Die dürfte in drei Stufen verlaufen:

In der aktuellen **Phase 1** profitieren vor allem die Hardwareausrüster. Der Einsatz von KI erfordert enorme Rechenkapazitäten. Und da die meisten Unternehmen kein Interesse daran haben dürften, dass sensible Daten an Wettbewerber gelangen, bauen aktuell viele Konzerne ihre eigenen Datenzentren auf. Das lässt die Nachfrage nach passenden Halbleitern steigen – und schlägt sich u.a. in einer Gewinnverdopplung binnen Jahresfrist bei Unternehmen wie NVIDIA nieder.

In **Phase 2**, die sich aktuell im Hochlauf befindet, dürften dann die Unternehmen profitieren, die schnell mit KI-basierten Software-Applikationen aufwarten können. Dazu zählen intelligente Suchmaschinen wie ChatGPT oder Bard, Office-Assistenten, die Routine-Arbeiten weitgehend eigenständig übernehmen oder Kreativlösungen, die mit Hilfe von KI die Arbeit von Grafikdesignern oder Werbetreibenden spürbar erleichtern.

In **Phase 3** dürfte sich der Fokus der Investoren dann auf Unternehmen richten, die durch KI ihre Geschäftsmodelle effizienter gestalten oder komplett neue Umsatzquellen erschließen können. In Summe sollten alle drei Phasen zu einem erhöhten volkswirtschaftlichen Potenzialwachstum beitragen. Mit messbaren Erfolgen auf volkswirtschaftlicher Gesamtebene rechnen wir dabei ab 2026.

Bei aller Euphorie sollte man allerdings eines nicht vergessen: KI hat auch seine Schattenseiten. So sehen wir, dass generative KI-Technologien Fotos und Videos erschaffen können, die vom Laien kaum noch vom Original zu unterscheiden sind. Das wird unser Wahrheitsverständnis auf eine harte Probe stellen und die Verbreitung von „Fake News“ spürbar erleichtern. Und: Viele Unternehmen werden KI nutzen, um langfristig Juniorpositionen zu ersetzen. Das stellt das bisher etablierte „Erfahrungen sammeln“ von Berufseinsteigern auf die Probe.



#2: Digitale Sicherheit

Durch die Pandemie waren viele Unternehmen gezwungen, ihre Geschäftsprozesse schnell zu digitalisieren. Das hat viele Vorteile, schafft Effizienzen und erlaubt heute hybride Arbeitsformen. Gleichzeitig macht es Unternehmen aber auch verwundbarer. Geklaute Kundendaten, unerlaubte Netzwerkzugriffe, der Diebstahl geschäftsstrategischer Unterlagen oder digitale Erpressungsversuche sind mittlerweile an der Tagesordnung. Das Amt für Informationssicherheit registriert allein hierzulande weit über 200.000 Cyberangriffe täglich! Wir rechnen damit, dass die Angriffsintensität in den kommenden Jahren weiter zunimmt. Denn Cyberattacken gehören in modernen Konfliktsituationen mittlerweile zum festen Repertoire. Dabei spielen nicht nur wirtschaftliche, sondern auch politische Interessen eine Rolle. Das Lahmlegen der IT-Infrastruktur ist in geopolitischen Konfliktsituationen ein probates Mittel. Entsprechend sind erhebliche Investitionen in die Sicherung unserer IT-Systeme notwendig. Branchenstudien gehen davon aus, dass IT-Sicherheitsdienstleister über die kommenden fünf Jahre mit durchschnittlich 15% p.a. wachsen werden – deutlich schneller als die Gesamtwirtschaft. Kein Wunder, schließlich können mangelnde Datensicherheit oder geklaute Geschäftsgeheimnisse Existenzen bedrohen.

