

Haspa BörsenAnalyse

AKTUELLE BERICHTE UND ANALYSEN

Kapitalmarkt 2024

Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten



Präambel

Heute zu sagen, die Sicht sei klar und das Umfeld für 2024 in den unterschiedlichen Facetten gut abzugreifen, würde wohl bloßes Kopfschütteln hervorrufen. In der Tat sind die erwarteten Aussichten für 2024 nicht von Glanz gekennzeichnet, vielmehr sollte sich gerade in Deutschland die Stagflation fortsetzen und auch weltwirtschaftlich zeichnet sich kein kraftvolles Aufschwung-Szenario ab. Vielerorts liegen die industriellen Frühindikatoren im rezessiven Bereich und die Hoffnung auf ein Durchstarten Chinas wurde in der laufenden Periode arg enttäuscht. Auch die im Stakkato-Rhythmus durchgeführten Zinserhöhungen dies- und jenseits des Atlantiks lassen nicht den Eindruck von Souveränität aufkommen und fordern ihren Tribut insbesondere bei der Bewertung von Immobilien.

Die größten Kopfschmerzen dürften allerdings die zunehmenden geopolitischen Krisen und die enormen Herausforderungen der Transformation hin zu Erneuerbaren Energien auslösen. Dabei wird die Spaltung der Gesellschaft in den USA und die insgesamt sehr begrenzte Gestaltungsfähigkeit der Politik wohl kaum für mehr Zuversicht sorgen. Diese erste Bestandsaufnahme ist sicher nicht abschließend, dürfte aber schon mehr als ausreichen, um zumindest ein beklemmendes Gefühl zu erzeugen oder sogar als nicht investierbar abgestempelt zu werden. In einem solchen Umfeld könnte es mehr als verlockend sein, sogenannte Risikoanlagen zu meiden und bei Zinsanlagen möglichst sehr kurze Laufzeiten zu wählen. Die Historie zeigt aber unmissverständlich auf, dass sich mit Termingeldern und Liquidität gerade keine reale (nach Kaufkraftverlust) Wertsteigerung erzielen ließ.

Doch wie immer hat die Medaille auch diesmal zwei Seiten. Und auf der anderen Seite können wir konstatieren, dass wir einige schwere Belastungsfaktoren hinter uns gelassen haben. Im Vergleich zum Vorjahr hat sich einiges zum Besseren gewandelt bzw. die Situation erscheint deutlich klarer: Die als „Biest“ bezeichnete Inflation hat sich dann doch viel schneller als gemeinhin erwartet in die gewünschte Richtung entwickelt - auch wenn der Kampf noch nicht als gewonnen zu den Akten gelegt werden kann. Damit ist auch die Verunsicherung über die Höhe und wohl auch die Länge der Leitzinstreppe gewichen, über kurz oder lang wird es Zinssenkungen seitens der Notenbanken geben. Und auch wenn die Folgen des Energiepreisschocks, gerade in der Industrie, bei weitem nicht überwunden sind, so hat dieser Angstfaktor doch seinen Schrecken verloren

- er ist kalkulierbar geworden. Wie erwartet haben sich die Lücken in den Lieferketten weitgehend geschlossen, die ökonomischen Auswirkungen der Pandemie sind kaum mehr virulent und der wieder zurückkommende Wettbewerb dämpft die Preise. Gesamtwirtschaftlich sind wir von einem tiefen Absturz - auch aufgrund der sehr robusten US-Wirtschaft - verschont geblieben und müssen dies wohl auch für 2024 nicht befürchten. Die Ausgangsposition für 2024 ist sicherlich nicht komfortabel, aber auch nicht katastrophal und vor allem klarer.

Bestätigt wird dies auch in der sehr erfreulichen Wertentwicklung 2023 - dem ersten Zinsjahr nach dem Regimewechsel in 2022 - indem alle großen Anlageklassen zu dieser Entwicklung beitrugen. Gut gestreute und gemischte Kapitalanlagen waren und sind eine sehr gute Idee.

An dieser Stelle kann nicht unerwähnt bleiben, dass die strategischen Felder insbesondere aus der Geoökonomie (siehe hierzu auch unsere Langfristeinschätzung) mit den anhaltenden Kriegen, der Dekarbonisierung und der Re-Globalisierung grundsätzlich bleiben, teilweise angepasst werden müssen, aber nicht verschwinden werden. Ein weiteres „D“, die Digitalisierung, hat sich mit der Unterdisziplin Künstliche Intelligenz in 2023 mit Bravour und außerordentlicher Wertentwicklung an den Börsen zu Wort gemeldet. Und genau hier liegt möglicherweise auch die entscheidende Stellschraube, um mit technischem Fortschritt das magere Potenzialwachstum gerade in Deutschland durch Produktivitätssteigerungen zu beschleunigen und das derzeit eingetrübte Bild in ein positives zu überführen.

Unsere Maxime für 2024 lautet: **Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten**. Für uns heißt dies, mit einer defensiven Qualitätsstrategie bei Aktien zu starten, und im Anleihesegment das sich bietende Spektrum aus Laufzeiten, Bonitäten und Spezialitäten weiter auszubauen. Für den Anleger gilt dabei, seine persönlichen Ziele wieder in den Mittelpunkt stellen zu können und eben nicht auf Anlagen mit einem eigentlich nicht passenden Risikoprofil zwangsweise ausweichen zu müssen, wie es in der Nullzinsphase nicht anders möglich war. Im Ergebnis sollten die Vermögenstrukturen robuster, konservativer und auch ertragsstärker werden.

Zusammenfassung 2024, Prognosen

- Weltwirtschaft ohne Schwung:
BIP Welt +2,9 %,
BIP Euro-Zone +1,0 %,
BIP Deutschland +0,5 %,
BIP USA +1,0 %,
BIP China +4,0 %.
 - Headline-Inflationsraten in Deutschland, Euro-Zone und USA: 2,5 % bis 3,0 %.
 - USA: Federal Funds Rate 4,50 % - 4,75 %.
 - Euro-Zone: Einlagesatz 3,75 %, Hauptrefinanzierungssatz 4,25 %.
 - Euro: Spanne von 1,05 bis 1,15 US-Dollar.
 - Ölpreis (Nordseeöl Brent): 80 bis 100 US-Dollar pro Barrel.
 - Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe liegt Ende 2024 zwischen 2,75 % und 3,00 %.
 - Die Inversität der Zinsstrukturkurve bleibt in der Euro-Zone erhalten. Eine Normalisierung sehen wir erst ab 2025.
 - Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe liegt Ende 2024 zwischen 4,00 % und 4,25 %.
 - Die Unternehmensgewinne darben unter allgemeiner Nachfrageschwäche - operative Ausnahme bilden die US-Technologiekonzerne.
 - Der Bewertungsexpansion sind angesichts des Liquiditätsentzuges durch die Notenbanken Grenzen gesetzt.
 - Der DAX bewegt sich in einer Bandbreite von 13.800 bis 17.600 Punkten; das Erholungspotenzial entfaltet sich in der zweiten Jahreshälfte.
 - Die Welt von morgen:
Die neue Weltordnung könnte eine multipolare Form mit den beiden Führungsmächten USA und China annehmen.
 - Prägende Trends:
Re-Globalisierung, Dekarbonisierung, Sicherheit, Automatisierung und Künstliche Intelligenz, Demographie.
 - Energiewende wird zu einer strukturellen Nachfrage-Erhöhung nach Zukunftsmetallen führen.
 - Zunehmende Alterung der Bevölkerung erfordert Innovationen im Gesundheitsbereich.
 - Friend-Shoring/De-Risking und ökologisch notwendige Verkürzung von Lieferketten dürften den Trend zur Automatisierung und Digitalisierung verstärken.
 - Einsatz von Künstlicher Intelligenz wird Produktivität nachhaltig erhöhen.
 - Die Leitsätze der Anlagestrategie:
Das Umfeld ist planbarer, die Welt bleibt ungeordnet, Anleihen mit großer Vielfalt, Vermögensausbau dank positiver Realverzinsung, Leitportfolios mit robuster Struktur, Sicherheit in ungeordneten Zeiten, Generieren von Erträgen/Einkommen, Partizipation an der Transformation/Technologie.
 - **Vermögensstruktur:**
Liquidität: attraktiv, nur partielle Berücksichtigung.
Aktien: Gleichgewichtung von Substanz- und Wachstums-Werten; bevorzugte Sektoren zum Jahresstart: Nahrungsmittel & Getränke, Versorger, Informationstechnologie.
Anleihen: bonitätsstärkere Euro-Unternehmensanleihen, als Beimischung Pfandbriefe und Nachranganleihen von Emittenten hoher Qualität.
Ergänzungsanlagen: Indexzertifikate mit fester Kuponzahlung und Aktienindex-Anleihen.
Rohstoffe: Gold und Aktien von Minenbetreibern.
Spezialinvestments: Direktanlagen in Erneuerbare Energien.
- Prognoserisiken, abwärts**
- Notenbanken enttäuschen die Märkte, indem sie die Leitzinsen in 2024 nicht senken oder sogar noch anheben.
 - US-Renditen steigen trotz schwacher Wachstumsraten und sinkender Inflationsraten wegen der zunehmenden Staatsverschuldung.
 - Handlungsfähigkeit der Staaten verringert sich weiter, Vertrauen und Zufriedenheit nehmen ab.
 - Lohn-Preis-Spirale erhöht Inflationserwartungen.
- Prognoserisiken, aufwärts**
- Inflation kommt schneller zurück und eröffnet Notenbanken Spielraum.
 - China entwickelt sich besser als prognostiziert.
 - Die hohen Erwartungen an die KI-Welt werden übertroffen.

Inhaltsverzeichnis

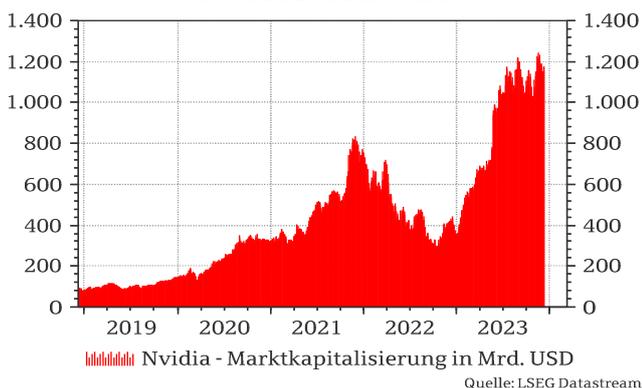
	Seite
Präambel	3
Zusammenfassung	4
Kapitalmärkte 2023: Die KI-Welle überlagert den massiven Zinsauftrieb	6
Volkswirtschaftliches Umfeld	7
Inflation: Zielwerte kommen in Sicht	7
Notenbanken: Zinsreise beendet	8
Konjunktur: Moderates Wachstum	9
Staatsverschuldung der USA kann zum Problem werden	11
Währungen: Japanischer Yen mit Aufwärtspotenzial	12
Rohstoffe: Gold im Höhenflug	13
Auf der Suche nach der neuen Weltordnung	14
Kapitalmärkte 2024	17
Anleihemarkt: Auskömmliche Renditen, attraktives Chancen-/Risikoverhältnis	17
Aktienmarkt: Rückenwind im zweiten Halbjahr	20
Immobilienmarkt: Weichenstellung durch Akzeptanz der Preiskorrektur	23
Die Silbernen Zwanziger mit weniger Glanz	27
Anlagestrategie 2024: Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten	33
Branchenüberblick	38

Kapitalmärkte 2023: Die KI-Welle überlagert den massiven Zinsauftrieb

Nach einem insgesamt enttäuschenden Börsenjahr 2022 mit prozentual zweistelligen Abschlägen auf der Aktien- und Rentenseite fiel der Aufgalopp in den neuen Turnus überraschend freundlich aus. Verantwortlich zeichneten die sich zügig manifestierende Gewissheit einer ausbleibenden Energiekrise in Europa und die absehbare Revitalisierung der chinesischen Wirtschaft nach dem Ende der strikten Corona-Beschränkungen. Diese positiven Faktoren trafen auf einen überbordenden Pessimismus inklusive defensiver Positionierung der internationalen Investoren und mündeten in markanten Kursaufschlägen bereits im Januar. Das Kapitel „Bärenmarkt“ konnte damit endgültig zu den Akten gelegt werden.

Über sich verfestigende Markterwartungen hinsichtlich eines strengeren geldpolitischen Kurses der US-Notenbank Fed nahm der Rückenwind zeitnah wieder ab, größerer Abgabedruck kam bei den Aktienwerten aber auch nicht auf. Das Mantra „higher for longer“ in Bezug auf die Vorgehensweise der wichtigsten Währungshüter setzte sich mehr und mehr in den Köpfen fest. Und auch der abrupte Stress im Finanzsektor Anfang März in Gestalt einiger schwer angeschlagener amerikanischer Regionalbanken sorgte in der Rückschau nur kurzfristig für Verunsicherung und einen erhöhten Wellengang. Die gestiegene Risikoaversion kam mehr noch in der auf ein Jahrestief von knapp über 3,2 Prozent gefallen Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen zum Ausdruck.

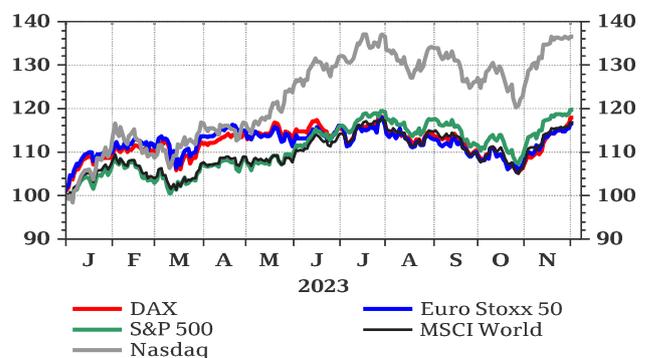
Nvidia Börsenwert



Eine positive Sonderbehandlung an den Kurstafeln erfuhr ab dem Frühjahr die Technologiekonzerne, vor allem jene aus Übersee und insbesondere diejenigen, denen eine inhaltliche Verwandtschaft zu dem Mega-Thema „Künstliche Intelligenz“ (KI) nachgesagt werden kann. Während im Privaten der Chatbot ChatGPT bereits ab Jahresbeginn exponentiell an Bekanntheit gewann, fasste das Thema auf dem Börsenparkett mit der

Zahlenvorlage des diesjährigen Börsenstars Nvidia im Wonnemonat Mai endgültig Fuß. Mit Verweis auf die extrem hohe Nachfrage nach ihren leistungsfähigen Computerchips für KI-Anwendungen pulverisierten die Kalifornier mit ihrem Geschäftsausblick die Prognosen der verdutzten Analysten. Fortan war der Höhenflug der Technologiebörse Nasdaq kaum mehr aufzuhalten - immer auch im Bewusstsein, dass die zinssensitiven Wachstumstitel im Vorjahr noch arg abgestraft wurden. Der Siegeszug der KI-Vertreter mit Nvidia an der Spitze legte ferner ein besonderes Phänomen des Börsenjahrgangs 2023 offen: Die immer geringere Marktbreite bzw. die Konzentration auf wenige schwergewichtige Titel.

Internationale Indizes

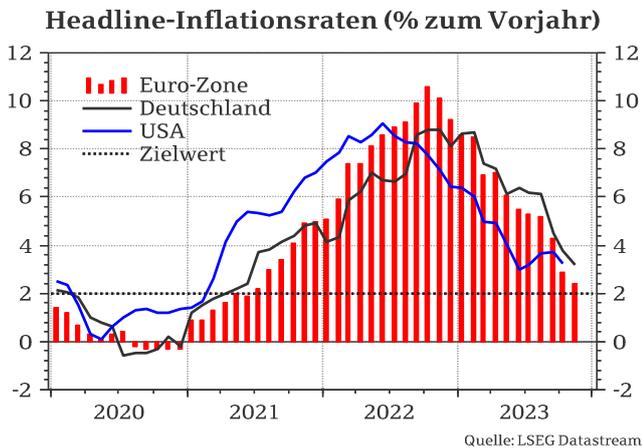


In diesem Fahrwasser erreichte der Deutsche Aktienindex (DAX) ein temporäres Hoch Ende Juli etwas oberhalb von 16.500 Punkten. Passend zum klassischen Saisonmuster tauchten die Notierungen von Dividendenpapieren im Angesicht stark steigender Marktzinsen auf beiden Seiten des Atlantiks im August und September ab. Der Renditeanstieg der 10-jährigen Staatspapiere auf zwischenzeitlich 3,0 Prozent hierzulande und 5,0 Prozent in den Vereinigten Staaten verlängerte den Korrekturmodus bei den Aktienbarometern bis in den Oktober. Zudem drückte der schreckliche Überfall der Hamas auf Israel Anfang des traditionell rendite-trächtigen vierten Quartals kurzfristig auf die Risikobereitschaft der Aktien-Anleger.

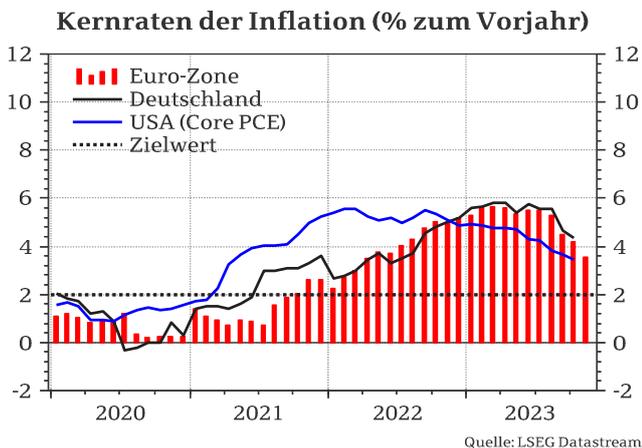
Mit dem Abbiegen auf die Zielgeraden fassten die Investoren unter anderem auf dem Rücken starker Unternehmensberichte von der Wall Street wieder neuen Mut. Entgegen der offiziellen Kommunikation der prominentesten Notenbankmitglieder immer wieder aufflammende Zinssenkungshoffnungen ließen nach einem einfachen Reaktionsmuster die Verzinsung deutlich sinken und die heimischen Aktien auf Rekordstände klettern.

Inflation: Zielwerte kommen in Sicht

Der Preisauftrieb hat sich im abgelaufenen Jahr spürbar verlangsamt und ließ die Inflationsraten kräftig sinken. Am deutlichsten sind die den gesamten Warenkorb erfassenden Headline-Inflationsraten zurückgekommen. Sie lagen im November in Deutschland bei 3,2 Prozent und in der Euro-Zone bei 2,4 Prozent.



Weniger ausgeprägt ist der Rückgang der Kernraten der Inflation. Sie werden ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet und stiegen daher auch deutlich weniger an als die Headline-Raten. Sie spiegeln in einem größeren Ausmaß die anhaltende Verteuerung von Dienstleistungen wider, die u. a. auf ungewöhnlich stark gestiegene Löhne und Gehälter zurückzuführen ist.



Die Headline-Inflationsraten dürften zum Jahresende aufgrund von Basiseffekten noch einmal leicht ansteigen und dann wieder zurückkommen. Für das Gesamtjahr 2023 zeichnen sich Werte von 6,0 Prozent in Deutschland und 5,4 Prozent in der Euro-Zone ab. In den USA dürfte die Headline-Rate im Jahresdurchschnitt 2023 einen Wert von 4,2 Prozent erreichen.

Bei den Kernraten zeichnen sich für 2023 überall Werte von etwa 5,0 Prozent ab.

Wie geht es weiter?

Die Inflationmessung ist ein Jahresvergleich. Jede Preisveränderung fällt nach einem Jahr aus der Berechnung heraus. In der Annahme, dass die monatlichen Preisausschläge nicht mehr das Ausmaß der vergangenen beiden Jahre erreichen, sollten sich die Zeitreihen insgesamt ruhiger entwickeln. Das Preisniveau dürfte zwar kaum wieder sinken. Aber der Abstand des Preisniveaus zum Vorjahr - die Inflationsrate - sollte sich tendenziell verringern.

Gleichzeitig ist damit zu rechnen, dass angesichts des Arbeitskräftemangels höhere Tarifsteigerungen vereinbart werden als in den Jahren vor den großen Verwerfungen durch die Pandemie, Putins Krieg und die Energie-Krise.

Die anhaltende konjunkturelle Flaute dürfte sich zwar auch am Arbeitsmarkt negativ bemerkbar machen und die Arbeitslosenquote steigen lassen. Gleichwohl ist es wenig wahrscheinlich, dass es zu Massenentlassungen kommt, die frühere Rezessionsphasen begleiteten.

Höhere Tarifabschlüsse werden bei den personalintensiven Dienstleistungen für einen permanenten moderaten Preisauftrieb sorgen. Da diese rund die Hälfte des Warenkorbes ausmachen, erhält der allgemeine Preisauftrieb damit eine gewisse Konstanz.

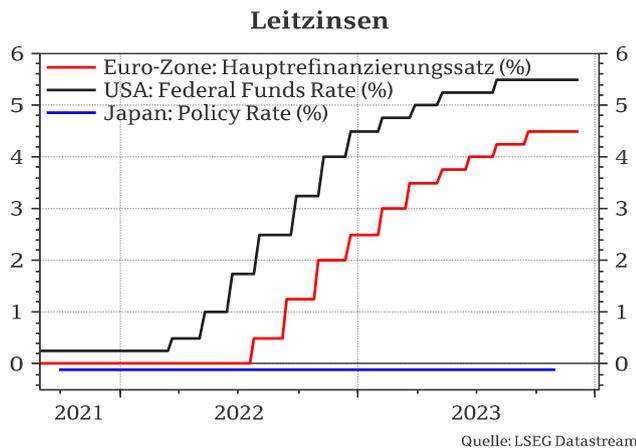
Schreibt man die bisher vorliegenden Verbraucherpreisdaten mit einem höheren monatlichen „Grundrauschen“ als vor der Pandemie fort, dürften sich die Teuerungsraten zwar unter leichten Schwankungen langsam dem Zielwert der Notenbanken nähern, diesen aber im neuen Jahr noch nicht dauerhaft erreichen.