#3: Demographischer Wandel

Unsere Gesellschaft altert...und das mit schwindelerregender Geschwindigkeit. Das ist kein neuer Trend. Dennoch gibt es u.E. gute Gründe, warum er in 2024 an den Börsen spürbar werden dürfte. Mit der Verrentung der Babyboomer wird die Zahl der verfügbaren Arbeitskräfte deutlich sinken. Dadurch wird sich das Verhältnis

von Arbeitskräften zu Nicht-Arbeitskräften in den meisten Volkswirtschaften wieder verschlechtern. In den letzten Jahren war es uns gelungen, durch Struktur-reformen wie der Anhebung des Renteneintrittsalters für einigermaßen ausgeglichene Verhältnisse zu sorgen. Zudem haben auch die gestiegenen Zuwanderungszahlen zu einer gewissen Entspannung beigetragen. Doch gerade bei letzterem Thema wird eines deutlich: Deutschland hat hier Anpassungsbedarf. Unsere Nachbarländer, aber auch die USA, Kanada oder Australien, steuern Einwanderung schon längst an wirtschaftlichen Interessen. Hier liegt der Fokus auf hochqualifizierten, arbeitswilligen Mitmenschen – neben der humanitären Pflichtaufgabe, politisch oder religiös Verfolgten bzw. aufgrund sexueller Ausrichtung Diskriminierten zu helfen.

An den Börsen wird sich der demographische Wandel durch eine Verknappung von Arbeitskräften und damit einhergehend höheren Lohnsteigerungen bemerkbar machen. Zudem wird das „Geschäftsmodell“ vieler Volkswirtschaften hinterfragt. So hat sich die Altersstruktur der chinesischen Bevölkerung so schnell verschoben, dass ein Festhalten am klassischen Modell des billigen Exports nicht mehr möglich ist. Auf der Positivseite eröffnet Demographie neue Chancen – sei es in „jungen“ Gesellschaften wie Indien oder Vietnam oder bei Geschäftsmodellen, die von der Alterung der Bevölkerung besonders profitieren (Gesundheitsbranche, seniorenrechtliches Wohnen etc.). ■■■