Realistisch erscheinen für 2024 jahresdurchschnittliche Inflationsraten zwischen 2,5 und 3 Prozent in Deutschland, der Euro-Zone und den USA.

Von besonderer Bedeutung sind die Verbraucherpreisindizes im Januar, da sie den Einstiegswert für das gesamte Jahr darstellen. Gehen die Preise - wie früher üblich - zu Jahresbeginn zurück, dürften die Jahresinflationsraten 2024 am unteren Ende der Spanne liegen. Ansonsten sollten sie sich im kommenden Jahr im Bereich um 3,0 Prozent einpendeln. Die Zielwerte der Notenbanken dürften im Jahr 2025 wieder erreicht werden.

Notenbanken: Zinsreise beendet

Zur Bekämpfung der ausufernden Inflation zogen die Notenbanken in Nordamerika und Europa die Leitzinsen in rascher Abfolge in ungewöhnlich großen Schritten nach oben. Die US-Notenbank (Fed) hob die Federal Funds Rate von März 2022 bis Juli 2023 um 500 Basispunkte auf 5,25 bis 5,50 Prozent an. Die Europäische Zentralbank (EZB) machte den ersten Zinsschritt im Juli 2022 und erhöhte den Hauptrefinanzierungssatz bis September 2023 um 450 Basispunkte auf 4,50 Prozent.



Völlig anders entwickelten sich die Leitzinsen in den großen asiatischen Volkswirtschaften. So ließ die Bank of Japan die Policy Rate trotz deutlich erhöhter Inflationsraten bisher unverändert bei minus 0,1 Prozent. Und die People's Bank of China senkte die Zinssätze sogar ein wenig, um die Konjunktur zu stützen und die nahe der Nulllinie liegende Inflationsrate wieder näher an den Zielwert zu bewegen. Dieser liegt in China bei 3,0 Prozent. Die meisten Notenbanken favorisieren dagegen einen Zielwert von 2,0 Prozent.

Wie geht es weiter?

Wir gehen davon aus, dass die Notenbanken in den USA und Europa ihre Zinsreise beendet haben. Die Inflationsgipfel sind weit überschritten. Und die Teuerungsraten sind auch nicht mehr extrem weit von den Zielwerten entfernt, wenngleich sie diese wohl auch 2024 nicht dauerhaft erreichen.

Neben der Gewährleistung von Preisniveaustabilität werden die Notenbanken aber auch die konjunkturelle Entwicklung nicht aus den Augen verlieren. In den USA ist die Aufrechterhaltung der Vollbeschäftigung sogar das vorrangige Ziel der Fed.

Da Leitzinserhöhungen ihre dämpfende konjunkturelle Wirkung in einem Zeitraum von bis zu achtzehn Mona-

ten entfalten, könnten bisher noch gar nicht alle Zinsschritte „verarbeitet“ worden sein. Die restriktive Geldpolitik dürfte die Konjunktur daher weiter bremsen. Eine abnehmende gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist dabei ganz im Sinne der Notenbanken, denn sie verringert den Preisdruck und sorgt für weiter sinkende Inflationsraten.

Das beherrschende geldpolitische Thema in den kommenden Monaten dürfte die Frage sein, wann die Notenbanken die Leitzinsen wieder senken.

Die Aussagen der Zentralbankvertreter hierzu sind eindeutig: Es ist aktuell zu früh, über Leitzinssenkungen zu diskutieren. Die Leitzinsen haben nach Einschätzung der EZB ein Niveau erreicht, „das, wenn es lange genug aufrechterhalten wird, einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird“. Die Leitzinsen sollen so lange wie erforderlich auf einem restriktiven Niveau belassen werden, also relativ hoch bleiben. Der US-Notenbankpräsident äußert sich ähnlich: „Higher for longer“ lautet die Botschaft der Fed.

Die geldpolitischen Entscheidungen der EZB hängen von den Inflationserwartungen, den immer stärker in der Realwirtschaft ankommenden dämpfenden Auswirkungen der bisherigen Zinsanhebungen sowie vom grundlegenden Trend der inflationären Entwicklung (underlying inflation) ab.

Die Inflationserwartungen sind zuletzt wieder spürbar gesunken und die monetäre Bremswirkung wird immer deutlicher sichtbar. Nicht nur die Bauwirtschaft warnt vor einem kräftigen Einbruch. Der grundlegende inflationäre Trend lässt sich näherungsweise durch die Kernrate der Inflation ausdrücken. Sie wird ohne die relativ schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet. Auch sie hat den Gipfel klar überschritten, sinkt aber deutlich langsamer als die den gesamten Warenkorb erfassenden Headline-Inflationsrate.

Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen in der Euro-Zone und den USA bis weit in das neue Jahr hinein auf ihrem aktuellen Niveau verharren. In den USA könnte die Fed angesichts einer möglichen milden Rezession zur Jahresmitte mit Leitzinssenkungen beginnen und die Federal Funds Rate bis zum Jahresende auf 4,50 bis 4,75 Prozent reduzieren. Bei der EZB rechnen wir 2024 lediglich mit einer Ermäßigung des Hauptrefinanzierungssatzes auf 4,25 Prozent in 2024.

Konjunktur: Moderates Wachstum

Die Konjunktur entwickelte sich in **Deutschland** im abgelaufenen Jahr besser als erwartet, kam jedoch über eine Flaute nicht hinaus. Das Ausbleiben einer Energiemangellage im vergangenen Winter verhinderte allerdings den befürchteten schweren Einbruch. Das inländische Bruttoinlandsprodukt (BIP) stagnierte zu Jahresbeginn, legte im Frühjahr marginal zu und ging im Herbst leicht zurück. Im Gesamtjahr 2023 dürfte das deutsche BIP um 0,3 Prozent schrumpfen.

In der **Euro-Zone** sieht es dank des boomenden Tourismusgeschäfts der Mittelmeerländer deutlich besser aus. Klar positive Wachstumsraten in Frankreich (+0,9 %), Italien (+0,7 %) und insbesondere Spanien (+2,4 %) dürften der Euro-Zone 2023 zu einem BIP-Plus von 0,5 Prozent verhelfen.

Sehr positiv überraschten die **USA**. Die insbesondere vom Anleihemarkt signalisierte Rezession fiel (bisher) aus. Im Gegenteil: Kräftig steigende private Konsumausgaben sorgten in den ersten drei Quartalen für starke Wachstumsraten und dürften das US-BIP im Gesamtjahr 2023 um 2,5 Prozent expandieren lassen.

China verzeichnete einen fulminanten Jahresauftakt, kam danach jedoch aus dem Tritt. Im Gesamtjahr 2023 dürfte das offizielle Wachstumsziel von „etwa 5,0 Prozent“ jedoch gut erreicht werden.

Wie geht es weiter?

Der **Weltwirtschaft** wird nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds auch 2024 der Schwung fehlen. Das globale Bruttoinlandsprodukt dürfte im neuen Jahr um 2,9 Prozent wachsen (2023: +3,0 %). Wir halten diese Prognose für realistisch.

Deutschland ist weiter auf der Suche nach einem neuen Geschäftsmodell und hat mit der kostenintensiven Transformation der Wirtschaft begonnen.

Die früheren Erfolge im Außenhandel sind nicht wiederholbar. Deutlich erhöhten Aufwendungen für Energieimporte stehen abnehmende Exportzuwächse gegenüber und lassen die Außenhandelsüberschüsse abschmelzen.

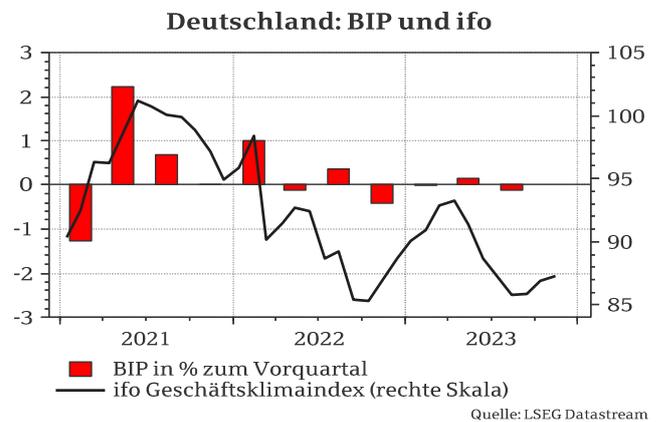
Die Inlandsnachfrage bleibt auch 2024 vom inflationsbedingten Kaufkraftverlust gedämpft. Der industrielle Sektor befindet sich in der Rezession. Die Bauwirtschaft nähert sich insbesondere im Bereich Wohnungsbau diesem Zustand an. Neue staatliche Hilfsprogramme sind nach dem Urteil des Bundesverfassungs-

gerichts zur „Schuldenbremse“ nicht zu erwarten, da diverse Fördertöpfe weniger Mittel enthalten.

Einen Lichtblick stellen die erwarteten positiven Reallohne dar. Die sich abzeichnenden Tarifabschlüsse oberhalb der Inflationsrate verbessern die Kaufkraft der privaten Haushalte und sollten die Konsumnachfrage im neuen Jahr stärken.

Die Wachstumsbeiträge des Außenhandels, der Investitionen und der staatlichen Konsumausgaben dürften dagegen überschaubar bleiben.

Die konjunkturellen Frühindikatoren haben sich auf sehr niedrigem Niveau stabilisiert und hellen sich derzeit wieder leicht auf. Sie stützen damit die Erwartung leicht positiver Quartalswachstumsraten im neuen Jahr.



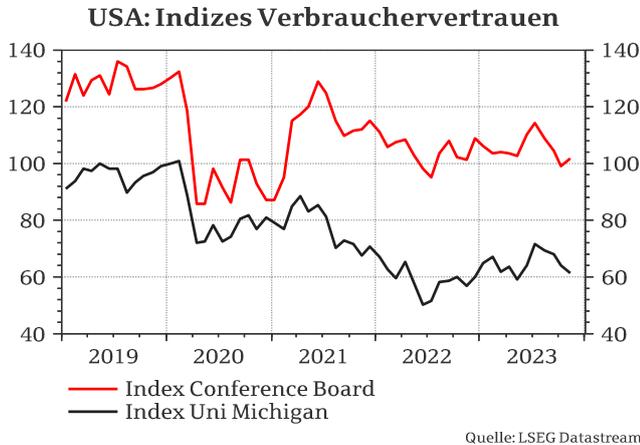
Gleichwohl rechnen wir im Gesamtjahr 2024 in Deutschland lediglich mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 0,5 Prozent.

In der **Euro-Zone** zeichnen sich in den großen Mitgliedsländern Frankreich, Italien und Spanien Wachstumsraten im Bereich um 1,0 Prozent ab. Die Mittelmeeranrainer sollten auch 2024 vom florierenden Tourismusgeschäft profitieren.

In der gesamten Euro-Zone erwarten wir im neuen Jahr daher ein BIP-Plus von 1,0 Prozent.

In den **USA** rechnen wir mit einer deutlichen Verlangsamung des Wachstumstempos. Zunächst einmal dämpfen die massiven Leitzinsanhebungen das konjunkturelle Geschehen. Darüber hinaus dürften die Ersparnisse der privaten Haushalte mittlerweile so weit abgeschmolzen sein, dass die privaten Konsumausgaben durch das Entsparen kaum noch Impulse erhalten. Das Verbrauchervertrauen schwankte zuletzt deutlich und

liegt lediglich auf einem moderaten Niveau. Die privaten Konsumausgaben dürften daher allenfalls leicht wachsen. Da rund 70 Prozent des US-BIP über den privaten Verbrauch generiert werden, könnte der bisher so kräftige Aufschwung zur Flaute mutieren.



Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2024 in eine milde Rezession abgleitet. Die Quartalswachstumsraten der ersten beiden Quartale dürften leicht negativ ausfallen. In der zweiten Jahreshälfte rechnen wir angesichts sich abzeichnender Leitzinssenkungen wieder mit leicht positiven Wachstumsraten.

Der statistische Überhang des US-BIP aus dem Jahr 2023 wird gut einen Prozentpunkt betragen. Würde die US-Wirtschaft also 2024 in allen Quartalen stagnieren, ergäbe sich für das Gesamtjahr ein BIP-Plus von etwa 1,0 Prozent. Dies ist auch die Wachstumsrate des BIP, die wir für 2024 in den USA als realistisch erachten.

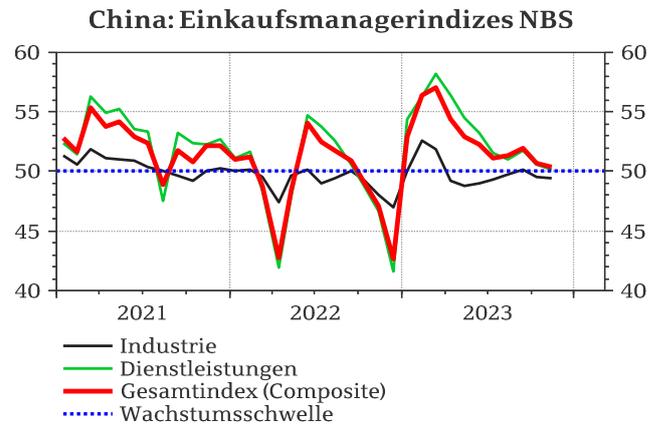
Chinas konjunkturelle Erholung wird weiterhin von massiven Problemen im Immobiliensektor gedämpft. Der frühere Wachstumsmotor entwickelte sich durch die Zahlungsunfähigkeit bedeutender Immobiliengesellschaften zu einem massiven Bremsklotz.

Viele private Haushalte leisteten Zahlungen für künftiges Wohneigentum, das voraussichtlich gar nicht mehr fertiggestellt wird. Darüber hinaus ist der Arbeitsmarkt Chinas von einer hohen Arbeitslosenquote bei jungen Menschen geprägt. All dies belastet das Verbrauchervertrauen und erschwert eine von den privaten Konsumausgaben getragene Belebung der Wirtschaft.

Selbst im Außenhandel haben sich die Perspektiven eingetrübt. Die Wachstumsschwäche in vielen Teilen der Welt geht zu Lasten chinesischer Exporte.

Konjunkturelle Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes bewegen sich seit Monaten lediglich im

Bereich der Wachstumsschwelle und signalisieren keinen bevorstehenden kräftigen Aufschwung.

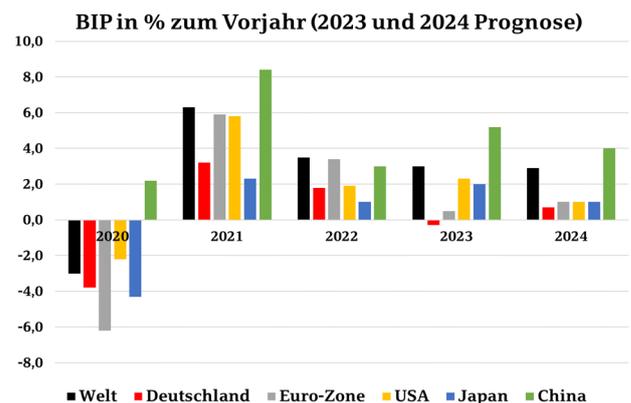


In der Annahme, dass die chinesische Führung und die People's Bank of China weitere fiskalische und monetäre Hilfsmaßnahmen beschließen, dürfte das BIP Chinas im neuen Jahr um etwa 4 Prozent expandieren.

Fazit: Globaler Aufschwung ohne Schwung

Europa und die USA leiden unter stark gestiegenen Leitzinsen, inflationsbedingten Kaufkräfteinbußen und geopolitischen Verunsicherungen.

In der Gesamtschau der Wachstumsprognosen für die bedeutendsten Volkswirtschaften und Regionen ragt China auch 2024 mit der höchsten Zuwachsrate heraus. Das Schlusslicht bleibt Deutschland. Relativ verhalten sind aber auch die Erwartungen an die konjunkturelle Dynamik in den USA, Japan und der Euro-Zone.



Quelle: Refinitiv

Der globale Aufschwung bleibt nach unserer Einschätzung auch 2024 ohne echten Schwung.

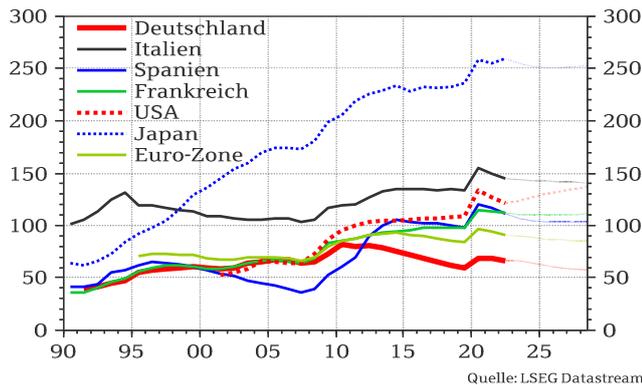
Staatsverschuldung der USA kann zum Problem werden

Die staatlichen Schulden sind seit der Pandemie deutlich gestiegen. Nahezu alle Regierungen stemmten sich mit umfangreichen kreditfinanzierten Hilfsprogrammen und Transferzahlungen gegen den konjunkturellen Absturz.

Die Staatsschuldenquoten dagegen sind überwiegend gesunken. Sie werden berechnet, indem die gesamten Schulden in Relation gesetzt werden zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) zu Marktpreisen, also zum nominalen BIP. Durch die ungewöhnlich hohen Inflationsraten der Jahre 2022 und 2023 ist das nominale BIP zuletzt relativ stark gestiegen. War das nominale BIP-Plus höher als die Zunahme der Verschuldung, ging die Staatsschuldenquote zurück.

Eine Ausnahme stellt **Japan** dar, da die japanischen Inflationsraten deutlich niedriger ausfielen als in Europa oder Nordamerika. Die Staatsschuldenquote Japans liegt daher bei rekordhohen 260 Prozent des BIP.

Staatsschulden in % vom BIP

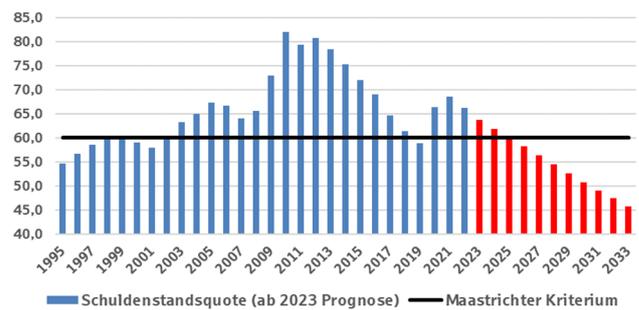


Deutschlands Schuldenquote ist trotz Ausweitung der Staatsschulden auf 2,6 Bill. EUR auf dem Rückzug. Ursächlich sind die hohen Inflationsraten von 6,9 Prozent im Jahr 2022 und voraussichtlich 6,0 Prozent im abgelaufenen Jahr.

Die Staatsschuldenquote **Deutschlands** kletterte 2021 auf knapp 69 Prozent und ging 2022 aufgrund sehr hoher Inflationsraten auf gut 66 Prozent zurück. Im abgelaufenen Jahr 2023 dürfte sie rund 64 Prozent betragen.

In der Annahme geringer realer Wachstumsraten bei einem leicht erhöhten Preisauftrieb dürfte Deutschland ab 2025 oder 2026 nur noch eine Schuldenquote von 60 Prozent aufweisen. Sie stellt gemäß dem Maastrichter Vertrag die Obergrenze dar, die von den Ländern der Euro-Zone nicht überschritten werden darf.

Schuldenstandsquote Deutschland (%)



Quelle: Refinitiv

Die Realität sieht allerdings anders aus. So lagen die Quoten 2022 in **Italien** (144 %), **Frankreich** (112 %) und **Spanien** (112 %) weit über der Grenzlinie und dürften diese wohl auch kaum jemals wieder erreichen. Die Europäische Union arbeitet zwar an einer Reform, mit der den einzelnen Ländern klare Vorgaben für die Rückführung der Staatsschulden gemacht werden sollen. Erfahrungsgemäß dürfte aber auch dieses Vorhaben wenig Erfolg haben. Im Vergleich mit allen größeren Volkswirtschaften hat Deutschland die mit Abstand geringste Schuldenquote und insofern auch kein Staatsschuldenproblem.

Ganz anders sieht es in den **USA** aus, wo sich die stark wachsenden Defizite zu einem ernsthaften Problem für den Kapitalmarkt entwickeln können. Die Staatsschulden betragen aktuell 33,7 Billionen US-Dollar, die Schuldenquote lag 2022 bei 121 Prozent des BIP. Die enormen Ausgaben der US-Regierung für die Förderung der Wirtschaft (Inflation Reduction Act), für Rüstungsvorhaben sowie für geopolitische Konflikte (Ukraine, Israel) dürften auch in den kommenden Jahren für hohe Haushaltsdefizite sorgen. Aktuell liegt es mit 2,2 Bill. US-Dollar bei rund 8,0 Prozent des BIP. Die Finanzierung des Defizits erfolgt hauptsächlich über die Emission von Anleihen. Gleichzeitig befinden sich jedoch bedeutende Anleihekäufer an der Seitenlinie oder auf dem Rückzug. So hat die US-Notenbank ihre Anleihekäufe eingestellt. Und wichtige Investoren wie China und Japan fahren ihre US-Engagements derzeit zurück.

Vor diesem Hintergrund könnten eine wachsende Finanzierungslücke und die sich verschlechternde Finanzsituation der US-Regierung im neuen Jahr zu einem Anstieg der langfristigen US-Renditen führen, obwohl sich die US-Konjunktur abschwächt und die Inflationsraten weiter zurückkommen. Hieraus könnte sich eine generelle Anhebung des Renditeniveaus ergeben.

Währungen: Japanischer Yen mit Aufwärtspotenzial

Im Jahr 2021 begann eine Erholung des US-Dollar, die enorm an Schwung gewann, als die US-Notenbank ab März 2022 die Leitzinsen in rascher Abfolge und ungewöhnlich großen Schritten anhub. Der US-Dollar-Index markierte im Oktober 2022 ein 20-jähriges Hoch.



Der Höhenflug endete, als im Herbst 2022 auch die Europäische Zentralbank mit raschen und ausgeprägten Leitzinserhöhungen begann.



Spiegelbildlich zum US-Dollar-Index-Gipfel markierte der Euro im September 2022 einen mehrjährigen Tiefstand und fiel vorübergehend sogar unter die Parität von 1:1 zum US-Dollar. Nachdem sich jedoch die US-Notenbank und die EZB bei der Leitzinsgestaltung nahezu im Gleichschritt bewegten, pendelte sich die Notierung des Euro zwischen 1,00 und 1,10 US-Dollar ein.

Wie geht es weiter?

Für die weitere Entwicklung der Wechselkurse dürfte neben der Konjunktur insbesondere die Geldpolitik entscheidend sein.

Konjunkturell gesehen liegen die Vorteile bei den USA, auch wenn sich die Wachstumsraten des BIP 2024 in

beiden Regionen lediglich auf etwa 1,0 Prozent belaufen dürften. Die USA trumpfen jedoch mit Energiesicherheit bei deutlich geringeren Energiepreisen und massiven Subventionen (Inflation Reduction Act) auf.

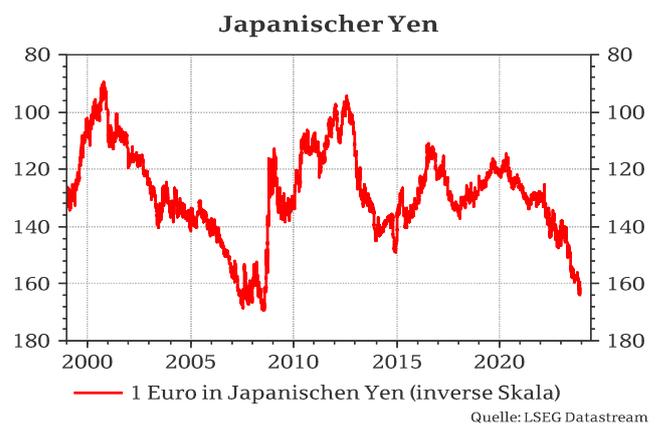
Entscheidend für den Wechselkurs dürfte der Beginn von Leitzinssenkungen sein. Seitens der EZB rechnen wir damit erst relativ spät im neuen Jahr. In den USA könnte die erste Senkung nach einer milden Rezession im ersten Halbjahr bereits im Sommer erfolgen. Je früher die US-Notenbank mit der Rückführung der Leitzinsen beginnt, umso stärker dürfte - zumindest vorübergehend - der Euro werden.

Vor diesem Hintergrund sollte der Euro seine aktuelle Erholung fortsetzen und die Marke von 1,10 US-Dollar überwinden. Wie weit der Auftrieb reicht, dürfte davon abhängen, wie lange die EZB am aktuellen Leitzinsniveau festhält. Sobald erkennbar wird, dass auch die EZB zu monetären Lockerungen bereit ist, dürfte der Euro den Rückwärtsgang einlegen.

Fazit: Realistisch erscheint im neuen Jahr eine Wechselkursspanne des Euro von 1,05 bis 1,15-Dollar, die vorübergehend auch überschritten werden kann.

Japanischer Yen mit Erholungspotenzial

Der Japanische Yen leidet seit Jahren unter der extrem expansiven Geldpolitik Japans. Gegenüber dem Euro verlor er seit Anfang 2020 knapp 30 Prozent.



Es ist davon auszugehen, dass die Bank of Japan im neuen Jahr ihre ultraexpansive Geldpolitik beendet. So dürfte der Leitzins von aktuell minus 0,1 Prozent leicht angehoben werden und höhere Renditen zugelassen werden. Damit kann im Ausland angelegtes japanisches Finanzvermögen verstärkt repatriert werden und eine kräftige Erholung des Yen bewirken. Für 2024 sehen wir somit die Möglichkeit einer Trendumkehr und den Yen mit Aufwertungspotenzial.

Rohstoffe: Gold Im Höhenflug

Edelmetalle: Gold als sicherer Hafen

Nach dem Einbruch im Herbst markierte der Preis für die Feinunze Gold kürzlich einen neuen historischen Höchststand. Ursächlich für den Höhenflug dürfte neben dem spürbaren Rückgang des US-Realzins vor allem der Angriff auf Israel und die damit verbundene Angst vor einer Eskalation der Kämpfe im Nahen Osten sein. Das Edelmetall profitiert dabei mal wieder von seiner Rolle als „sicherer Hafen in unsicheren Zeiten“. Darüber hinaus hat die Gold-Nachfrage einiger Notenbanken stark zugenommen. So stockte China seine Goldbestände deutlich auf.



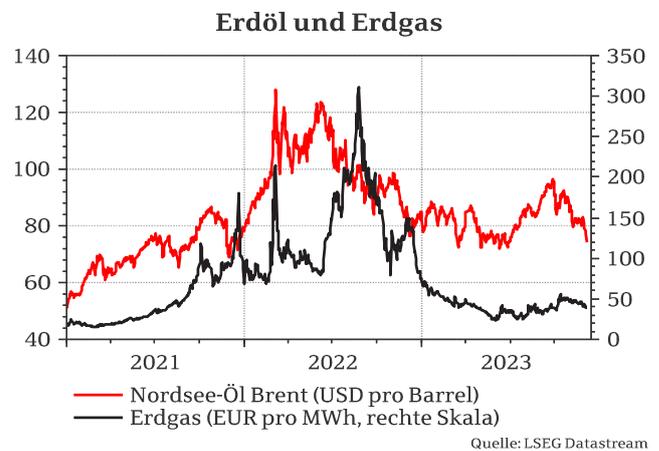
Gold wirft keine laufenden Erträge ab. Der Goldpreis entwickelte sich daher häufig spiegelbildlich zum Realzins in den USA. Dieser wird abgebildet als Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe abzüglich der Inflationserwartungen. Die Realverzinsung ist im abgelaufenen Jahr zunächst kräftig gestiegen und überwand zeitweise die Marke von 2,0 Prozent. Aktuell liegt sie wieder darunter und dürfte sich auf diesem Niveau unter leichten Schwankungen seitwärts bewegen.

Sollte sich das Geschehen im Gaza-Streifen doch noch zu einem Nahost-Krieg ausweiten, dürfte der Goldpreis kräftig zulegen. Anderenfalls könnte sich der dämpfende Einfluss der erhöhten Realverzinsung in den USA durchsetzen und für eine Korrektur des Goldpreises sorgen.

Fazit: Gemessen an der relativ hohen Realrendite in den USA erscheint Gold derzeit recht teuer. Ohne eine regionale Eskalation der Kämpfe im Gaza-Streifen und ohne andere zusätzliche geopolitische Verunsicherungen (China vs. Taiwan) sollte sich der Goldpreis wieder ermäßigen. Als untere Begrenzung könnte sich der Bereich um 1.800 US-Dollar erweisen.

Öl- und Gaspreise: Beruhigung

Den vorjährigen Preisexplosionen bei den Energierohstoffen Öl und Gas folgte im abgelaufenen Jahr eine deutliche Beruhigung an den Märkten.



Der Preis für das Barrel Nordseeöl (159 Liter) bewegte sich längere Zeit unter ausgeprägten Schwankungen im Bereich um 80 US-Dollar.

Der Erdgaspreis pendelte sich im Bereich um 40 EUR pro MWh ein. Die vorjährigen Knappheitseffekte sind gewichen. Ein geringerer Verbrauch und die zusätzliche Bereitstellung von Flüssiggas brachten Angebot und Nachfrage wieder näher.

Wie geht es weiter? Der Ölpreis steht angesichts der globalen Konjunkturschwäche unter Druck. Er wird von Produktionskürzungen des Kartells OPEC-plus gestützt. Ihnen steht aktuell eine Rekordförderung in den USA gegenüber.

Auch beim Ölpreis spielt die Entwicklung in Nahost eine bedeutende Rolle. Sollte nur noch eine eingeschränkte Nutzung der Meerenge von Hormus möglich sein, dürfte die globale Ölversorgung gestört werden. Denn der Seeweg ist ein Nadelöhr, durch das täglich rund 20 Prozent der Weltölproduktion verschifft werden. Beim Flüssiggas sind es sogar rund 30 Prozent.

Ohne einen neuen Nahost-Krieg dürfte sich der Ölpreis, gestützt durch anhaltende Förderbegrenzungen, weiterhin in einer breiten Spanne zwischen 80 und 100 US-Dollar bewegen. Anderenfalls ist ein Anstieg in den dreistelligen Bereich zu erwarten.

Der Gaspreis orientiert sich mittlerweile am Weltmarktpreis für Flüssiggas und dürfte sich auf dem aktuellen Niveau seitwärts bewegen.

Auf der Suche nach der neuen Weltordnung

Mit dem Überfall Russlands auf die Ukraine im Februar 2022 endete die sogenannte Nachkriegszeit. Die knapp 70 Jahre geltende Weltordnung ist seither in Auflösung begriffen.

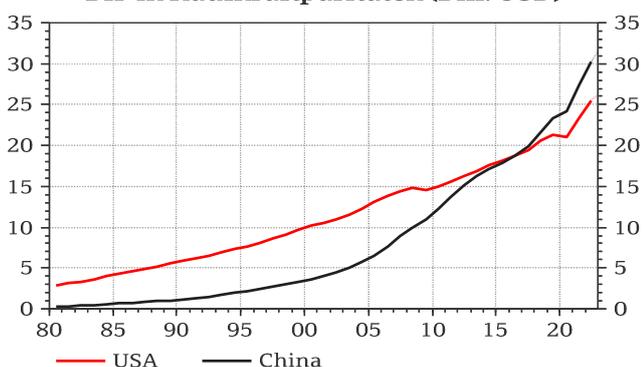
Nach 1945 entwickelte sich eine bipolare Welt mit den beiden Führungsmächten USA und Sowjetunion. Mit dem Mauerfall 1989 und der nachfolgenden Auflösung der Sowjetunion übernahmen die USA die Rolle des Hegemonen. Aus der Bipolarität wurde so in den 90er Jahren eine unipolare Weltordnung, in der die USA wirtschaftlich, politisch und militärisch den Ton angaben.

Diese Weltordnung löst sich gerade auf. Mit China erwuchs den USA in den vergangenen Jahrzehnten ein ernsthafter Konkurrent, der offen die globale Führungsrolle anstrebt, die das Reich der Mitte über fast zwei Jahrtausende innehatte, ehe im 19. Jahrhundert der Untergang des Kaiserreichs begann.

USA und China konkurrieren

Gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) in US-Dollar liegen die USA mit 25,5 Bill. US-Dollar (2022) weit vor China mit 17,9 Bill. US-Dollar und dürften auch kaum eingeholt werden. Nimmt man dagegen die Kaufkraft als Maßstab, hat China die USA bereits 2017 überholt. Im Jahr 2022 lag das Reich der Mitte mit einem BIP von 30,2 Bill. Kaufkraftparitäten (PPP) deutlich vor den USA mit 25,5 Bill. PPP.

BIP in Kaufkraftparitäten (Bill. USD)



Wohin geht die Reise?

Seit dem Ende der Nachkriegszeit ist die Welt auf der Suche nach einer neuen Ordnung. Diese Übergangsphase dürfte längere Zeit dauern und mit einer Verschiebung der Gewichte im wirtschaftlichen und ganz besonders im politischen Bereich verbunden sein. Gemessen an der militärischen Stärke dürften die USA allerdings kaum einzuholen sein. Die Militärausgaben

waren in den USA 2022 mit 877 Mrd. US-Dollar etwa dreimal so hoch wie in China (292 Mrd. USD).

Welche Richtung?

Um eine Vorstellung über die künftige Weltordnung entwickeln zu können, stellt sich die Frage nach den großen Linien und der allgemeinen Richtung. Sie ist jedoch kaum zu beantworten, denn in der Phase einer zerfallenden Weltordnung ist nichts stabil. Es gibt starke Wechselwirkungen und die aktuellen Konflikte entwickeln eine komplexe hohe Eigendynamik. Es entstehen multiple Gleichgewichte, die sich rasch ändern können. Dies führt zu einer ausgesprochen hohen Verunsicherung. Die bisherigen Sicherheitsreserven scheinen aufgezehrt, die Bereitschaft zu Kompromissen nimmt ab und die Neigung zu militärischen Konflikten wächst.

Vor diesem Hintergrund sind in den kommenden Jahren insbesondere Resilienz und Sicherheit gefragt.

Mehr Sicherheit bedeutet eine deutliche Ausweitung der Budgets für die Landesverteidigung. Deutschland muss nach den Worten seines Verteidigungsministers nicht nur wieder wehrfähig, sondern auch „kriegsfähig“ werden. Damit verbunden sind deutlich höhere Investitionen in Rüstung, Armeepersonal und militärische Infrastruktur. Alles Ausgaben, die in dem Sinne unproduktiv sind, dass sie die ökonomischen Produktionsmöglichkeiten nicht erhöhen.

Transformation kostet

Um den Gefahren der fortschreitenden Erderwärmung zu begegnen, wurde die Transformation der Wirtschaft zu einer umweltverträglichen Produktion und nachhaltigem Konsum eingeleitet. Es gilt, den alten „braunen“ Kapitalstock durch einen „grünen“ zu ersetzen. Der Umbau der Wirtschaft ist sehr kostenintensiv, verspricht jedoch ebenfalls keine größeren Produktionsmöglichkeiten, wenn keine zusätzlichen Kapazitäten geschaffen werden. Dreckige Produktionsweisen und Produkte werden durch saubere ersetzt. Es findet ein wachstumsloser Umbau des Kapitalstocks statt, begleitet von umfangreichen Abschreibungen auf den alten Kapitalstock.

Positive Effekte ergeben sich langfristig nach getätigten Abschreibungen der grünen Energieproduktion und in Form einer geringeren Lieferabhängigkeit.

Staatsschulden wachsen

Die unproduktiven und renditelosen Ausgaben für eine höhere Sicherheit und für die Transformation der Wirtschaft sind hauptsächlich von den Staaten über die Aufnahme zusätzlicher Schulden zu finanzieren. Diese Entwicklung kann dazu führen, dass die Renditen steigen, obwohl sich die Konjunktur in einer anhaltenden Flaute befindet und die Inflationsraten zurückkommen. Zudem dürften die Staaten nicht so sehr auf ihre Verschuldung achten, um das Ziel einer höheren Sicherheit nicht zu gefährden.

Wenig Wachstum

Die Übergangsphase der sich nur langsam herausbildenden neuen Weltordnung dürfte von relativ geringen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts begleitet werden. Möglicherweise sogar von einer länger anhaltenden Stagnation. Der Wohlstand dürfte insgesamt auf der Stelle treten, die Verteilungskämpfe zunehmen. Erst wenn neue Technologien wie beispielsweise Künstliche Intelligenz oder Quantencomputer in der Lage sind, das Produktionspotenzial deutlich zu steigern, dürfte die Rückkehr zu höheren Wachstumsraten gelingen.

Westen versus globaler Süden

Immer stärker zeichnet sich eine Zweiteilung zwischen dem „Westen“ und dem „globalen Süden“ ab. Der Westen besteht unter Führung der USA hauptsächlich aus den Industrieländern in Europa und Nordamerika. Der globale Süden wird von China dominiert. Ihm gehören die Schwellenländer Asiens, Afrikas und Lateinamerikas an. Viele von ihnen sind ehemalige Kolonien des Westens.

Ablehnung westlicher Dominanz

Der globale Süden ist politisch äußerst heterogen aufgestellt. Das Spektrum reicht von (defekten) Demokratien in Lateinamerika und Afrika bis hin zu autoritär regierten Ländern wie China, Russland und Saudi-Arabien.

Das gemeinsame Merkmal ist die Ablehnung westlicher Regeln und westlicher Dominanz. Die wertebasierte Außenhandelspolitik Deutschlands dürfte sich daher nicht als zielführend erweisen. Sie wird in den Schwellenländern als Bevormundung empfunden. Das Vertrauen in die USA und die Staaten Europas nimmt insgesamt ab, das Misstrauen wächst.

Gleichzeitig hat das Selbstbewusstsein des globalen Südens in den vergangenen Jahren deutlich zugenom-

men. So sind viele Schwellenländer unverzichtbare Lieferanten von Rohstoffen, die bei der ökonomischen und ökologischen Transformation des Westens dringend benötigt werden.

Als Gegengewicht zu den G7-Staaten des Westens versteht sich die Gruppe der BRICS-Staaten. Sie bestand bisher aus Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika. Ab 2024 soll sie erweitert werden um Saudi-Arabien, den Iran, die Vereinigten Arabischen Emirate, Argentinien, Ägypten und Äthiopien. Argentinien dürfte nach der jüngsten Präsidentschaftswahl der Gruppe allerdings nicht beitreten.

Die erweiterte BRICS-Gruppe wird 46 Prozent der Weltbevölkerung und rund 37 Prozent des globalen Bruttoinlandsprodukts (in Kaufkraftparitäten) repräsentieren. Die Regierungsformen sind zwar alles andere als homogen. Was die Länder jedoch eint, ist eine antiwestliche Haltung.

Autokratie versus Demokratie

Auch im Westen nehmen immer mehr demokratisch gewählte Regierungen autokratische Züge an. So in der Türkei, Ungarn und bis vor kurzem in Polen, wo die Unabhängigkeit der Justiz eingegrenzt wurde. Die klassische Form der freiheitlichen Demokratie verliert zugunsten der illiberalen oder defekten Demokratie an Boden. Selbst in den USA gibt es diese Tendenz beim radikalen Teil der Republikanischen Partei.

Im globalen Süden setzt sich der Niedergang der liberalen Demokratie fort. Für die autokratischen Eliten vieler Schwellenländer ist das chinesische Systemmodell viel attraktiver als das des Westens. Es stellt ihre Herrschaft nicht in Frage und verlangt keine aufgeklärte Zivilgesellschaft, keine korruptionsresistente Verwaltung und keine Rechtsstaatlichkeit.

„Wandel durch Handel“?

Aus dem Aufstieg Chinas lässt sich zudem ableiten, dass kräftiges wirtschaftliches Wachstum auch ohne demokratische Grundordnung möglich ist. Der jahrzehntelange westliche Glaube an „Wandel durch Handel“ erwies sich als falsch. Die Annahme, ökonomische Erfolge ließen sich dauerhaft nur in einer demokratischen Gesellschaftsform erreichen, hat China eindringlich widerlegt.

China bietet dem globalen Süden eine Alternative zur regelbasierten westlichen Ordnung. Gleichzeitig verfolgt es mit der „Neuen Seidenstraße“ nicht nur wirtschaftliche, sondern auch geostrategische und geopolitische Interessen. Das Reich der Mitte strebt

eine alternative Weltordnung chinesischer Prägung an, ohne jedoch von seinen Handelspartnern die Übernahme der eigenen Ordnung zu verlangen.

Multipolarität statt Bipolarität

Ob jedoch tatsächlich eine dauerhafte Zweiteilung der Welt eintreten wird, ist zweifelhaft, denn selbst im Westen gibt es sehr unterschiedliche Interessen. Sollte der vorherige US-Präsident die Wahlen im November gewinnen, dürften die Unterschiede zwischen den USA und Europa wieder deutlich sichtbar werden.

Auch der globale Süden oder die erweiterte BRICS-Gruppe werden sich kaum geschlossen hinter China versammeln. So dürfte sich die Rivalität zwischen den bevölkerungsreichsten Ländern Indien und China fortsetzen. Und auch die Interessen Chinas und Russlands sind nicht deckungsgleich.

Statt einer Bipolarität könnte sich daher eine multipolare Weltordnung mit einem Fünfersystem aus den USA, der Europäischen Union, China, Indien und Russland entwickeln. Möglicherweise kommt Arabien als sechster Akteur hinzu. Gerade Saudi-Arabien hegt ungewöhnlich große technologische Ambitionen und kann diese dank hoher Öl-Einnahmen auch finanzieren.

Die Schwergewichte in einer multipolaren Weltordnung werden die USA und China sein.

Europas Rolle in der neuen Weltordnung wird davon abhängen, ob es gelingt, die mit einer Stimme sprechenden Vereinigten Staaten von Europa zu formen. Derzeit ist die Europäische Union (EU) ein Zusammenschluss demokratischer Länder mit (zu) ausgeprägten nationalen Interessen. Ob die Umwandlung gelingt, darf bezweifelt werden.

Möglicherweise wird die EU daher längerfristig auch keinen Bestand haben. Sollte das Gebilde zerfallen, können sich anschließend neue kleine stabile Kerne von Ländern mit homogenen Interessen entwickeln. Ihre Bedeutung in der neuen Weltordnung dürfte allerdings überschaubar bleiben.