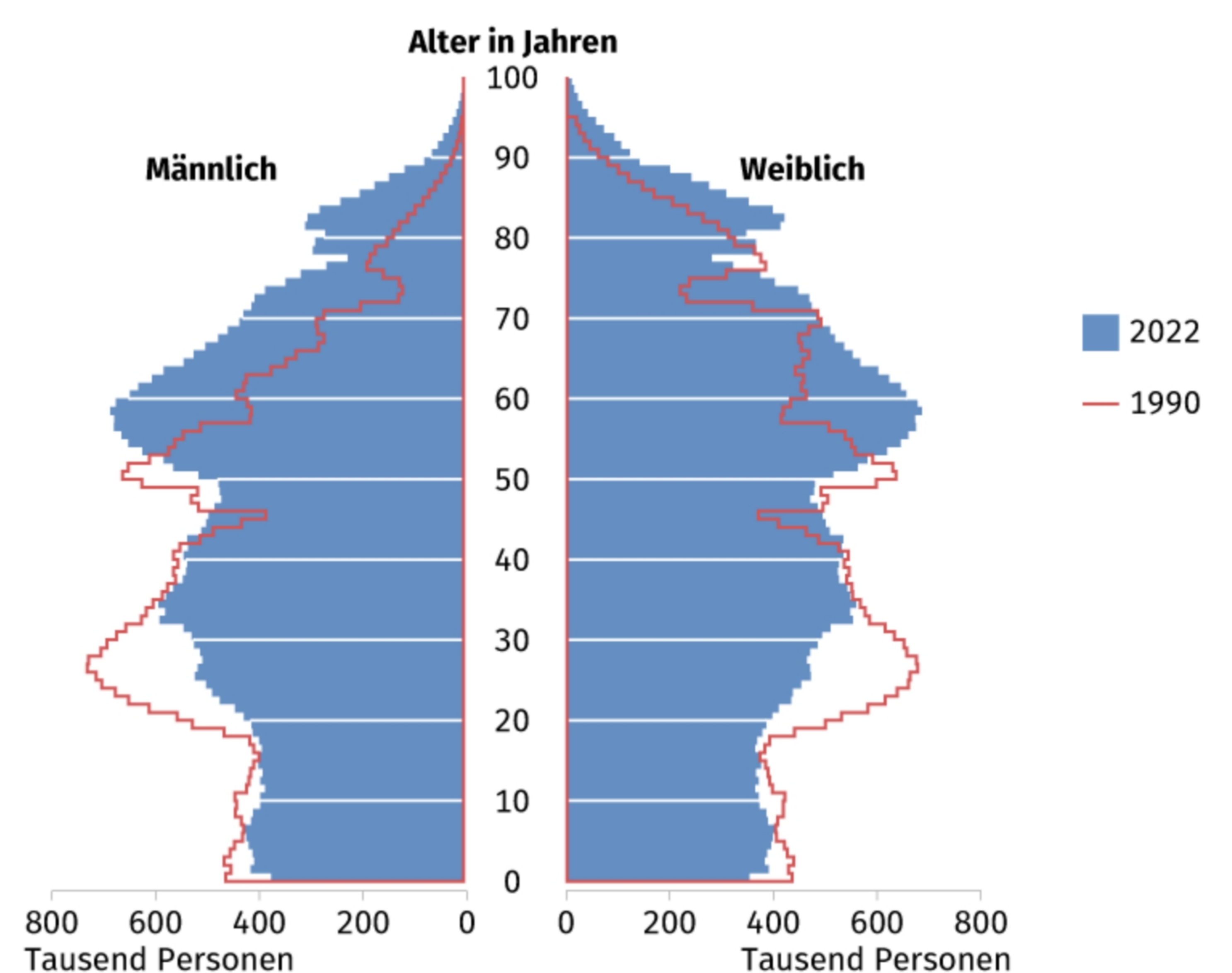


Abb.: Demographische Entwicklung in Deutschland: Durchschnittsalter nimmt zu | Quelle: Statistisches Bundesamt



Asset Allokation

Nicht zu hart am Wind segeln

Asset Allokation ist die Kunst, die Chancen und Risiken einzelner Anlageklassen abzuwägen und so viele Risiken einzugehen, wie es zum Erreichen des Anlageziels notwendig ist. Was akademisch klingt, hat in der praktischen Umsetzung für 2024 eine Konsequenz: Durch die attraktive Renditeperspektive von Anleihen kann die Anlagestrategie wieder ausgewogener gestaltet werden. Das bedeutet nicht, dass die Aktie keine Rolle mehr im Depot spielt. Sie kann allerdings in viel stärkerem Maße als bislang mit Anleihen kombiniert werden.

Asset Allokation als Schwerstarbeit

Die Zusammenstellung des passenden Anlagemixes war in den vergangenen 24 Monaten herausfordernd. Diversifikation setzt nämlich voraus, dass die verschiedenen Anlageklassen negativ miteinander korreliert sind. Nur dann kann man durch eine geschickte Kombination von Aktien und Anleihen das Gesamtrisiko im Depot absenken. Doch das war über weite Strecken nicht der Fall. Insbesondere das verheerende Anlagejahr 2022 steckt vielen Investoren noch in den Knochen. Dort waren ja Aktien und Anleihen im Gleichschritt gefallen und hatten insbesondere in Mischportfolios erhebliche Performance-schäden angerichtet.

Mit Blick nach vorne: Mehr Rückenwind wahrscheinlich

In 2024 rechnen wir zu Jahresbeginn mit einer Fortsetzung der eher positiven Korrelation von Aktien und Anleihen. Das dürfte dem Depot diesmal aber nicht schaden, weil wir von beiden Anlageklassen positive Performancebeiträge erwarten. Sollte es im Jahresverlauf dann zu einer Eintrübung an den internationalen Kapitalmärkten kommen, sollten sich die Korrelationen wieder normalisieren. Bedeutet: Während Aktien temporär Gegenwind verspüren könnten, sollten Anleihen von der Perspektive weiterer Zinssenkungen profitieren. Damit führt eine höhere Gewichtung des Anleihe-segments endlich wieder zur gewünschten Verbesserung des Chance-/Risiko-Profiles eines Depots. Entsprechend muss man in den Depots nicht mehr ganz so hart am Wind segeln wie in den letzten beiden Jahren.

Worauf kommt es an?

Das bedeutet aber nicht, dass man das Ruder aus der Hand geben sollte. Wir rechnen damit, dass es einige Themengebiete geben wird, die über den Anlageerfolg in 2024 entscheiden werden. Dazu zählen insbesondere die regionale Gewichtung europäischer und US-amerikanischer Aktien, die Sektorstruktur, die Berücksichtigung US-amerikanischer Tech-Titel und die Durationssteuerung auf der Anlei-henseite.

Regelmäßig den Kurs kontrollieren

Als aktiver Vermögensverwalter überwachen wir regelmäßig die uns anvertrauten Portfolios. Denn Risiken sind die Kehrseite der Performance. Ein Vermögensverwalter wird nur dann langfristig erfolgreich agieren, wenn er die Risiken im Depot kontrolliert. Dabei setzen wir auf einen zweistufigen Prozess: Auf der Gesamtdepot-Ebene kontrollieren wir, welche Sensitivitäten es im Portfolio gibt, ob ungewollte Risiken vorhanden sind und welche Auswirkungen historische Szenarien oder Stresstests auf die Portfolio-ergebnisse haben. Für jeden Einzelwert haben wir zudem eine Ampelsystematik entwickelt, die uns systematisch über Veränderungen in der relativen Performance vs. den Vergleichsindizes und fundamentale Verschlechterungen informiert. Dadurch stellen wir sicher, dass das Depot Kurs hält und die mit Ihnen definierten langfristigen Vermögensziele ohne große Blessuren erreicht. ■■■

Meine Empfehlung für Sie:

Das Aktive Management bleibt ein wichtiges Thema für 2024. Dabei gilt es vor allem auch, mögliche Risiken zu managen. Denn nur so können die verbleibenden Risiken in Chancen umgemünzt werden.



Fünf Überraschungen für 2024



Eine vorausschauende Geldanlage denkt nicht nur über das Wahrscheinliche nach, sondern auch über das Mögliche. Nur so kann man sich auf Unwägbarkeiten vorbereiten. Das ermöglicht es dann auch, bewusste Entscheidungen zu treffen, gegen welche potenziellen Risiken man sich absichern möchte und welche Überraschungen vielleicht sogar zusätzliche Chancen eröffnen können. Hier sind unsere fünf Überraschungen für das kommende Jahr – keine davon ist realistisch, für ausgeschlossen halten wir sie aber auch nicht.

#1: Überraschende Deflationswelle

Nach einer Welle von hartnäckigen Inflationsüberraschungen bremsen die aggressiven Zinssteigerungen der Notenbanken das globale Wachstum aus. Die hohen Zinsen würgen den privaten Konsum ab, lähmen die Investitionsbereitschaft der Unternehmen und führen in einzelnen Marktsegmenten wie z.B. bei Immobilien zu heftigen Verwerfungen. Das lässt die Nachfrage einbrechen und bringt deflationäre Tendenzen – auf die die Notenbanken mit aggressiven Zinssenkungen reagieren.

#2: Neue Besen kehren gut

Weder Joe Biden noch Donald Trump gewinnen eine zweite Amtszeit im Weißen Haus. Joe Biden muss den Wahlkampf aus gesundheitlichen Gründen abbrechen, Donald Trump werden seine zahlreichen rechtlichen Probleme zum Verhängnis. „Nutznießer“ wird der mit 54 Jahren deutlich jüngere demokratische Abgeordnete Phillips, der mit knapper Mehrheit die Präsidentenwahl gewinnt. Er konsolidiert den Haushalt, was zwar kurzfristig das US-Wachstum bremst, mittelfristig aber das Anlegervertrauen deutlich stärkt.

#3: El Nino hält uns in Atem

Das Wetterphänomen El Nino hält sich über das gesamte nördliche Winterhalbjahr und sorgt für milde Temperaturen und extreme Wetterereignisse. Das lässt die Lebensmittelpreise weiter steigen und schürt sozialen

Unfrieden. Das trifft insbesondere die etablierten Volksparteien, die bei den Wahlen 2024 und 2025 deutliche Stimmenverluste hinnehmen müssen.