Wettbewerb der Systeme

Auf der Suche nach der neuen Weltordnung kann es zu einem Wettbewerb der Systeme kommen. Geschieht dieser regelbasiert, ist es positiv.

Da jedoch die großen internationalen Institutionen wie die Vereinten Nationen und die Welthandelsorganisation immer mehr an Einfluss und Bedeutung verloren haben, ist kaum anzunehmen, dass es Regeln geben wird, die von allen anerkannt werden. Wer soll sie aufstellen und überwachen?

Wechselnde Bündnisse können zu immer neuen stabilen, aber auch instabilen Gleichgewichten führen. Es kann sich also letztendlich eine ungeordnete Multipolarität mit wechselnden Bündnissen ergeben.

Alles in allem dürfte der Wettbewerb der Systeme eine politisch unruhige Zeit werden.

Fazit: Die künftige neue Weltordnung könnte eine multipolare Form mit den beiden Führungsmächten USA und China annehmen. In der zweiten Reihe wären Europa, Indien und Russland sowie vielleicht Arabien.

Die neue Weltordnung dürfte von folgenden Merkmalen geprägt sein:

- mehr autokratisch regierte Länder,
- weniger freiheitliche Demokratien,
- abnehmender Einfluss des Westens,
- wachsende Bedeutung des globalen Südens,
- abnehmende Kompromissbereitschaft,
- zunehmende militärische Konflikte,
- Resilienz und Sicherheit gewinnen an Bedeutung,
- unproduktive Ausgaben steigen,
- wenig Wachstum,
- mehr Verteilungskämpfe,
- Wohlstandverlust.

Schlussfolgerungen für den Kapitalmarkt:

- Höhere Staatsverschuldungen und unproduktive Ausgaben lassen die Anleiherenditen steigen,
- Aktienerträge werden durch Handelshemmnisse und zusätzliche Abgaben gedrückt,
- Ungeordnete Zeiten führen zu erhöhter Volatilität,
- Gold bleibt als sicherer Hafen interessant,
- Kampf um Rohstoffe nimmt zu.

Anleihemarkt: Auskömmliche Renditen, attraktives Chancen-/Risikoverhältnis

2023 war trotz der bis in den Herbst mit aller Konsequenz fortgesetzten Leitzinsanhebungen sowohl der US-Notenbank als auch der Europäischen Zentralbank ein gutes Jahr für Anleiheinvestoren. Mit Werten um 2,2 Prozent liegt die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe Anfang Dezember 2023 unter dem Niveau vom Jahresende 2022. Investoren einer 10-jährigen Bundesanleihe hätten einen Ertrag (Kupon zuzüglich Kursgewinn) von gut 5,0 Prozent erzielt. Der EZB-Leitzins, der Hauptrefinanzierungssatz, liegt dagegen mit 4,50 Prozent fast doppelt so hoch wie Ende 2022 mit 2,50 Prozent. Damit ist klar: Die Märkte haben 2022, in einem der schlechtesten Jahre für Anleiheinvestoren seit mehreren Jahrzehnten, bereits viel vorweggenommen. Die Tatsache, dass die Renditen länger laufender Anleihen 2023 trotz der rapide gestiegenen Leitzinsen stabil geblieben sind, zeigt: Auch 2023 ist bereits viel in den Notierungen verarbeitet worden, der Markt erwartet in Zukunft wieder rückläufige Zinsen. Dies ist mit der Aussicht auf weitere Kursgewinne ein positives Szenario für Anleiheinvestoren.



Allerdings stellt sich nach dem sehr rasanten Rückgang der Renditen länger laufender US-Staatsanleihen und deutscher Bundesanleihen für uns die Frage, ob die Entwicklung seit Beginn des 3. Quartals nicht etwas zu schnell gegangen ist.

Zwar gehen wir davon aus, dass sowohl die Fed als auch die EZB die Leitzinsen in diesem Zinszyklus nicht weiter anheben werden und ihr „Leitzinsplateau“ erreicht haben. „Leitzinsplateau“ deswegen, weil wir zwar mit weiter in Richtung der Zielwerte laufenden Inflationsraten rechnen, dieser Weg jedoch wegen Engpässen in vielen Bereichen (v. a. am Arbeitsmarkt) nicht einfach werden wird und insbesondere die EZB wegen ihrer sehr späten Reaktion auf ihre Reputation bedacht sein wird. Bei der EZB können wir uns vorstellen, dass diese

erst spät im 2. Halbjahr 2024 und dann sehr moderat auf einen Zinssenkungspfad einschwenkt. Bei der Fed dürfte dies etwas eher der Fall sein, da hier die Erfolgsbilanz in Bezug auf das Thema Inflationsbekämpfung deutlich besser ausfällt und sie zudem über ein mehrdimensionales Zielsystem verfügt.

Neben den Notenbanken müssen für die Entwicklung an den Anleihemärkten auch die Angebots-Nachfragerelationen betrachtet werden. Hier scheint schwer denkbar, dass die USA in einem Wahljahr ihre zum nennenswerten Teil über Neuverschuldung generierten Staatskonsum deutlich drosseln. Auch scheinen beide politischen Lager nicht an einer Konsolidierung des Staatshaushaltes interessiert zu sein. In Europa sieht es ähnlich aus, hier kommt mit den durch den russischen Angriffskrieg in der Ukraine sichtbar gewordenen sicherheitspolitischen Herausforderungen ein weiterer wesentlicher Faktor hinzu, der eine spürbare Rückführung zusätzlicher Neuverschuldung verhindern dürfte.

Noch direkter dürfte aber ein weiterer Punkt wirken: Die Notenbanken fallen schon seit längerer Zeit als zusätzlicher Käufer von Anleihen aus, mittlerweile sind auch die Wiederanlagen fälliger Papiere geringer geworden, d. h. per Saldo sind die Notenbanken Nettoverkäufer von (Staats- und Unternehmens-) Anleihen geworden.

Viele Unternehmen haben in den vergangenen Jahren die niedrigen Zinsen genutzt, um ihre Bilanzen im Sinne einer Renditeoptimierung zu verbessern, d. h. Eigenkapital durch Fremdkapital zu ersetzen. Nun stehen vielfach Fälligkeiten an, die refinanziert werden müssen.

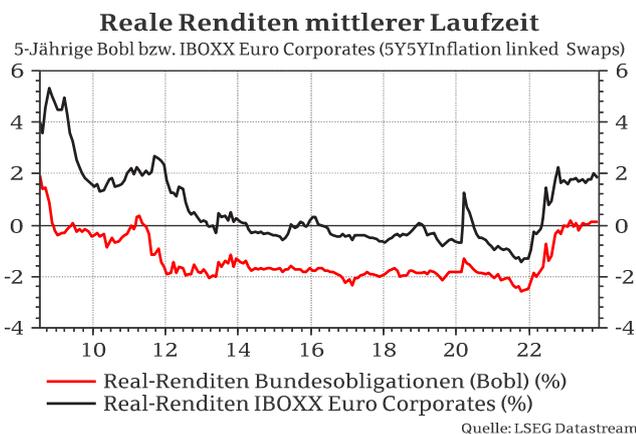
Ein weiterer Faktor, der für tendenziell nicht zu deutlich sinkende Renditen im längeren Laufzeitbereich spricht, ist die Erfahrung der vergangenen Jahre mit weit über den Zielwerten liegenden Verbraucherpreiserhöhungsraten: Investoren werden zukünftig eine höhere Inflationsrisikoprämie in ihren Zinserwartungen einfordern.

Die Tatsache, dass die Geldmarktsätze derzeit und gemäß des Marktkonsensus auch 2024 oberhalb der Renditen länger laufender Staatsanleihen liegen, induziert bei vielen Anlegern eine Präferenz, Geldanlagen mit einer kurzen Fristigkeit gegenüber länger laufenden Anlagen zu bevorzugen. Dies reduziert das Angebot an langfristigen Geldern und sorgt ebenfalls tendenziell für höhere Renditen.

Als Konsequenz aus diesen Rahmendaten gehen wir davon aus, dass die Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe am Jahresende bei 2,75 bis 3,00 Prozent liegen sollte. Da wir bei der EZB lediglich von einer Leitzinssenkung in 2024 ausgehen, wäre die Zinsstrukturkurve immer noch invers, d. h. die Sätze für kürzerfristige Anlagen würden, wenn auch mit fallender Tendenz, immer noch über denen länger laufender Anleihen liegen. Erst für 2025 erwarten wir dann eine Rückkehr zu einer „normalen“, d. h. leicht ansteigenden Zinsstrukturkurve. Bei den US-Staatsanleihen prognostizieren wir aufgrund des vermutlich stärker ausgeprägten Leitzinssenkungstrends einen Rückgang der Rendite der 10-jährigen Staatstitel auf 4,00 Prozent Ende 2024.

Die Tatsache, dass die Erwartungen an die großen Notenbanken, wann mit ersten Leitzinssenkungen zu rechnen ist, in den vergangenen Monaten stark geschwankt haben, spricht dafür, dass die Entwicklung der Renditen auch 2024 eine relativ hohe Volatilität aufweisen sollte. Deshalb dürfte eine gute Feinsteuerung eines Anleiheportfolios in Bezug auf die Duration gute Zusatzerträge versprechen.

Eine wichtige Basisanlage bleiben deshalb 2024 klassische aktive Anleiheinvestmentfonds, die mit einem gemischten Portfolio von Staats- und Unternehmensanleihen und einer aktiven Laufzeitsteuerung attraktive Zusatzerträge generieren können.



Anders als vor gut einem Jahr bietet das höhere Ausgangsrenditeniveau Anleiheinvestoren einen Sicherheitspuffer. Im Gegensatz zum früheren Nullzinsumfeld steht mit einem Kupon, je nach Anleiheart, Bonität und Laufzeit, von zwei bis fünf Prozent ein Puffer zur Verfügung, der Kursverluste aufgrund eines unerwarteten Zinsanstieges (teilweise) kompensieren kann. Anleiheanleger erwarten also nicht nur höhere

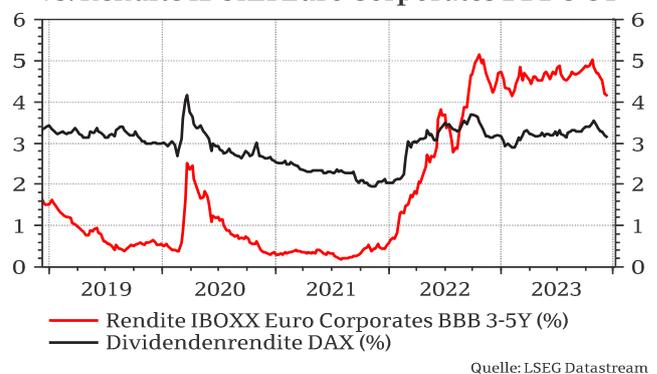
Renditen als vor einiger Zeit, sondern auch ein geringeres Risiko, eine absolut negative Rendite zu verbuchen.

Noch wichtiger als die nominale Renditeerwartung ist die reale Renditeerwartung, also die Berücksichtigung der erwarteten Inflationsrate. Hier zeigen sich mit Blick auf 2024 die Vorteile zu den Perspektiven für 2023, gerade wenn man berücksichtigt, dass die Renditen zuletzt teilweise sogar unter die Niveaus vom Jahresanfang 2023 zurückgegangen sind und wir tendenziell einen leichten Anstieg erwarten.

Berücksichtigt man die anhand von Derivatekontrakten am Kapitalmarkt gehandelten mittelfristigen Inflationserwartungen, ist es nun erstmals seit gut zehn Jahren (den Corona-Schock im März 2020 einmal ausgeklammert) wieder möglich, reale Renditen (Rendite nach Abzug der Inflationsrate) von zwei bis drei Prozent mit Unternehmensanleihen mit befriedigender Qualität zu verdienen.

Auch im Vergleich zu Aktien sind Anleihen wieder deutlich attraktiver geworden. Ein Indikator dafür ist der Vergleich der Verzinsung europäischer Unternehmensanleihen mit einer befriedigenden (BBB) Qualität mit der Dividendenrendite des DAX 40-Index:

Dividendenrendite Deutscher Aktienindex (DAX) vs. Rendite IBOXX Euro Corporates BBB 3-5Y

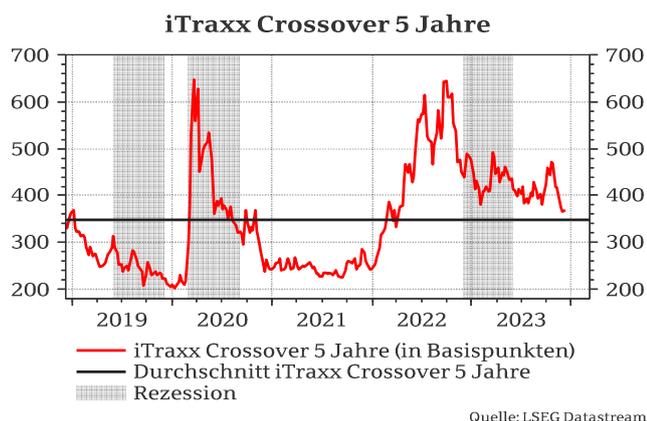


Grundsätzlich dürften Anleihen weiterhin davon profitieren, dass viele, vor allem institutionelle Anleger, nach der extrem ausgeprägten Niedrigzinsphase noch in den Anlageklassen Aktien und Immobilien übergewichtet sind und nun wieder - mit positiven Renditeaussichten - in Anleihen investieren und zu ihrer „Normalausrichtung“ zurückkehren.

Da Privatanlegern seit der Umsetzung der EU-Wertpapierprospektrichtlinie im Jahre 2018 Unternehmensanleihen als Direktanlage kaum noch zur Verfügung stehen, weil die Emittenten den damit verbundenen Aufwand scheuen und daher mit Stückelungen von in

der Regel 100.000 Euro operieren, haben sich Laufzeitfonds mittlerweile zu einer attraktiven Alternative zur Direktanlage entwickelt. Ein Vorteil derartiger Instrumente ist die Streuung über in der Regel mehr als 50 Emittenten. Durch die Beimischung von 10 bis 20 Prozent Hochzinsanleihen können bei mittleren Laufzeiten Renditen oberhalb von vier Prozent (vor Kosten) in Aussicht gestellt werden. Anders als klassische Investmentfonds haben Laufzeitfonds ein festes Auflösungsdatum, so dass die Anlagestrategie in Bezug auf das Zinsänderungs- und Wiederanlagerisiko dem der Anlage in eine Einzelanleihe ähnelt.

Bei Hochzinsanleihen, also Unternehmensanleihen minderer Qualität, sind wir mit Blick auf die Risiken einer wirtschaftlichen Abkühlung in den USA 2024 und dem Refinanzierungsrisiko bei vielen schwächeren Schuldnern vorsichtig und würden nur sehr selektiv auf dieses Instrument setzen. Banken haben die Finanzierungsbedingungen für Schuldner geringerer Bonität zuletzt verschlechtert. Ein wichtiger Grund ist dafür auch die aktuelle Verschärfung der Bankenregulierung in den USA. Es wird geschätzt, dass Kreditinstitute dort gut 15 Prozent mehr Eigenkapital vorhalten müssen. Banken haben deshalb derartige Risiken verstärkt an den Kapitalmarkt ausgelagert. Trotz dieses insgesamt eher herausfordernden Umfeldes erscheinen die aktuell zu beobachtenden Risikoaufschläge, gemessen an ihren historischen Durchschnitt, eher moderat. Dies messen wir an den aktuellen Notierungen des iTraxx Crossover 5 Jahre, mit dem Anlagen in entsprechenden Anleihen abgesichert werden können.

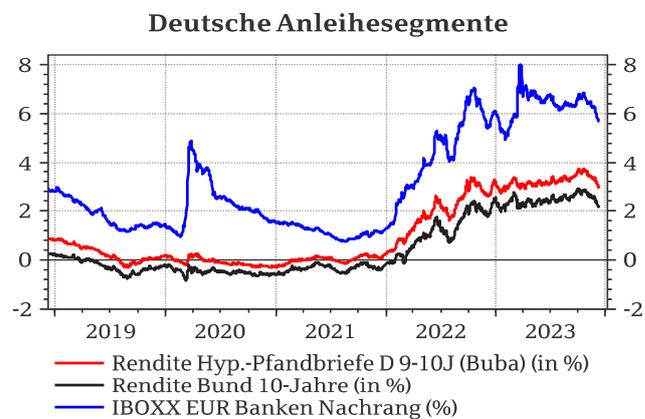


Eine interessante Nische können Nachranganleihen qualitativ sehr guter Emittenten sein, die trotz der Nachrangabrede noch eine befriedigende Investmentqualität aufweisen. Hier kam es insbesondere nach den Turbulenzen im US-Bankensektor im März 2023 zu kräftigen Ausschlägen der Risikoaufschläge (Spreads).

Trotz eines deutlichen Rückgangs liegen die Aufschläge oberhalb der langfristigen Durchschnittswerte.

Ein Teil des festverzinslichen Portfolios sollte auch in Anlagen investiert werden, die zwar eine niedrigere Verzinsung, dafür jedoch eine außerordentlich hohe Sicherheit aufweisen. Dies könnten im kürzerfristigen Bereich Einlageprodukte, im längerfristigen Bereich deutsche Pfandbriefe sein. Pfandbriefe eignen sich insbesondere im längerfristigen Laufzeitenbereich, um - falls sich die Wirtschaft ungünstiger als erwartet entwickelt und es mit stärker als erwartetem Druck auf die Inflationsraten zügigere Zinssenkungen gibt - Kursgewinne zu erzielen, ohne größere Bonitätsrisiken einzugehen. Deutsche Pfandbriefe bieten aktuell bei 7 Jahren Laufzeit Risikoaufschläge zu Bundesanleihen von 80 Basispunkten (0,80 Prozent). Da die Stückelung in der Regel 100.000 Euro beträgt, dürfte eine Anlage für Privatanleger in der Regel nur über entsprechende Investmentfondsprodukte in Frage kommen.

Eine weitere defensive Anlagemöglichkeit stellen inflationsgesicherte Anleihen dar, die im Falle von weniger als prognostiziert rückläufigen Verbraucherpreissteigerungsraten Zusatzerträge liefern können.

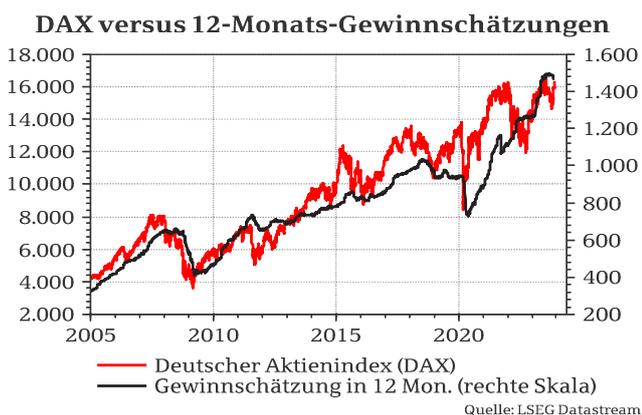


Wichtig für Anleger ist der Aufbau eines möglichst ausgeglichenen und zu den eigenen Bedürfnissen passenden Laufzeitenportfolios. Auch wenn die in weiten Teilen der Zinskurve inverse Zinsstruktur (Zinsen für kurze Anlagen sind höher als für längere) auf den ersten Blick zu kurzen Laufzeiten verführt, sollten Anleger immer auch das Wiederanlagerisiko im Blick haben. Die Beimischung längerer Laufzeiten ist als Absicherung gegenüber unerwartet starken Zinsrückgängen zu verstehen und hilft darüber hinaus, die gesamte Vermögensstruktur robuster zu gestalten.

Aktienmarkt: Rückenwind im zweiten Halbjahr

Die Rahmenbedingungen sprachen nicht zwingend für ein sonderlich performantes Aktienjahr. Die Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks legten auf ihrer straffen Zinsreise ein erhebliches Tempo und eine vehemente Entschlossenheit an den Tag. Für gewöhnlich ist dies kein positives Umfeld für Dividendenpapiere. Insbesondere für den Fall, dass die Weltwirtschaft mit Ausnahme der Vereinigten Staaten offensichtlich schwach auf der Brust daherkam. Ferner kennzeichneten geopolitische Krisenherde die Wegstrecke der vergangenen zwölf Monate - mit dem Potenzial, den Risikoappetit der Anlegerschaft zu zügeln. Mit dem Blick auf die nackten Zahlen müssen wir allerdings konstatieren, dass der Jahrgang 2023 ein überdurchschnittlicher im historischen Kontext mit prozentual zweistelligen Zugewinnen ist. Und das in einem Turnus, in dem im Sinne der Konkurrenzsituation zu festverzinslichen Papieren das Investoren-Mantra „TINA“ (There Is No Alternative) endgültig von dem Akronym „TARA“ (There Are Reasonable Alternatives) abgelöst wurde.

Die Vorschau fällt im Angesicht der kurzfristigen Konditionen kaum einfacher aus. Die amerikanische Konjunktur steht auf der Schwelle zu einer milden Rezession, die chinesische Wirtschaft ächzt unter der schwelenden Immobilienkrise und der europäische Heimatmarkt dümpelt auch eher vor sich hin. Unterdessen bleiben die Währungshüter bemüht, den Zinsoptimismus der Marktteilnehmer im Zaum zu halten. Und die geopolitischen Unsicherheiten kennen auch keinen kalendarischen Neuanfang.