#4: Der Ukraine-Krieg endet

Durch das Ableben von Wladimir Putin kommen in Russland moderatere Kräfte an die Macht, die einem sofortigen Waffenstillstand mit der Ukraine zustimmen. In den nachfolgenden Friedensverhandlungen lässt die internationale Gemeinschaft alle Sanktionen fallen, der Öl- und Gaspreis entspannt sich deutlich. Der anlaufende Wiederaufbau der vom Krieg schwer gezeichneten Ukraine sorgt für eine Sonderkonjunktur, die bereits 2025 für deutlich anziehende Wachstumsraten in Europa sorgt. Die Erleichterung über das Kriegsende sowie die sich bessernden Wachstumsperspektiven lassen europäische Aktien stark zulegen.

#5: Deutsches Sommermärchen

Mit neuem Bundestrainer sorgt die DFB-Elf bei der Fußball-EM im Sommer für eine Überraschung und zieht ins Finale ein. Die allgemeine Euphorie heizt den Konsum und die Stimmung im Land an. Die Wirtschaft erholt sich spürbar von den Nackenschlägen der letzten Jahre. Die Diskussionen über Deutschland als kranken Mann Europas enden jäh. ■■

Meine Empfehlung für Sie:

Träumen darf man...bei der Portfoliokonstruktion konzentrieren wir uns dagegen auf Szenarien, die mit einer nennenswerten Wahrscheinlichkeit eintreten können und spürbare Wirkung auf die Preisentwicklungen an den Märkten hätten.



Impressum & Disclaimer

Diese Unterlage wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen beruhen zum Teil auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der diesbezüglich zur Verfügung gestellten Informationen kann jedoch nicht übernommen werden. Für vorbenannte Wertpapiere strebt die Capitell AG zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine anlassbezogene Aktualisierung der in dem Dokument geäußerten Stellungnahme an. Ebenso wird keine Haftung für Schäden aufgrund von Handlungen übernommen, welche ausgehend von diesen Informationen vorgenommen werden.

Diese Unterlage dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung noch eine Finanzanalyse dar. Bei dieser Unterlage handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse zugeschnittene Aufklärung des Anlegers über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen. Eine anleger- und anlagegerechte Beratung kann erst durchgeführt werden, wenn Angaben über Erfahrungen und Kenntnisse in Geschäften mit Finanzinstrumenten, mit diesen Geschäften verfolgte Anlageziele und Informationen zu den finanziellen Verhältnissen des Anlegers vorliegen. Darüber hinaus ist zu beachten, dass der Wert einer Vermögensanlage Schwankungen unterliegt. Anleger müssen deshalb in der Lage sein, Verluste auf das eingesetzte Kapital hinzunehmen. Historische Anlageergebnisse und Performancekennzahlen lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Entwicklungen zu. Sollte der Zugang zu den in der Unterlage enthaltenen Informationen für Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstiger Umstände aufgrund geltender Gesetzgebung verboten sein, so ist diese Publikation nicht zu verwenden.

Diese Unterlagen dürfen ohne vorherige schriftliche Einwilligung der Capitell Vermögens-Management AG weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden.

Das Dokument wurde redaktionell am 15. November 2023 abgeschlossen. © 2023.



Kontakt

zu unseren Standorten

Capitell Vermögens-Management AG
ABC-Str. 38
20354 Hamburg
Tel.: +49 40 6360749-0
hamburg@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Bassermannstr. 69
68165 Mannheim
Tel.: +49 621 451810-00
mannheim@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Georgstraße 36
30159 Hannover
Tel.: +49 511 7635168-0
hannover@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Fremersbergstraße 3
76530 Baden-Baden
Tel.: +49 7221 37192-30
baden-baden@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Hedderichstr. 55-57
60594 Frankfurt
Tel.: +49 69204561-0
frankfurt@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Bahnhofplatz 6
89073 Ulm
Tel.: +49 731 965894-60
ulm@capitell-ag.de

Capitell Vermögens-Management AG
Repräsentanz Sylt
Christian-Peter-Hansen-Allee 5
25980 Sylt (Keitum)
Tel.: +49 40 6360749-0
sylv@capitell-ag.de



facebook.com/capitellCIO



[linkedin.com/company/
capitell-verm%C3%B6gens-management-ag](https://linkedin.com/company/capitell-verm%C3%B6gens-management-ag)

www.capitell-ag.de