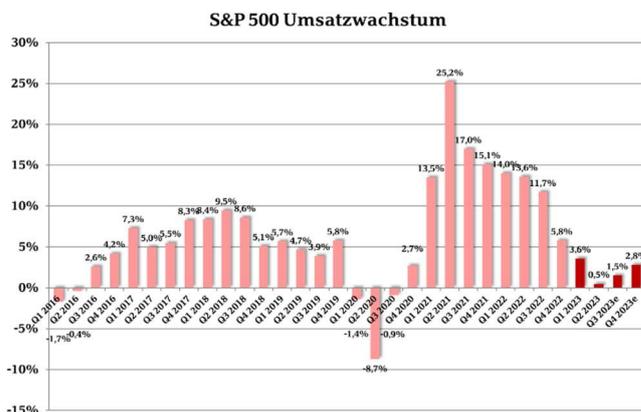


Gleichzeitig sollte sich die Inflation weiter zurückbilden und damit im Jahresverlauf der US-Notenbank Fed an erster Stelle und folgend der Europäischen Zentralbank (EZB) Spielraum für Zinssenkungen gewähren. Vorteilhaft scheint, dass sich die Prognosesicherheit erhöht hat und die großen Pflöcke für das Kapitalmarktjahr 2024 vermeintlich einfacher einzuschlagen sind.

Auf dem Rücken der mutmaßlich höheren Konfidenz gilt es nun, die Kursziele für den anstehenden Turnus zu formulieren.

Im Bewusstsein dessen kommt der Einschätzung der Ertragsperspektiven für die Aktienmarktprognose eine essentielle Bedeutung zu. Statistisch belegbar ist die Entwicklung der Unternehmensgewinne auf mittel- und langfristige Sicht immer noch der wichtigste singuläre Einflussfaktor für die Notierungen börsenhandelter Gesellschaften. Reichhaltigere Profite bilden das Fundament für die Wertsteigerung einer Aktie.

Und in dieser Disziplin steckt im Rückblick eine positive Überraschung des wie gesagt keineswegs einfachen Geschäftsjahres 2023. Denn eine Vielzahl von Konzernen hat sich in dem herausfordernden Umfeld besser bewegt als angenommen. Eine Verfehlung und/oder Herabsetzung der Ziele blieben über weite Strecken die Ausnahme, wobei die Tonalität in europäischen Gefilden insgesamt mollfarbener als in den Vereinigten Staaten ausfiel. In einem mauen weltwirtschaftlichen Umfeld gelang es zahlreichen Firmenlenkern, die höheren Eingangspreise an die Kunden weiterzugeben. Der vorteilhafte Preiseffekt toppte insofern bei Weitem den nachfragebedingt eher ungünstigen Mengeneffekt. Mit einem gleichzeitig unverändert hohen Kostenbewusstsein konnten die Verantwortlichen die Profitabilität weitgehend schützen.



Quelle: Refinitiv, Stand 24.11.2023

Wie fallen nun die Indikationen für die Unternehmensgewinne 2024 aus?

Auf der Erlösebene dürften die nominalen Zuwächse bei abnehmender Inflation und stagnativen gesamtwirtschaftlichen Tendenzen eher niedriger ausfallen als in 2023. Eine derart gemächlichere Gangart sollte

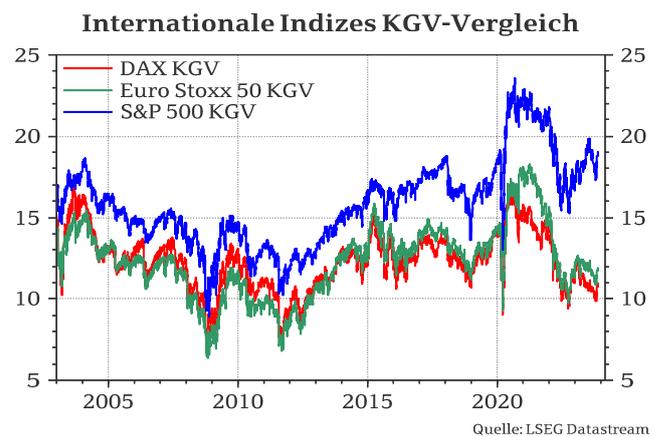
einer kräftigen Ausweitung der Nettogewinne entgegenstehen, wobei regionale Unterschiede aufgrund der andersgearteten sektoralen Kompositionen der Aktienindizes sorgfältig anzurechnen sind. Die bereits seit längerem zu notierenden trüben makroökonomischen Perspektiven haben mit Sicht auf die Analystenschätzungen für die DAX-Gewinne der kommenden 12 Monate - die von uns bevorzugte Überschussgröße für die Bewertungsmodelle - scheinbar erst seit Kurzem Berücksichtigung gefunden. Bis in den Herbst hinein überwogen die positiven Revisionen und die Ertragsprognosen stiegen auf ein neues Rekordlevel. Der logische Zusammenhang dieser Zielgröße unter anderem in Relation zu aussagekräftigen konjunkturellen Frühindikatoren hatte sich in den vergangenen Monaten damit noch weiter gelöst.



Nach unserer Meinung sind die konsensweiten Gewinnannahmen für die Konzerne aus der ersten deutschen Börsenliga trotz der jüngsten indexweiten Korrekturen zuletzt immer noch zu hoch angesetzt. Konkret prognostizieren wir für die aggregierte Kennzahl einen zusätzlichen Abschlag von 5 Prozent. Für die Euro-Zone nehmen wir wegen der vermeintlich resilienteren Geschäftsmodelle der Schwergewichte keine pauschale Reduktion vor. Diese Übung fällt auf der anderen Seite des Atlantiks günstiger aus. Angetrieben von der bereits unter Beweis gestellten Ertragskraft der amerikanischen Technologieschwergewichte messen wir den US-Gesellschaften aus dem S&P 500 einen Aufschlag von 10 Prozent bei.

Nicht minder wichtig für die Kurszielbestimmung ist ferner die Anpassung der Diskontierungssätze an das erwartete Zinsumfeld. Höhere Zinsannahmen führen ceteris paribus in der Konsequenz zu niedrigeren Barwerten und damit Kurszielen - et vice versa. Wir haben unter anderem für den risikolosen Zinssatz unsere Prognosen für die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von Deutschland und den USA implementiert.

Des Weiteren hat es sich bewährt, bei der Wertermittlung auf eine Kombination aus Multiplikatoren- und Diskontierungsverfahren abzustellen. Ausgehend von zuversichtlicheren Gewinnschätzungen bei gleichzeitig in geringerem Ausmaß steigenden Indexständen haben sich die konventionellen Bewertungsmaßstäbe in Europa leicht weiter nach unten bewegt. An der Wall Street hingegen fußt der Kursanstieg in 2023 vor allem auf einer Ausweitung der Multiplikatoren, wobei zuletzt auch der Aufholung bei den Gewinnschätzungen ihren Beitrag leistete.



Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den DAX liegt aktuell bei 11,4 und damit deutlich unterhalb des historischen Durchschnittswertes der vergangenen Jahrzehnte. Wie angemerkt, messen wir dieser offensichtlichen Unterbewertung wegen der noch nicht ausreichend angepassten Gewinngröße im Nenner des Quotienten eine gegenwärtig mindere Aussagekraft bei. Aufgrund des zyklischen Charakters der Indexgesamtheit wäre unseres Erachtens die Rückkehr zu einer durchschnittlichen historischen Bewertung in dem beschriebenen Umfeld in nächster Zeit nicht angemessen.

Bei der Ermittlung eines „fairen“ Bewertungsvielfachen haben wir daneben Referenzzeiträume für den tonangebenden US-Aktienmarkt analysiert. Diese bilden unter anderem die weitere Reduktion der Bilanzsumme sowie adäquate Zins- und Rezessionsumgebungen ab.

Aus dem Konvolut an Einflussfaktoren auf die gebührende Bewertung können wir uns für den DAX ein KGV von 11 bis 12 sehr gut vorstellen. Konsequenterweise haben wir wegen der abnehmenden Markt-Liquidität keine größere Ausweitung der Evaluierung projiziert. In Kombination mit dem geplanten Gewinnabschlag ergäbe sich für die heimische Börse nach dieser Methodik ein Kurspotenzial von rund 16.200 Punkten. Mit dem Blick über den Großen Teich ließe sich bei der

Herangehensweise für den S&P 500 auf der Basis eines angenommenen KGV von 18 bis 19 ein Niveau von 4.900 Zählern ableiten.

Sensitivitätsanalyse DAX-Multiplikator

DAX-Gewinn 2023/24(e)	-20%	-15%	-10%	-5%	Stagnation	5%	10%	15%	20%
DAX-Gewinneinheiten	1.231	1.284	1.343	1.407	1.477	1.551	1.625	1.699	1.772
KGV-Multiplikator									
10,0	12.308	12.843	13.427	14.067	14.770	15.509	16.247	16.986	17.724
11,0	13.539	14.128	14.770	15.473	16.247	17.059	17.872	18.684	19.496
12,0	14.770	15.412	16.113	16.880	17.724	18.610	19.496	20.383	21.269
13,0	16.001	16.697	17.455	18.287	19.201	20.161	21.121	22.081	23.041
14,0	17.232	17.981	18.798	19.693	20.678	21.712	22.746	23.780	24.814
15,0	18.463	19.265	20.141	21.100	22.155	23.263	24.371	25.478	26.586
16,0	19.693	20.550	21.484	22.507	23.632	24.814	25.995	27.177	28.358
17,0	20.924	21.834	22.826	23.913	25.109	26.364	27.620	28.875	30.131
18,0	22.155	23.118	24.169	25.320	26.586	27.915	29.245	30.574	31.903

Quelle: eigene Berechnungen

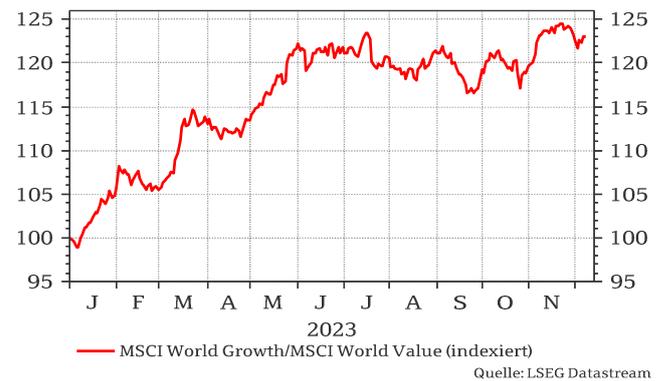
Abgerundet wird die Herleitung unserer fundamentalen Kursziele über ein Diskontierungsmodell (Constant Growth Model; Annahmen: langfristige Gewinnwachstumsrate von 1,0 %, erwartete Eigenkapitalrendite von 8,0 %, risikofreier Zins von 3,0 %, politische Aktienrisikoprämie für Europa: 0,50 %, Betafaktor 1,0). Hieraus errechnet sich für den DAX ein Level spürbar oberhalb von 18.000 Punkten und für den Euro Stoxx 50 von knapp 5.000 Zählern. Mit den spezifischen Faktoren für den US-Markt (höhere langfristige Gewinnwachstumsrate, höherer risikoloser Zinssatz) kommen wir auf ein Niveau von rund 4.500 Punkten für den S&P 500.

Darüber hinaus setzen wir im Rahmen der quantitativen Prognosetechnik auf ein in Kooperation mit der Universität Hamburg entwickeltes Modell der multiplen Regressionsanalyse. Ziel ist es, die Wirkung vorlaufender Einflussgrößen auf den DAX quantitativ zu erfassen und auf dieser Grundlage eine mittelfristige Prognose abzuleiten. Essentielle Input-Variablen des Modells bilden der ifo Geschäftsklimaindex, die projizierten Gewinneinheiten sowie die bundesdeutsche Inflationsrate. Sie werden um die Themenkomplexe „Liquidität“ und „Risikoaversion“ angereichert.

Unter Einbeziehung aller Determinanten und Anwendung der vorgestellten Bewertungsmethoden veranschlagen wir für den DAX ein Kursziel von 17.200 Punkten sowie für den Euro Stoxx 50 von 4.700 Zählern per Jahresende 2024. Für den S&P 500 zielen wir auf 4.800 Punkte ab.

Die Ableitung der Prognoseränder referenziert auf der Unterseite neben der Regressionsanalyse auf historische Buchwert-Multiplikatoren in rezessiven Marktphasen. Ein Ausloten der Tiefstkurse in 2024 erwarten wir in der ersten Jahreshälfte mit einem Rückschlagpotenzial bis zu 13.800 Punkten beim DAX, während die oberen Ränder eher in der zweiten Halbzeit ins Visier genommen werden sollten.

Welt: Relative Performance Growth versus Value



Resümee: In der nicht von der Hand zu weisenden Konkurrenzsituation mit inzwischen wieder deutlich attraktiveren festverzinslichen Papieren messen wir den Aktientiteln auf der Basis unserer Bewertungsmethoden ein durchschnittliches Aufwärtspotenzial für das Börsenjahr 2024 bei. Angesichts der liquiditätsbedingt begrenzten Ausweitungsmöglichkeiten der Bewertung auf beiden Seiten des Atlantiks kommt den Ertragsperspektiven der Unternehmungen eine Schlüsselrolle zu. Diese sehen nach unserer Einschätzung in Übersee merklich besser aus, finden allerdings in der historisch hohen Bewertungsprämie gegenüber Europa auch schon auskömmlich Ausdruck. Vor dem Hintergrund der latenten Unwägbarkeiten in den ersten Monaten des neuen Börsenjahres dürfte sich die kurze Wegstrecke erst einmal ruckeliger gestalten. Die Unsicherheiten in Bezug auf eine etwaige US-Rezession im ersten Halbjahr und den Wendepunkt in der Zinspolitik der wichtigsten Notenbanken bleiben vorerst latent und könnten für einen erhöhten Wellengang sorgen. In diesem unstillen Umfeld dürften in der Aktienwelt vor allem defensive Charaktere gesucht sein. Vielmehr gehen wir davon aus, dass insgesamt die Marktbreite nach dem in diesem Zusammenhang speziellen Börsenjahr 2023 mit der Konzentration auf wenige schwergewichtige Technologietitel an der Spitze des Feldes wieder zunehmen sollte. Ein klarerer Blick auf die Vorgehensweise der Währungshüter dürfte dann von einer gedrückten Basis aus attraktive Rendite-Chancen innerhalb des Prognosebandes bereithalten.

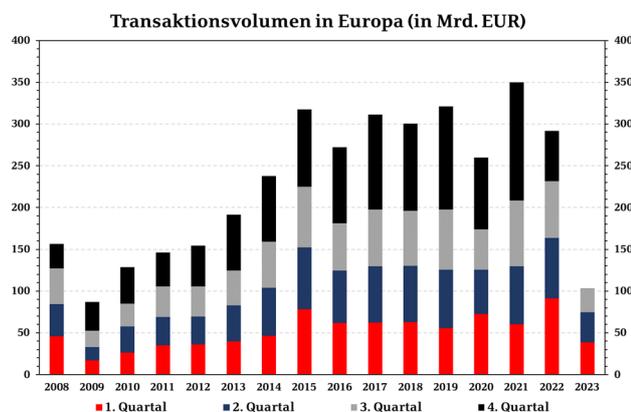
Aktienmarktprognosen 2024

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	16.533	13.800 - 17.600	17.200
Euro Stoxx 50 Index	4.453	3.600 - 4.900	4.700
S&P 500 Index	4.567	3.600 - 5.100	4.800
MSCI World Index	3.023	2.400 - 3.400	3.200

Stand 08.12.2023

Immobilienmarkt: Weichenstellung durch Akzeptanz der Preiskorrektur

Das Rad am Immobilienmarkt drehte sich im Jahr 2023 spürbar langsamer und hörbar knirschend: Mit rund 103 Mrd. EUR lag das Transaktionsvolumen in Europa nach drei Quartalen mehr als 55 Prozent unter dem Vorjahresniveau und auf dem niedrigsten Stand seit 2010. Nahezu alle Investorengruppen halten sich mit Ankäufen zurück, weil die Preisfindung in ihren Augen noch nicht abgeschlossen ist. Andererseits ist auch die Verkaufsbereitschaft der Eigentümer nach wie vor schleppend, sodass sich für Einkäufer nur wenige Möglichkeiten ergeben. Denn weiterhin gilt für weite Teile des Marktes: Wer nicht verkaufen muss, macht das auch nicht.

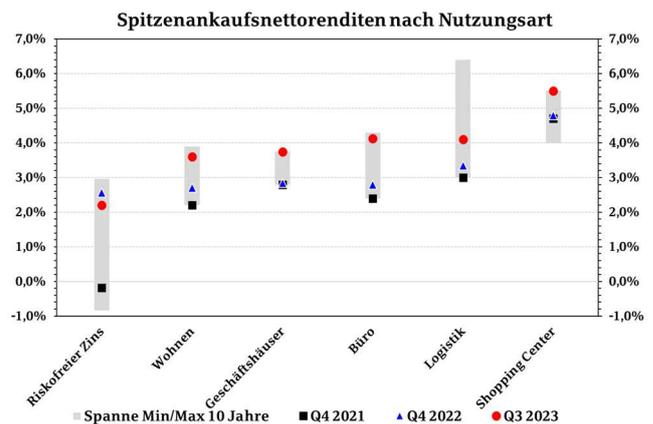


Quelle: HIH Invest (2023); RCA (2023)

Durch den schnellen und beispiellosen Zinsanstieg ist eine Negativspirale in Gang gesetzt worden, die nur partiell von einem guten Immobilienmanagement kompensiert werden kann. Gepaart mit schwer zu kalkulierenden Baukosten, anhaltenden Inflationssorgen, schwachen konjunkturellen Aussichten und einer daraus resultierenden nachlassenden Mieternachfrage bei Gewerbeobjekten ergibt sich ein polyfaktorielles Stressszenario. Dies verunsichert die Marktteilnehmer, von denen viele versuchen, die derzeitige Baisse auszusitzen - „Survive until 2025“ ist aktuell ein vielzitiertes Mantra in der Branche. Diese Strategie der Krisenbewältigung erfordert jedoch eine hinreichende Ausstattung mit Eigenkapital sowie geringe Kapitalkosten.

Allerdings nimmt der Verkaufsdruck absehbar zu und die Zahl von Objekten, bei denen ein Verkauf alternativlos ist, dürfte im kommenden Jahr spürbar steigen. Konkret beobachten lässt sich dies bereits im Projektentwicklungsbereich, wo nun mit der Verwertung insolventer Projekte begonnen wird. Entwickler befinden sich in einer besonderen Stressphase, da sie in der Wertschöpfungskette und damit beim Investitions-

risiko in der ersten Reihe stehen. Wie bei jedem produzierenden Unternehmen hängt ihr geschäftliches Überleben vom Verkauf ihrer Produkte ab - was jedoch bereits seit mehr als einem Jahr nicht mehr zuverlässig funktioniert. Auch die spektakuläre Pleite der Immobilien- und Handelsgruppe Signa kann als Menetekel für die Branche verstanden werden.



Quelle: BNP Paribas Real Estate (2023), Savills (2023)

Die genügsamen Geldquellen, die aus Mangel an Alternativen auch jede noch so schwach rentierende Immobilie liquide machten, sind im Zuge der Zinswende versiegt. Wer jetzt noch als Käufer unterwegs ist, will mehrheitlich die günstigen Deals in guten Lagen mit der Chance auf hohe Wertzuwächse. Die Rechnung ist einfach: Mit dem Steigen der Zinsen sinken die Immobilienwerte - so wie sie in den sieben Jahren davor gestiegen sind, weil die Zinsen sanken. Während bei Büroimmobilien Kaufpreisfaktoren vom 30-fachen der Jahresnettosollmiete vor der Zinswende durchaus die Regel waren, werden von potentiellen Käufern mittlerweile Vervielfältiger von 17- bis 22-fach aufgerufen. Echte Evidenz gibt es hierfür jedoch kaum, da solche Transaktionen aus Gründen der Verschwiegenheit abseits des offenen Marktes stattfinden oder sich Käufer- und Verkäuferseite schlichtweg nicht einig werden.

Wie lange wird die aktuelle Preiskorrektur also noch andauern? Das erreichte Zinsplateau der EZB kann als ein erstes positives Indiz für eine baldige Marktbelebung gedeutet werden, welches zwar nicht zum Optimismus, jedoch zu einer vorsichtigen Zuversicht veranlassen sollte. Erste Leitzinssenkungen durch die EZB und Fed sind aller Wahrscheinlichkeit nach frühestens im 2. Halbjahr 2024 zu erwarten. Das heißt aber nicht, dass bei den langfristigen Kapitalmarktzinsen marktentscheidende Erleichterungen zu erwarten seien. Erst

wenn die Angebotsseite Renditen für Immobilien akzeptiert, die zumindest wieder einen geringfügigen positiven Fremdkapitalhebel zulassen, dürften sich für eine breite Investorenbasis wieder attraktive Wiedereinstiegsoportunitäten ergeben.

Es darf hierbei nicht vergessen werden, dass Immobilienmärkte schon immer zyklisch waren und sich derartige Marktopportunitäten historisch betrachtet nur sehr selten ergeben. Zuletzt im Nachgang der Finanzmarktkrise der Jahre 2008/2009 - also vor rund 15 Jahren. Als Motiv für eine Abkehr von der Immobilie sollte die derzeitige Marktsituation daher nicht verstanden werden. Die goldenen Zeiten, die der Immobilienmarkt in den vergangenen Jahren gesehen hat, sind aber erst einmal vorbei.

Entwicklung Finanzierungsbedingungen (in %)



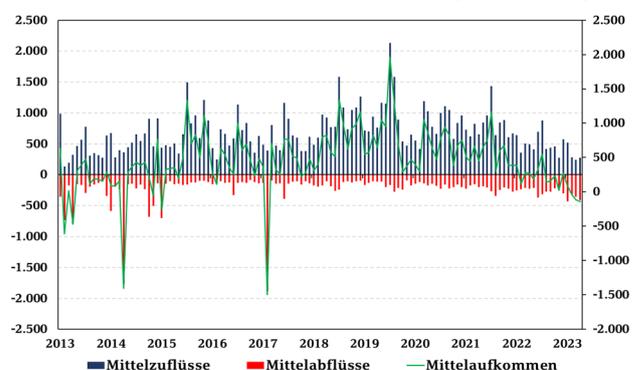
Offene Immobilienfonds mit Herausforderungen

So floss zuletzt auch nur sehr wenig neues Kapital in Offene Immobilienfonds (OIFs), viele Anleger ziehen sogar vermehrt Mittel ab, was es in dem Umfang zuletzt vor zwölf Jahren gab. Kritische Geister bei der EZB haben im Frühjahr vor einer Abwärtsspirale aus einer Rückgabewelle und Notverkäufen gewarnt. Die deutschen OIFs gelten wegen der - nach der letzten Finanzkrise eingeführten - Halte- und Kündigungsfristen sowie der hohen Liquiditätsquoten als vergleichsweise stabil. Immer mehr Gutachter korrigieren jedoch ihre Bewertungen als Folge der gestiegenen Liegenschaftszinsen nach unten, was zu zeitverzögerten Abwertungen in den Portfolios führt. Für das Jahr 2024 prognostiziert die Helaba eine Performance bei Offenen Immobilienfonds von gerade einmal 1,5 Prozent. Das macht die Fonds zurzeit weit weniger attraktiv als Anleihen, die aktuell rund 4 Prozent abwerfen.

Ist es nun für Anleger sinnvoll investiert zu bleiben? Bei der überwiegenden Mehrheit der OIFs werden weder von der Ertrags- noch der Finanzierungsseite Probleme aufkommen. In der langfristigen Betrachtung hat die

Anlageklasse Immobilien darüber hinaus den Inflationsausgleich immer geschafft - sofern man nicht nur die Wertveränderungen, sondern auch die Mieteinnahmen berücksichtigt. So sind seit Beginn 2022 die Mieten in Folge der hohen Inflation vielfach gestiegen, wodurch sich die operativen Erträge der Fonds erhöht haben. Anleger sollten daher den Langfristcharakter ihres Engagements im Blick behalten. Mit ihrer geringen Volatilität helfen Immobilienfonds, das Depot zu stabilisieren. Auf 20- oder 30-Jahres-Sicht werfen sie im Schnitt über drei Prozent ab, schwanken im Gegensatz zu Aktien und Anleihen jedoch deutlich geringer. Allerdings sollten Anleger vermehrt auf die Allokation der Nutzungsarten in den Portfolios achten, da sich für die einzelnen Segmente im aktuellen Marktumfeld sehr unterschiedliche Aussichten ergeben.

Mittelaufkommen in deutschen OIFs (in Mio. EUR)



Quelle: Bundesbank (2023)

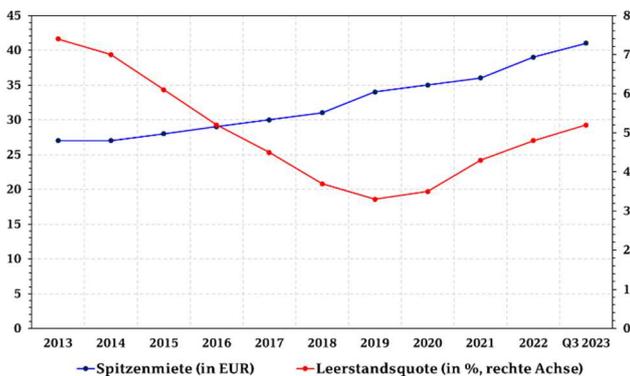
Büro - Polarisierung nach Qualität und Lage

Die stärker um sich greifende konjunkturelle Schwächephase hat die Bürovermietungsmärkte im Jahr 2023 voll erwischt. Das Zurückstellen von Wachstums- und Investitionsentscheidungen hatte spürbare Konsequenzen für das Anmietungsgeschehen: Der Flächenumsatz in den sieben größten deutschen Städten lag nach den ersten neun Monaten rd. 36 Prozent unter dem Vorjahr. Bei den Mietern zeigt sich in der Tendenz ein sinkender Büroflächenbedarf, der auch aus einem Umdenken bei der Flächennutzung resultiert. Diese strukturellen Veränderungen führen zu einem stärkeren Qualitätsfokus der Unternehmen bei gleichzeitig signifikant kleineren Neuanmietungen. Dafür greifen die Unternehmen in Bezug auf die Mietzahlungsbereitschaft tiefer in die Tasche, sodass die Spitzenmieten trotz schwächerer Nachfrage und höherer Leerstände weiter ansteigen. Besonders vom Leerstand und der strukturellen Flächenreduktion betroffen sind hingegen ältere, unsanierte und nicht mehr funktionale Flächen in peripheren Lagen, die unzureichend an den

ÖPNV sowie die urbane Infrastruktur angeschlossen sind.

Die Prämie für sehr gute gegenüber wenig attraktiven Flächen dürfte aufgrund der gestiegenen Nutzeranforderungen dauerhaft höher bleiben, insbesondere weil das Neubauvolumen im Zuge der Projektentwicklerkrise stetig zurückgeht. Fondsmanager setzen daher noch stärker als in der Vergangenheit auf zentrale Lagen, wo bei deutlich gesunkenen Kapitalwerten sowohl zukunftsfähige Neubauten als auch revitalisierungsbedürftige Immobilien in Frage kommen.

Büromarkt : Spitzenmieten vs. Leerstandsquoten



Quelle: Savills (2023)

Logistik - Flächenbedarf bleibt hoch

Da in den vergangenen Jahren in Deutschland kaum spekulativ gebaut worden ist, sind die Leerstände niedrig und die Nachfrage übertrifft das Angebot deutlich. Das veränderte Zinsumfeld und die allgemein schwächeren wirtschaftlichen Aussichten gehen jedoch auch an der Lager- und Logistikwirtschaft nicht vorbei. So halten sich z. B. viele Industrie- und Handelsunternehmen derzeit mit Flächengesuchen und neuen Anmietungen zurück. Vor dem Hintergrund einer immer restriktiver werdenden Flächenausweisung und einer rückläufigen Projekt-Pipeline werden insbesondere ESG-konforme Flächen in den großen Logistik-Regionen und Metropolen jedoch vom Markt umgehend absorbiert. Dementsprechend sind auch die Mieten zuletzt stark gestiegen und werden es wohl auch in 2024 weiter tun.

Für Investoren sind positive Mietwachstumsraten ein wesentlicher Hebel in Zeiten steigender bzw. stagnierender Anfangsrenditen, um die Rentabilität eines Investments sicherzustellen. Die Spitzennettoanfangsrendite lag im 3. Quartal 2023 bei 4,1 Prozent und ist seit Anfang 2022 um 110 Basispunkte gestiegen. Im kommenden Jahr könnten die Spitzenrenditen für Lo-

gistik unter denen von Büros liegen und somit Logistikimmobilien mit einem geringeren Risiko bewertet werden - dies wäre ein Novum für den deutschen Immobilienmarkt. Noch in den 1990er Jahren betrug der Renditeunterschied zwischen den beiden Nutzungsarten in den europäischen Kernmärkten mehr als 300 Basispunkte.

Einzelhandel - Lebensmittel im Fokus

Auch wenn die Inflation ihren Höhepunkt zur Jahresmitte bereits überschritten hat, belastet das hohe Preisniveau den Konsum deutlich. Nach Schätzungen des Hauptverbands des deutschen Einzelhandels (HDE) könnten die Umsätze im stationären Einzelhandel für das Gesamtjahr 2023 real um 4 Prozent gegenüber dem Vorjahr geringer ausfallen. Vor allem langlebige Produkte wie Möbel, Bau- und Heimwerkerbedarf oder Fahrräder werden zurzeit deutlich seltener gekauft. Darüber hinaus kämpfen nach wie vor viele Mode- und Schuhhändler mit massiven wirtschaftlichen Problemen, was sich auch in der wachsenden Zahl an Insolvenzen aus diesem Segment widerspiegelt. Deutlich positiver könnte die Entwicklung im kommenden Jahr bei nachlassender Inflation und steigenden Realeinkommen verlaufen. Die Spitzenmieten für Einzelhandelsflächen in den 1A-Lagen sind jedoch weiterhin rückläufig. Viele Filialisten konzentrieren sich hauptsächlich auf die Großstädte und gut frequentierte Einkaufszentren, während der Handel in manch einer Mittel- und Kleinstadt regelrecht erodiert. Viele Innenstädte bedürften somit neuer Konzepte und Repositionierungen.

Vor dem Hintergrund dieser strukturellen Herausforderungen konzentriert sich das Investoreninteresse im Segment Einzelhandel vordergründig auf das krisen- und onlineresiliente Nahversorgungssegment. Immobilien des Lebensmitteleinzelhandels und lebensmittelgeankerte Fachmärkte haben einen infrastrukturellen Charakter und bieten mit ihren langfristig abgeschlossenen und indexierten Mietverträgen stabile und planbare Erträge.

Wohnen - Anhaltende Unterversorgung

In den vergangenen 20 Jahren war der Wohnungsmarkt durch eine im langfristigen Vergleich unterdurchschnittliche Bautätigkeit gezeichnet. In Summe kamen mehr Haushalte als Nachfrager auf den Wohnungsmarkt hinzu, als Wohneinheiten fertiggestellt worden sind. Die jüngsten Zahlen des Zentralen Immobilienausschusses (ZIA) gehen von 750.000 fehlenden Wohnungen im Jahr 2025 aus. Gestiegene Finanzie-

rungs- und Baukosten sowie lange Genehmigungsverfahren haben den Wohnungsbau nahezu zum Erliegen gebracht.

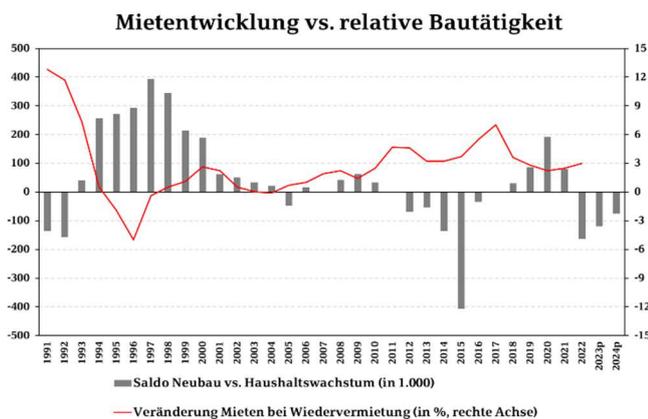
Die vielerorts bereits sehr niedrigen Leerstandsquoten dürften somit weiter zurückgehen, so dass das Risiko struktureller Leerstände in vielen Portfolios auf ein Minimum begrenzt wird. Als nicht substituierbares Grundbedürfnis unterliegt das Segment Wohnen auch keinem nennenswerten Transformationsrisiko, wodurch Wohnimmobilien als eine sehr defensive Nutzungsart mit beispiellos stabilen Erträgen gelten.

Der große Risikofaktor ist jedoch sowohl in Deutschland als auch in den anderen europäischen Kernökonomien die Regulierung. Zusatzkosten durch energetische Sanierungen sowie gekappte Mietsteigerungspotenziale im Bestand treiben viele Investoren in das Neubausegment, das hierzulande deutlich weniger reguliert wird, oder in Betreiberkonzepte wie studentisches Wohnen, Mikroapartements und Co-Living. Die aktuelle zinsinduzierte Preiskorrektur bietet dabei für Langfristinvestoren einen attraktiven Zeitpunkt für einen Markteinstieg. Die Spitzennettoanfangsrendite ist mit 3,6 Prozent auf einem Niveau wie zuletzt 2015.

Fazit - Wann glänzt Betongold wieder?

Das Jahr 2023 glich für Immobilien einem Orientierungslauf durch einen Preisnebel. Am Ziel sind die Marktteilnehmer und die verlangte Marktrisikoprämie zwar noch nicht, aber es beginnt sich aufzuklären. Das kommende Jahr dürfte somit aber nicht minder schwierig werden, eine zurückkehrende Dynamik aber die Preiskorrektur beschleunigen: Durch den gestiegenen Verkaufsdruck werden viele Immobilienmanager nach den vorgenommenen Abwertungen und Buchwertverlusten tatsächliche Verluste realisieren müssen. In diesem neuen Zyklus wird der Gewinn aller Voraussicht nach dann nicht im Einkauf, sondern in der anschließenden wertsteigernden Arbeit mit den Mietern und am Gebäude liegen.

Bei Offenen Immobilienfonds ist zwar aufgrund der weiterhin schwierigen Nachrichtenlage sowie höher verzinsten liquider Alternativen mit Mittelabflüssen zu rechnen, jedoch verfügen die meisten OIFs über große Sicherheitspuffer in Form von Mindesthalte- und Kündigungsfristen sowie ein gesetzlich vorgeschriebenes Liquiditätspolster von 5 Prozent des Fondsvermögens, das im Schnitt sogar bei 15 Prozent liegt. Mit den ersten Zinssenkungen dürften sich die Verkehrswerte und die Performance der Fonds wieder stabilisieren und an relativer Attraktivität gewinnen.



Quelle: Savills (2023); Bulwiengesa (2023)

Die Silbernen Zwanziger mit weniger Glanz

Unser langfristiger Ausblick ist von strukturellen Trends geprägt, die wir unter den vier „Ds“ zusammenfassen. Hierzu zählen die zwingend erforderliche Dekarbonisierung für eine erfolgreiche Energiewende, die Digitalisierung, die Demographie und die De- bzw. Re-Globalisierung. Aus diesen Megatrends gehen mitunter wachstumsfördernde, jedoch nicht reibungsfreie Impulse einher.

In der Überprüfung unseres langfristigen Bildes konstatieren wir, dass die einzelnen „Ds“ von einer teils deutlich voneinander abweichenden Dynamik gekennzeichnet sind.

Die Digitalisierung hat zuletzt spürbaren Aufwind durch Fortschritte in der Künstlichen Intelligenz erfahren.

Die demografische Überalterung sowie der Fach- und vor allem Arbeitskräftemangel schreiten ungebrochen voran. Im Gesundheitssektor sorgen Medikamente, die das natürlich im Darm produzierte Hormon Glucagon Like Peptide 1 (GLP-1) nachahmen, für Aufbruchsstimmung und Unruhe zugleich.

Die De-Globalisierung setzt China unter Druck und lässt im Hinblick auf eine Umleitung von Lieferketten (Re- bzw. Friend-Shoring) Regionen wie den ASEAN-Verband oder Länder wie Japan in den Vordergrund treten.

Einen merklichen Dämpfer hat der Trend zur Dekarbonisierung erhalten. Saubere Energie sollte langfristig auf die Sicherung der Energieversorgung einzahlen. Der Gegenwind von Seiten der Kosteninflation, Engpässe in den Lieferketten und aus höheren Finanzierungskosten wehte zuletzt jedoch stärker.

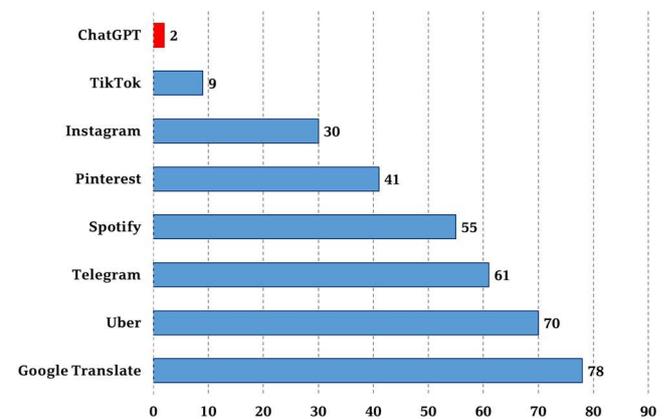
Insgesamt bleiben die Grundpfeiler der „Silbernen Zwanziger“ bestehen, die Dekade dürfte aber etwas weniger glänzen und den Schein „Bronzener Zwanziger“ annehmen.

Digitalisierung

Als der Online-Dienst zur Sprachverarbeitung ChatGPT (Generative Pre-trained Transformer) Mitte Dezember 2022 der Allgemeinheit zugänglich gemacht wurde, dauerte dessen Verbreitung nicht lange. Der Chatbot benötigte lediglich zwei Monate, um 100 Mio. monatliche Nutzer zu erreichen. So schnell war zuvor keine andere Anwendung. Das Videoportal TikTok benötigte noch neun Monate, was bereits einer sehr rasanten Ausbreitungsgeschwindigkeit entspricht.

ChatGPT ist der erste massentaugliche Sprachassistent, der auf Künstlicher Intelligenz (KI) beruht und eine menschenähnliche Textgenauigkeit erzielt.

Dauer in Monaten zum Erreichen von 100 Mio. Nutzern

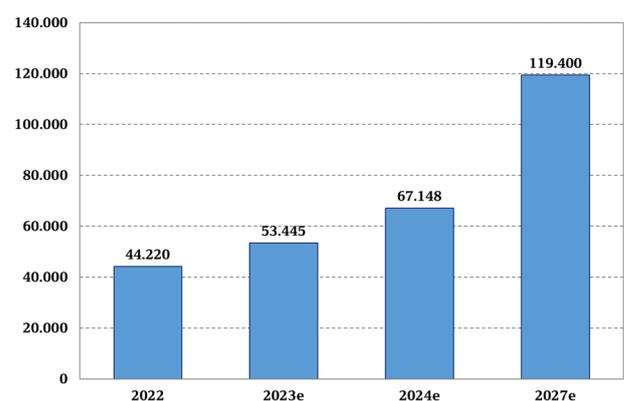


Quelle: UBS (2023)

Die KI funktioniert auf der Grundlage neuronaler Netze, die dem menschlichen Gehirn nachempfunden sind. Das Unternehmen OpenAI trainiert die KI laufend und wirkt damit auf eine stetige Verbesserung der Leistungsfähigkeit hin. Die Anwendungsbereiche liegen u. a. in der Zusammenfassung von Texten, der Bilderkennung und in der Programmierung von Software.

Der Chatbot gilt als Augen- und Türöffner, was alles in Zusammenhang mit der Einbindung von KI nicht nur im privaten, sondern auch im geschäftlichen Bereich möglich ist.

Erwarteter globaler Umsatz mit KI-Chips (Mio. USD)



Quelle: Gartner (2023)

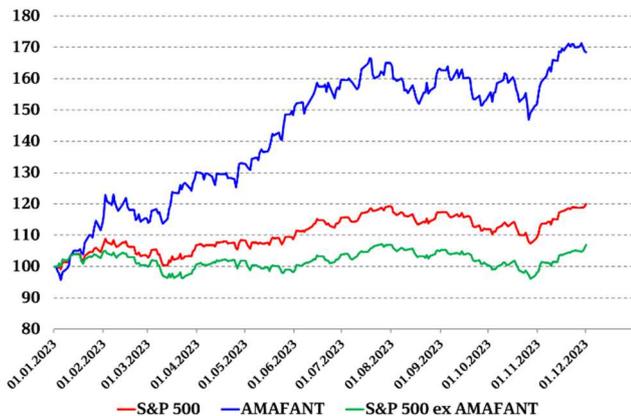
Unternehmen verspüren immer mehr Druck zur Entwicklung von KI-Anwendungen und Einbindung in Betriebsprozesse. Entsprechend wird sich die Nachfrage

nach leistungsfähigen Chips in den kommenden Jahren stark erhöhen. Das Marktforschungsinstitut Gartner prognostiziert einen Anstieg des globalen Umsatzes mit KI-Chips von 53,5 Mrd. US-Dollar im Jahr 2023 auf fast 120 Mrd. US-Dollar im Jahr 2027. Dies dürfte noch eine konservative Schätzung darstellen und würde bereits einem jährlichen Wachstum von ca. 22 Prozent entsprechen.

Der zunehmende Eingang von Künstlicher Intelligenz in die Geschäftswelt ist unter Wettbewerbsgesichtspunkten hoch relevant für Unternehmen. Durch die Automatisierung von einfachen Tätigkeiten bis hin zu komplexen Aufgaben wie Software-Programmierung lassen sich Produktivitätssteigerungen und damit Wettbewerbsvorteile generieren. Aus volkswirtschaftlicher Perspektive sollten die Zugewinne in der Produktivität zu einer Erhöhung des Potenzialwachstums führen, das bislang unter der Last demografischer Überalterung Einschnitte erfahren hat.

Die positiven Perspektiven für Künstliche Intelligenz und Automatisierung sind vom Aktienmarkt im Jahr 2023 vor allem bei den sogenannten „AMAFANT“-Werten goutiert worden.

Indexierte Wertentwicklung von „AMAFANT“ in 2023



Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen, Stand 08.12.2023

Hinter dem Begriff AMAFANT verbirgt sich die technologische Speerspitze der stark auf Digitalisierung ausgerichteten US-Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung (Apple, Microsoft, Amazon, Facebook bzw. Meta, Alphabet, Nvidia und Tesla).

Die Wertentwicklung des S&P 500 spiegelte im Jahr 2023 bislang die Dominanz dieser sieben Titel im KI-Rennen wider. So erreichte der Leitindex inklusive AMAFANT eine Wertentwicklung von 18,7 Prozent, exklusive der „Magnificent 7“ jedoch nur eine Performance von 4,9 Prozent (Stand: 27.11.2023).

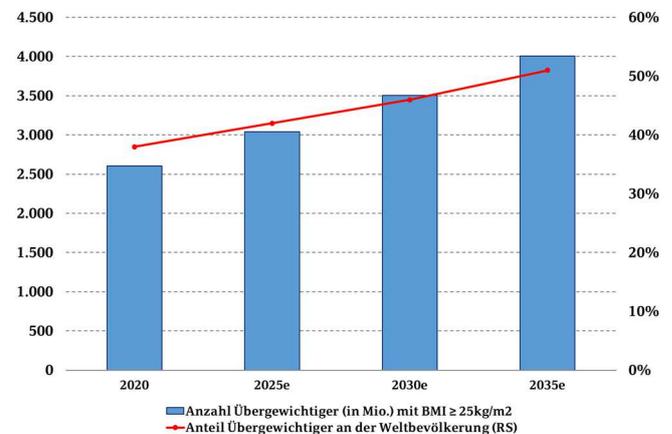
Wir erwarten, dass der Aktienmarkt in Zukunft an Breite gewinnt und sich die positiven Wachstumsaussichten sowie Produktivitätsfortschritte im Hinblick auf KI auch in Unternehmen mit geringerer Kapitalausstattung niederschlagen.

Neben dem Trend der Künstlichen Intelligenz wird die Digitalisierung auch durch das Cloud-Computing, das Internet der Dinge und weiterhin den E-Commerce geprägt bleiben. Eine künftig größere Bedeutung dürften das autonome Fahren und das Metaverse einnehmen. Die technologische Vielfalt erfordert unserer Ansicht nach ein breit diversifiziertes Aktienengagement in den Themenfeldern Technologie und Automatisierung.

Demografie

Medikamente, die das Hormon GLP-1 nachahmen, haben den Gesundheitssektor im Jahr 2023 merklich in Bewegung gebracht. GLP-1 stimuliert die Insulinausschüttung, führt zur Senkung des Blutzuckerspiegels und fördert die Sättigung. In der vielbeachteten „SELECT“-Studie wurde zudem dargelegt, dass die regelmäßige Einnahme von GLP-1-Präparaten zu einer Risikosenkung von kardiovaskulären Events - also Vorfällen in Zusammenhang mit dem Herz-Kreislauf-System wie Herzinfarkte - um 20 Prozent führen kann.

Von Übergewicht Betroffene weltweit, älter als 5 Jahre



Quelle: World Obesity Federation (2023)

Die World Obesity Federation prognostiziert, dass der Anteil Übergewichtiger global von 38 Prozent im Jahr 2020 auf 51 Prozent im Jahr 2035 ansteigen wird. Medikamente, die auf eine Gewichtsreduktion hinwirken und mit positiven Effekten für das Herz-Kreislauf-System einhergehen, weisen damit ein ausgeprägtes Marktpotenzial auf. In den USA ist etwa ein Fünftel der medizinischen Ausgaben auf Übergewicht zurückzuführen.

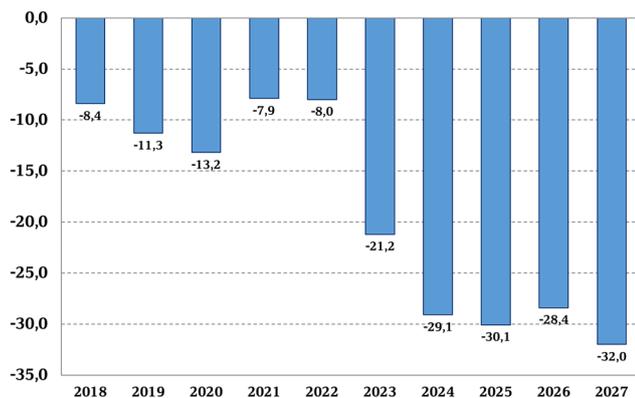
Die positiven Erkenntnisse aus der „SELECT“-Studie haben in einer ersten Reaktion zu Aktienkurskorrekturen im Medizintechnik-Sektor geführt, u. a. in den Bereichen der Behandlung von Herzkrankheiten, Diabetes und Schlafapnoe. Hierbei liegt die einfache Annahme zugrunde, dass weniger Übergewichtige entsprechend weniger Leistungen nachfragen. Wir erachten die Marktreaktion allein auf Basis einer Behandlungsmöglichkeit von Übergewicht als übertrieben:

- Die Kostenübernahme durch Krankenkassen wird nur in medizinisch notwendigen Fällen erfolgen,
- Risikoreduktionen bei Herz-Kreislauf-Tod und nicht tödlichen Schlaganfällen durch die Einnahme von GLP-1-Präparaten konnten nicht signifikant nachgewiesen werden,
- der globale Trend zum Übergewicht dürfte nur sehr langsam zum Stoppen gebracht werden,
- der wichtigste Krankheitsfaktor bleibt das Alter.

Insbesondere letzterer Punkt - die zunehmende demografische Überalterung - lässt den Bedarf an innovativen Behandlungen weiter zunehmen. Wir raten daher, gedrückte Notierungen im Medizintechniksektor zu nutzen, um am strukturellen Trend medizinischer Innovationen zu partizipieren.

Ebenfalls Innovationstreiber im Gesundheitssektor ist das Segment der Biotechnologie, darunter etwa der onkologische oder der immunologische Bereich. Große Pharma-Unternehmen werden in den kommenden Jahren mit Patentabläufen in erheblichem Ausmaß konfrontiert sein.

Durch Patentabläufe bedrohte Jahresumsätze von großen Pharma-Unternehmen (Mrd. USD)

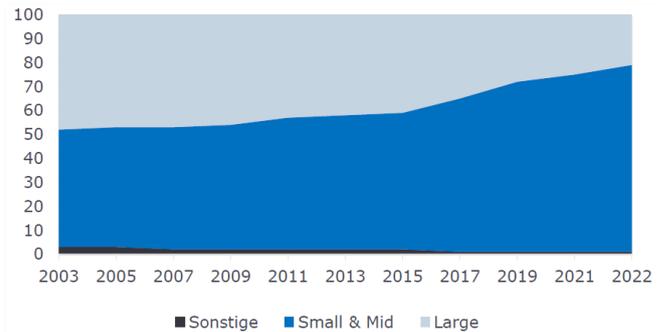


Quelle: IQVIA Institute (2023)

In den USA sind zwischen den Jahren 2024 und 2027 Jahresumsätze aufgrund von Patentabläufen in Höhe

von rund 120 Mrd. USD bedroht. Margenträchtiger Ersatz kann nur durch Forschung und Entwicklung neuer Präparate geschaffen werden, die einen Mehrwert etwa in Form von neuen Therapien, einer höheren Wirksamkeit, einfacherer Verabreichung oder geringeren Nebenwirkungen schaffen müssen. Dabei sind es gerade kleine und mittelgroße Biotechnologieunternehmen, die die Innovationen vorantreiben, denn hier erfolgt über 70 Prozent der klinischen Entwicklung.

Teilhabe an der globalen klinischen Entwicklung



Quelle: IQVIA Institute (2023)

Große Pharma-Unternehmen verfügen über historisch hohe Liquiditätsreserven, die für Übernahmen zwecks Auffrischung der eigenen Produkt-Pipeline genutzt werden können. Die 16 größten Medikamentenhersteller verzeichnen eine „komfortable“ Finanzkraft von über 500 Mrd. US-Dollar und eine „gestreckte“ Finanzkraft von über 1 Bio. US-Dollar (Quelle: Stifel Healthcare). Der komfortablen Finanzkraft liegt eine mögliche Erhöhung der Schulden bis zu einem Verhältnis der Nettoverschuldung zum EBITDA (Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) vom dreifachen, der gestreckten bis zum fünffachen zugrunde.

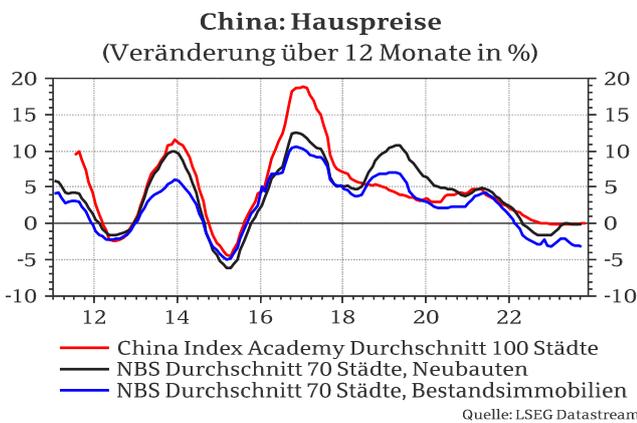
Die negative Wertentwicklung des Biotechnologiesegments im Jahr 2023 (Nasdaq Biotechnology: -7,5 % in Euro per 01.12.2023) erachten wir als gute Einstiegsgelegenheit, um an dessen langfristig positiven Perspektiven teilzuhaben. Da wir eine verstärkte Übernahmetätigkeit in dem Sektor erwarten, raten wir zu einem Engagement in einem Investmentfonds, der auf die Selektion von kleinen und mittelgroßen Biotechnologieunternehmen spezialisiert ist.

De-Globalisierung bzw. Re-Globalisierung

Der asiatische Aktienmarkt dürfte im Jahr 2023 eine der wohl größten Enttäuschungen für globale Anleger gewesen sein. Der MSCI All Country Asia ex Japan notierte im Jahresverlauf niedriger (-3,0 % in Euro per

01.12.2023), der MSCI China gab indes weit mehr nach (-10,2 % in Euro per 01.12.2023).

Chinesische Aktien waren im Rückenwind der Hoffnungen, nach dem Ende der Zero Covid-Politik komme der kräftige Aufschwung, zuversichtlich ins Jahr gestartet. Im weiteren Zeitablauf drückten dann jedoch makroökonomische Faktoren die Kurse. Vor allem rückläufige Hauspreise in Verbindung mit einem schwachen Konsumentenvertrauen stellen die gegenwärtig größte Belastung im Reich der Mitte dar. Letzteres spiegelt sich in einer im Gegensatz zu westlichen Ländern niedrigen Inflationsrate wider. Im dritten Quartal 2023 lag diese mit -0,2 Prozent sogar im negativen Terrain, was in erster Linie auf sinkenden Nahrungsmittelpreisen beruhte.



Wir erwarten, dass die chinesische Regierung kontinuierlich auf eine Wiedergewinnung des Investoren- und Konsumentenvertrauens hinwirken wird - etwa durch Steueranreize oder Erleichterungen von Kreditbedingungen. Dies kann etwas mehr Zeit in Anspruch nehmen, zumal wir nicht mit schwergewichtigen monetären Maßnahmen rechnen.

Unser Überzeugungsgrad in den chinesischen Aktienmarkt ist damit etwas gesunken. Dennoch sehen wir angesichts des gegenwärtig schwachen Sentiments, der vergleichsweise niedrigen Bewertung (KGV des MSCI China Index unterhalb von 10) und der Chance auf eine Wiederaufholung der Kursnotierungen (Mean Reversion) eine taktische Kaufgelegenheit.

Langfristig stehen nicht unerhebliche Risiken in Zusammenhang mit einem Investment in den chinesischen Aktienmarkt. Hierzu zählen geopolitische Spannungen v. a. im Hinblick auf eine mögliche Eskalation um Taiwan sowie der seit einigen Jahren schwelende Handelskonflikt mit den USA.

Unter anderem letzterer fördert den Trend zur De-Globalisierung, die ohnehin Teil der Zielerreichung für

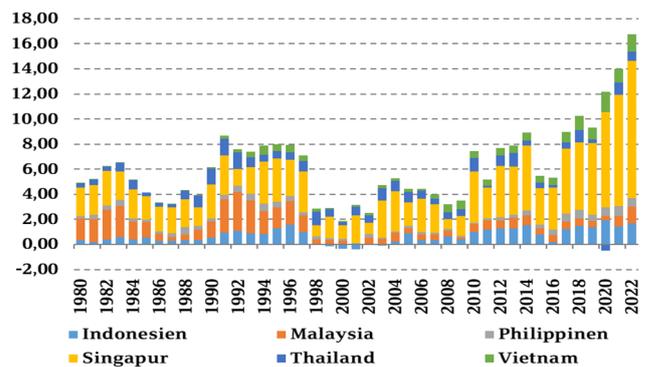
eine erfolgreiche Dekarbonisierung ist. Die Verkürzung von Lieferketten oder gar die Zurückholung der Produktion in die Nähe der Absatzmärkte trägt zur Reduktion von Treibhausgasen bei.

Lieferkettenstörungen in Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie - und insbesondere die mittlerweile aufgegeben Zero Covid-Politik Chinas - haben zu einem Umdenken geführt. In den kommenden Jahren ist mit einem Re- bzw. Friend-Shoring zu rechnen, bei dem es zu einer Diversifizierung der Lieferkette aus China in andere Länder mit idealerweise nicht autoritärem Regime kommt. Dies bedeutet nicht, dass China als Produktionsstandort westlicher Unternehmen vollständig aufgegeben wird - dafür ist das Reich der Mitte zu groß und ökonomisch bedeutend.

In der Vermögensanlage wenden wir uns daher zunehmend den Regionen und Ländern zu, die wahrscheinlich von einem Umlenken der Lieferketten profitieren werden. Hierzu zählt nach unserer Ansicht die ASEAN-Region. Dem Wirtschaftsverbund gehören Länder wie Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Singapur und Thailand (ASEAN-5) an, China explizit jedoch nicht.

Die ASEAN-5 verzeichnen ein überdurchschnittlich hohes Wirtschaftswachstum. Laut IWF wird das Bruttoinlandsprodukt kumuliert um 4,2 Prozent in 2023 zugelegt haben, für 2024 wird eine Rate von 4,5 Prozent prognostiziert.

ASEAN 6: Anteil an globalen ausländischen Direktinvestitionen (in %)

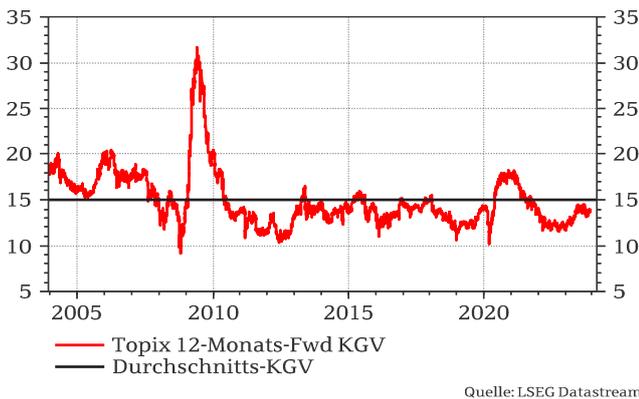


Quelle: UNCTAD, CEIC, Maybank IBG Research (2023)

Ein Hinwenden zur ASEAN-Region lässt sich bereits in Form steigender ausländischer Direktinvestitionen (ADI) feststellen. Auf die ASEAN-6 entfielen im Jahr 2022 nahezu 17 Prozent der globalen ADI. Im Vordergrund steht bislang Singapur mit einem Anteil von rund 11 Prozent. Der Stadtstaat läuft Hongkong mehr und mehr den Rang als Finanzhub im asiatisch-pazifischen Raum ab.

Gewinner des Re- und Friend-Shorings dürfte auch Japan sein. Das Land der aufgehenden Sonne eignet sich als bevölkerungsreiche Demokratie gut als Produktionsstandort. Zwar ist Japan mit der demografischen Überalterung wie kaum ein anderes Land konfrontiert, punktet gerade deswegen jedoch mit einem hohen Automatisierungsgrad und einer entsprechend angepassten Industrie. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem soliden Wachstum von 1 Prozent. Ein unterstützender Faktor ist zudem die nach wie vor recht günstige Bewertung des japanischen Aktienmarktes.

Japanischer Aktienmarkt: Attraktive Bewertung



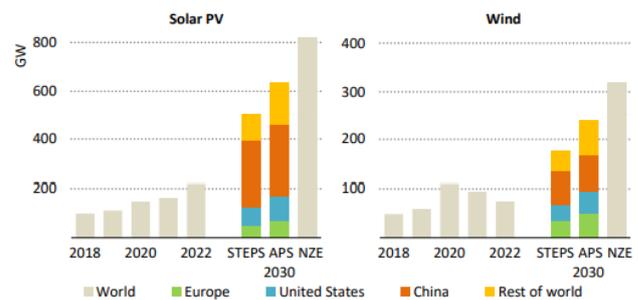
Wir empfehlen daher eine Positionierung in Aktienfonds, die sich auf eine Anlage in ASEAN-Ländern sowie in Japan konzentrieren. Ein Fonds-Engagement in beiden Regionen gleichzeitig steht nicht zur Verfügung, sodass zwei verschiedene Vehikel in Erwägung zu ziehen sind. Wir raten zu einem aktiven Fonds in der ASEAN-Region und einem ETF (Exchange Traded Fund) in Japan. Da wir eine weniger expansive Geldpolitik der japanischen Notenbank in 2024 erwarten, während die Fed und die EZB den restriktiven Modus voraussichtlich verlassen werden, sollte eine ETF-Anlage in japanische Aktien ohne Währungsabsicherung erfolgen.

De karbonisierung

Nicht besonders stark blies der Wind im wahrsten Sinne des Wortes für den Offshore-Bereich der Windenergie. Steigende Materialkosten, höhere Finanzierungszinsen und nach wie vor Engpässe in den Lieferketten führen dazu, dass Projekte teurer und mitunter gestrichen werden.

Die International Energy Agency (IEA) hat in dem im Oktober 2023 veröffentlichten World Energy Outlook die Entwicklung der Kapazitätswachse im Solar- und Windsegment nach Gigawatt (GW) aufgezeigt. Während Solar im Jahr 2022 dynamisch zulegen konnte, flaute sich das Tempo bei Wind das zweite Jahr in Folge ab.

Kapazitätswachse in einzelnen Szenarien

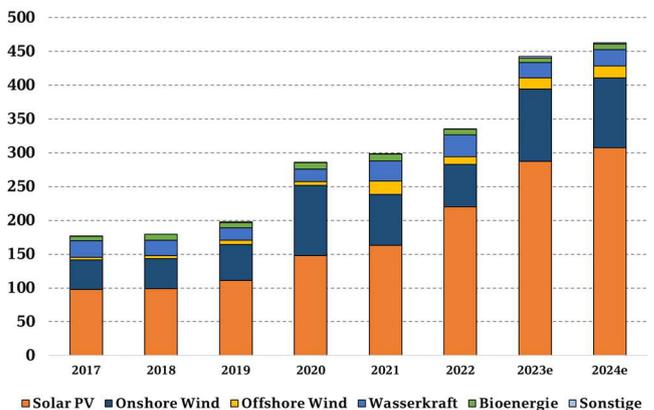


Quelle: IEA (2023, World Energy Outlook)

In den unterlegten Szenarien steht STEPS für den gegenwärtig beschlossenen politischen Pfad (Stated Policies Scenario), APS für angekündigte Klimaschutzmaßnahmen (Announced Pledges Scenario) und NZE für alle Vorhaben, die für die Begrenzung des Temperaturanstiegs auf 1,5 Grad Celsius notwendig sind (Net Zero Emissions).

Realpolitik in Form von schleppenden Genehmigungsverfahren oder nicht auf alle Teile der Gesellschaft gleichermaßen überwälzbaren Kosten der Transformation stellt die Erreichbarkeit vor allem des NZE-Szenarios in Frage. Dabei sollte „Net Zero“ angesichts zunehmender Extremwetter-Ereignisse wie Dürren oder Überschwemmungen alternativlos sein.

Kapazitätswachse nach Energiegewinnungsart



Quelle: IEA (2023, Renewable Energy Market Update)

Trotz abgesetzter Projekte im Offshore-Bereich oder der kriselnden europäischen Windturbinenhersteller beweist sich der Ausbau der Erneuerbaren Energien gegenwärtig als erstaunlich resilient. In der Einschätzung der IEA werden sich nicht nur die Kapazitätswachse im Solar-Segment in 2023 weiter erhöht haben, sondern auch der Bereich Onshore-Wind wird wieder spürbar an Fahrt aufgenommen haben.

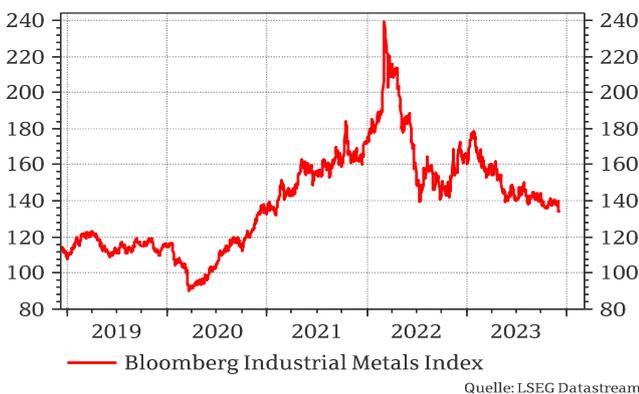
Die hohe mediale Aufmerksamkeit für die temporäre Schwäche des Offshore-Segments steht damit in keinem Verhältnis zu dessen bislang eher geringen Bedeutung bei der weltweit installierten Gesamtleistung zur Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien. Dabei ist es verständlich, dass das Kapital dort zur Verfügung gestellt wird, wo es eine attraktive Rendite bei überschaubaren Risiken erbringt.

Dies sehen wir tatsächlich bei gut gestreuten Direktinvestments in Solar- und Windanlagen, die in Form von European Long-Term Investment Funds (ELTIF) oder Infrastruktur-Sondervermögen erwerbbar sind. Bei diesen Anlagen stehen Renditen in einer Bandbreite von 3 bis 6 Prozent in Aussicht - mit den für wenig liquide Anlageklassen typischen Risiken.

Im Aktiensegment waren nachhaltige Anlagen, die auf eine Dekarbonisierung einzahlen, im Jahr 2023 wenig gefragt. Vor dem Hintergrund des erreichten Zinsgipfels und einer weiteren Entspannung bei erfolgreicher Inflationsbekämpfung erwarten wir, dass sich das Sentiment hier wieder aufhellen wird. Vor allem Geschäftsmodelle, die durch energie- und ressourceneffiziente Produkte sowie Dienstleistungen nicht nur CO₂ einsparen lassen, sondern auch wirtschaftliche Vorteile bringen, halten wir weiterhin für sinnvoll als Bestandteil in der Allokation.

Ebenfalls Anteil an der Strategie zur Dekarbonisierung nehmen bestimmte Industrie- und Spezialmetalle, die für eine erfolgreiche Energiewende unerlässlich sind. Diese verzeichneten im Jahr 2023 sinkende Notierungen im Zuge von geopolitischen und konjunkturellen Unsicherheiten.

Bloomberg Industrial Metals Index (USD)



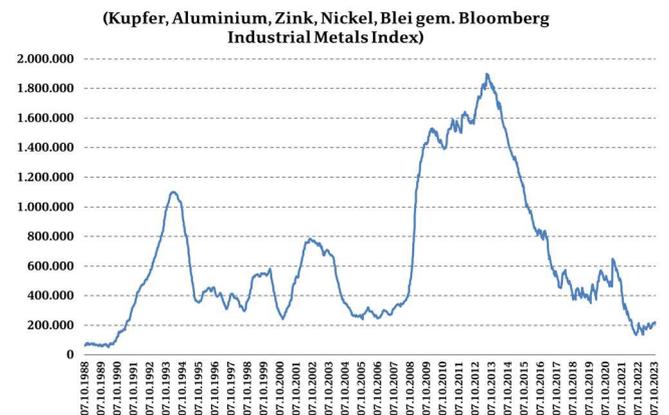
Kupfer stellt angesichts seiner hohen Leitfähigkeit ein wichtiges Basismetall für die Energiewende dar. Temporär verzeichnet das Metall rückläufige Notierungen. In China hat sich die Nachfrage v. a. in Zusammenhang

mit dem sich abkühlenden Immobilienmarkt abgeschwächt.

Eine hohe Bedeutung für die E-Mobilität weist Lithium auf. Das Spezialmetall stand aufgrund eines Überangebots und eines sich abschwächenden Absatzwachstums bei Elektrofahrzeugen unter Druck. Gleichwohl erwarten wir für das Jahr 2024 wieder steigende Notierungen. Die Nachfrage dürfte sich u. a. in China aufgrund der verlängerten Steuervergünstigungen für E-Fahrzeuge erhöhen.

Insgesamt stehen die Chancen gut, dass es zu einer Erholung bei Rohstoffen kommt, insbesondere in dem von uns angenommenen Basisszenario eines nur moderaten konjunkturellen Dämpfers in den USA. Weitere Unterstützung sehen wir in dem Fall, in dem sich die Investoren- und Konsumentenstimmung in China wieder aufhellt. Nicht zuletzt zeigen historisch niedrige Lagerbestände von Kupfer, Aluminium, Zink, Nickel und Blei bei der London Metals Exchange an, dass Potenzial für Kurssteigerungen infolge eines Lagerbestandsaufbaus besteht.

Lagerbestände der London Metals Exchange (in mt)



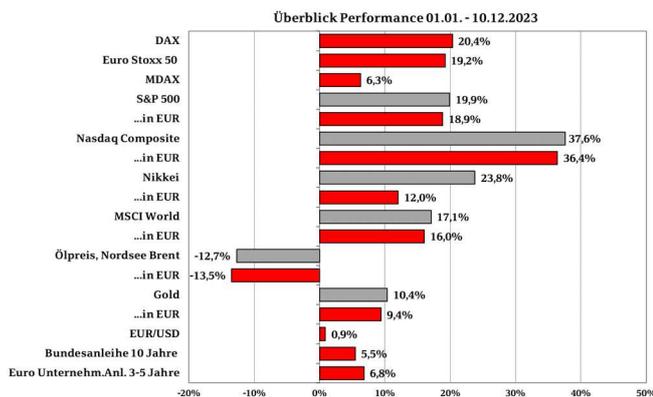
Quelle: Refinitiv

Rohstoffe bilden wir in der Allokation durch Aktien von Minenbetreibern ab. Hierbei konzentrieren wir uns auf Basis- und Spezialmetalle, die Grundlage für eine erfolgreiche Energiewende sind und deren Nachfrage strukturell steigen wird, während das Angebot aufgrund sich verlängernder Erschließungsdauern begrenzt wird.

Da Minenbetreiber in besonderem Maße von Nachhaltigkeitsaspekten betroffen sind (u. a. CO₂-Emissionen, Abfälle und Abwasser, Sicherheit am Arbeitsplatz), empfehlen wir, bei der Anlage in Aktien von Minengesellschaften Investmentfonds, die Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen.

Anlagestrategie: Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten

Wer hätte das gedacht? Die Ausgangsposition für 2023 war wirklich nicht günstig, lagen doch die bekannten außerordentlichen Belastungsfaktoren, wie der Ukraine-Krieg, Corona, Energieknappheit mit teilweise explodierenden Preisen, Störungen der Lieferketten und vor allem beängstigend hohe Inflationsraten über den Volkswirtschaften. Trotz dieser massiven Störungen geht das Krisenjahr 2023 als ein überaus erfolgreiches in die Börsen-Geschichtsbücher ein. Dies gilt umso mehr, weil alle relevanten liquiden Anlageklassen zu diesem Erfolg beigetragen haben.



Quelle: LSEG Datastream

Das ausgeprägte Zins-Stakkato der beiden großen Notenbanken hat uns einerseits zu einer inversen Zinsstrukturkurve geführt und andererseits die kurzfristigen Geldanlagen wieder attraktiv gemacht. Zudem setzte sich die Neubewertung aller Anlagen, insbesondere der Immobilien fort, verlangen Käufer doch eine auf den wieder existierenden Zins angepasste Rendite. Mit anderen Worten: Der Zins gibt die Richtung vor und alle Anlagen justieren sich mit ihren Preisen auf dieses neue Niveau. Zugegebenermaßen ein nicht einfacher Prozess, den festverzinsliche Wertpapiere weitgehend bereits im Jahr 2022 hinter sich gebracht haben.

Der Blick zurück, auch wenn er für 2023 ein positiver ist, hilft aktuell nur begrenzt für zukünftige Anlageentscheidungen, er zeigt aber überaus deutlich, dass an den Börsen Erwartungen und weniger die Gegenwart gehandelt werden. Und dabei hat der Kapitalmarkt einmal mehr ein gutes Näschen bewiesen, indem er unterstellt hat, dass im Jahresverlauf 2023 ein Gutteil der Blockaden aus dem Weg geräumt bzw. an Brisanz verlieren werden: Corona, Lieferengpässe, Energieknappheit, aus dem Ruder gelaufene Inflationsraten und ein daraus resultierender scharfer wirtschaftlicher Absturz. Geblieben sind der unsägliche Ukraine-Krieg mit den weiteren Spannungen in der Geoökonomie, das

stagflationäre Umfeld in vielen Teilen Europas, die kaum mehr vorhandene Gestaltungsfähigkeit der Politik und die immensen Herausforderungen bei der Bekämpfung des Klimawandels. Die Schussfolgerungen für 2024 beinhalten einerseits die Aussage, dass viele vor einem Jahr noch vorherrschende Hindernisse nicht mehr in dem ehemaligen Ausmaß belasten oder sogar gänzlich überwunden sind. Dies führt zu einer besseren Sicht mit wieder zunehmender Prognosequalität und einem insgesamt verbesserten Umfeld. Andererseits ist es angesichts der verbliebenen Herausforderungen beileibe nicht so, dass wir von einer zurückgekehrten Normalität mit kleinen Schwachstellen in der „B-Note“ sprechen können. Insbesondere der strategische Ausblick bleibt in der Geoökonomie höchst ungewiss. Die weltwirtschaftlichen Kraftzentren formieren sich neu, die einseitige Ausrichtung auf die USA dürfte durch neue Bündnisse des globalen Südens ergänzt werden, wobei die Rolle Europas unklar bleibt. Einzelne Ereignisse, wie die anstehenden Wahlen in den USA sorgen für eine maximale Verunsicherung, da sie Richtung und Geschwindigkeit der Veränderung maßgeblich beeinflussen können. Entscheidend dürfte aber sein, ob der Wettstreit der Systeme konstruktiv oder ob er feindschaftlich bis hin zu militärischen Auseinandersetzungen geführt wird. So oder so befinden wir uns in einer Übergangsphase - **in ungeordneten Zeiten**.

Deutschland muss sich dabei ganz besonders anstrengen, war es doch mit seiner billigen Energie aus Russland und den weltweit nachgefragten Produkten der Globalisierungsgewinner. Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass die deutsche Volkswirtschaft in 2024 erneut die Nachhut bilden wird. Auch der wichtige Handelspartner Deutschlands, China, hat spätestens seit diesem Jahr an Renommee verloren. Einerseits wachsen die Zweifel, ob das Reich der Mitte seinen darbenenden Immobilienmarkt stabilisieren, das Vertrauen der Bevölkerung und der Investoren zurückgewinnen kann und andererseits wird es unter den großen Wirtschaftsnationen auch in 2024 die mit Abstand höchste Wachstumsrate aufweisen. Profiteur dieser geopolitischen Neuorientierung könnte Japan werden. Nach einer sehr langen Phase zwischen Deflation und Stagnation könnte Japan mit seinen Reformen auf der Unternehmensebene zum Gewinner des neuen Credo des Friend-Shoring werden. Am interessantesten dürfte die konjunkturelle Entwicklung in den USA sein. Schließt sich dem überraschend hohen Wachstum in 2023 eine Rezession an, oder segelt Amerika auch in 2024, zwar mit nachlassendem Tempo, aber ohne

große Taucher durch die krisengeplagte Welt? Wir glauben an zwei schwache Auftaktquartale mit anschließender Stabilisierung, so dass unter Ausklammerung statistischer Basiseffekte keine Geschwindigkeit im Wachstum aufgenommen wird. Was heißt dies nun für die Positionierung von Kapitalanlagen?

Die erste Devise ist und bleibt bei derart ungeordneten Zeiten möglichst breit und international unterwegs zu sein. Dies heißt dann aber auch zwangsläufig, die USA stark zu gewichten. Für positive Überraschungen könnte als Beimischung Japan sorgen. Europa wiederum bietet sich angesichts tiefer Bewertungen für hohe Ausschüttungen von Dividenden an. Da das zukünftige Wachstum von den Ländern des globalen Südes zu erwarten ist, mit Schwerpunkten in Asien, bleiben wir bei einer strategischen Beimischung von Schwellenländern mit dem Fokus auf die ASEAN-Staaten.

Bei der Stilausrichtung favorisierten wir bislang eine Mischung aus Wachstum und Substanz, insbesondere, weil die Favoritenwechsel in einer Geschwindigkeit vollzogen wurden, die kaum nachvollziehbar gewesen wäre. Im Nachhinein wäre aufgrund der Rallye bei den sogenannten AMAFANT-Aktien eine noch stärkere Fokussierung auf Wachstum, allerdings ist hiermit der US-Technologiesektor gemeint, noch ertragreicher gewesen. Für die kommende Periode dürfte aus der taktischen Perspektive das Wachstum in den USA von besonderer Bedeutung sein: Kommen die USA auch durch diese Phase ohne größere Blessuren, dürften die Markterwartungen schneller und ausgeprägter Zinssenkungen eher enttäuscht werden, ist dem nicht so, lastet die Konjunkturschwäche auf den Bilanzen der Unternehmen und Staatsanleihen zählen zu den Gewinnern. Unsere Antwort auf diese Phase heißt Qualität, sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen. Bei einer möglichen Wachstumsdelle dürften sich bilanzielle Stärke und robuste Geschäftsmodelle am besten schlagen, auch wenn die Bewertung dieser Anlagen vergleichsweise hoch ist - auch hier hat Qualität seinen Preis. Nach dieser defensiven Startphase könnte dann auch mit Blick auf 2025 die Aufstellung offensiver ausgestaltet werden. Bei Anleihen heißt dies schlechtere Bonitäten mit höheren Renditen und bei Aktien eine niedrigere Bewertung mit konjunktursensibleren Geschäftsmodellen. Als Initialzündungen kommen dafür Impulse aus dem Wiedererstarken der chinesischen Volkswirtschaft oder stärker als erwartete Inflationsrückgänge gepaart mit spürbaren Zinssenkungen der Notenbanken in Betracht. Für zyklische Komponenten erscheint es daher noch zu früh, dies gilt sowohl für eine Ausweitung des Engagements bei Rohstoffen als

auch bei den zugegebenermaßen sehr preiswerten konjunktursensiblen Aktien. Hierfür bedarf es einfach eines breit angelegten Stimulus beim weltwirtschaftlichen Wachstum und da zeigt der Pfeil derzeit eher gen Süden. Anders verhält es sich bei Gold, das wir auch im Segment der Rohstoffe subsumieren. Als Krisenmetall bekannt, erscheint uns diese Funktion gerade in ungeordneten Zeiten weiterhin wichtig und bleibt somit unangetastet. Aber auch Gold muss sich dem Wettbewerb mit dem Zins stellen und hier sprechen der vergleichsweise hohe Preis, rückläufige Inflationsraten und eine attraktive Verzinsung der US-Staatsanleihen gegen einen Ausbau der Position.

Die Bestandsaufnahme bei unseren Trendthemen fällt sehr gemischt aus, wenngleich nicht eine Jahresperformance ausschlaggebend sein darf, denn es sind langfristige strukturelle Veränderungen, auf die unsere Themen einzahlen. Um mit dem Positiven - und auch weiterhin gesetzten - „D“ der **Digitalisierung** zu beginnen, lässt sich für dieses Thema eine außerordentlich gute Note vergeben. Nicht nur die erwähnten AMAFANT, auch andere Spezialitäten, wie Industrie 4.0/Automatisierung stehen ganz oben auf der Treppe. Das Zauberwort Künstliche Intelligenz darf hier nicht fehlen, da gerade in vielen Teilen der westlichen Welt die Notwendigkeit von Wachstumssteigerungen offen zu Tage tritt. Die **Demografie** mit dem offensichtlichen Fachkräftemangel kostet Wachstum, insofern muss diese Einbuße durch Produktivitätssteigerungen zum Beispiel aus der KI wettgemacht werden. Viele Unternehmen werden es sich angesichts des Wettbewerbsumfeldes gar nicht leisten können, nicht weiter in Digitalisierung zu investieren. Auch wenn aus wissenschaftlicher Perspektive kein Weg an der **Dekarbonisierung** vorbeigeht, waren die kurzfristigen Entwicklungen an den Börsen eher ernüchternd. Unternehmen von Erneuerbaren Energien litten unter Bewertungskorrekturen aufgrund des Zinsanstieges, deutlich gestiegenen Material- und Herstellungskosten sowie unter einem allgemeinen Stimmungsumschwung. Angesichts der Notwendigkeit, im Sinne des Klimawandels vorankommen zu müssen und die Abhängigkeit von fossilen Energieträgern weiter abzubauen, halten wir auch aufgrund der mittlerweile sehr attraktiven Bewertung an dem Thema fest. Die sich weiter verändernden weltpolitischen Rahmenbedingungen stellen Unternehmen aber auch Staaten auf die Probe. Letztere müssen verstärkt in Sicherheit investieren, was per se erstmal unproduktiv ist und gleichzeitig sind sie aufgefordert, neue Bündnisse auch auf der ökonomischen Seite zu gestalten. Die Konsequenzen in Form von höherer

Verschuldung und begrenzten Spielräumen in der Verteilung sind aktuell sehr klar sichtbar und dürften tendenziell für etwas höhere Renditen bei Staatsanleihen sorgen. Dies sollte sich angesichts der Leitfunktion von Staatsanleihen auch generell auf das Zinsniveau übertragen. Das Credo der Unternehmen, die Wertschöpfung durch internationale Arbeitsteilung immer weiter zu erhöhen, hat mit Corona ein jähes Ende erfahren. Nicht mehr der alleinige Aspekt des Preises ist maßgeblich, sondern die Verfügbarkeit, gekoppelt mit den ESG-Kriterien. Diese Strategie des Friend-Shoring oder auch De-Risking wird zweifelsohne teurer aber eben auch sicherer sein. Bei den Unternehmen ist angesichts der **De-Globalisierung** eine verstärkte Hinwendung zur Automatisierung und Digitalisierung die direkte Folge. Die Länder des globalen Südens werden, anders als in der Vergangenheit, eine aktive Rolle einnehmen und an wirtschaftlichem und politischem Einfluss gewinnen. Inwieweit dies auch für Anleger interessant sein wird, erscheint noch unklar. Wir sehen in diesem Umfeld Chancen für Japan und belassen es bei unserem ASEAN-Engagement.

Bei den **Anleihen** halten wir vier Aspekte für besonders relevant:

- **Positiver Realzins:** In der Erwartung, dass sich die aktuellen Inflationsraten weiter reduzieren werden und mittelfristig um die Marke von 2,5 Prozent schwanken sollten, ergibt sich daraus bei den heute zu erzielenden Renditen ein positiver Realzins. Dies ist insofern von entscheidender Bedeutung, gelingt doch ein Ausbau des Vermögens, auch nach der unterstellten Preissteigerung.
 - **Laufzeitreppe:** Unbenommen erscheinen Renditen von kurzlaufenden Anleihen und Termingeldern aktuell höchst interessant. Die Gründe liegen in der absoluten Höhe und im Verlauf der Renditenstrukturkurve. Letztere ist derzeit invers, was besagt, Kurzläufer rentieren höher als Langläufer. Diese Anomalie tritt in der Regel dann auf, wenn Notenbanken angesichts zu hoher Inflationsraten ausgeprägtere Zinserhöhungen vornehmen und die Marktteilnehmer erwarten, dass die Inflation sich wieder zurückbildet und in einem nächsten Schritt wieder Zinssenkungen vorgenommen werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass es auch diesmal so kommt, ist groß. Diejenigen, die nur im kurzfristigen Laufzeitenbereich unterwegs sind, unterstellen entweder, dass es diesmal anders ist, oder ihnen ein perfektes Umschaltspiel gelingt von kurz nach lang. Letzteres dürfte allerdings nur
- in der Theorie funktionieren, so dass es unsere klare Empfehlung ist, eine ausgewogene Zinsstruktur mit Fälligkeiten über alle Laufzeiten aufzubauen. Alles andere würde bei Institutionellen Anlegern als eine Form von Wette angesehen werden.
- **Diversifikation/Risikoreduzierung:** Mittels einer ausgewogenen Vermögensstruktur sollen zuerst Risiken reduziert werden. Dies gelingt immer dann besonders gut, wenn sich die einzelnen Anlagen bei bestimmten Ereignissen nicht gleichgerichtet entwickeln. In aller Regel ist dies mittels eines Krisen-Szenarios zu veranschaulichen. Schlechtere ökonomische Aussichten belasten durch Verkäufe die Aktienkurse. Im Gegenzug suchen die Investoren Sicherheit, indem Staatsanleihen gekauft werden, deren Kurse steigen und das Zinsniveau von bonitätsstarken Anleihen sinkt. Die größten Kurszuwächse und damit auch die positivste Schutzfunktion erzielen Langläufer. Insofern ist es auch von dieser Seite aus wichtig darauf zu verweisen, dass langlaufende Anleihen in aller Regel die Robustheit von Vermögenstrukturen erhöhen.
 - **Vielfalt:** Im Gegensatz zu Aktien, wo wir zum Beispiel zwischen Substanz- und Wachstumsaktien unterscheiden, ist die Vielfalt bei Anleihen sehr viel größer. Hier bietet sich ein wirklich sehr breites Spektrum. Angefangen bei der Laufzeit und der Bonität des Emittenten geht es weiter mit der Besicherung (Pfandbriefe), der Rangfolge bei Zahlungstörungen, bis zur variablen Zahlung bei bestimmten Ereignissen. Auch wenn diese Kriterien nur einen Ausschnitt wiedergeben, so ist doch klar erkennbar, dass das Spektrum extrem groß ist, oder einfacher gesagt: Es ist für jeden etwas dabei. Und hier gilt es nach unserer Einschätzung, genau dies auch zu nutzen. Im Ergebnis wird die Vielfalt bei Festverzinslichen zur Robustheit und Planbarkeit des Segmentes Anleihen beitragen.
- Neben den genannten Kriterien leitet uns, eher von der taktischen Sicht kommend, eine Qualitätsstrategie bei der Emittentenauswahl. Sollte es wider Erwarten zu einer deutlicheren Abkühlung der weltwirtschaftlichen Aktivitäten kommen, erscheint die Robustheit und Bilanzqualität des Emittenten ausschlaggebend, um nicht der Gefahr von (zwischenzeitlichen) Kursverlusten ausgesetzt zu sein.

Bei **Ergänzungsanlagen**, vielfach auch unter der Kategorie Strukturierte Produkte zusammengefasst, ergeben sich wohl die meisten Möglichkeiten, ein bestimmtes Zahlungsprofil zu kreieren. Für uns gilt dabei die Maxime: Es muss verständlich und transparent sein und für den Anleger einen klaren Nutzen bringen. Dabei haben wir uns im Kern auf die Varianten Fixkupon und Aktienindexanleihe festgelegt. Beide sind der Anlageklasse Aktien zuzurechnen und verfügen über eine attraktive Ertragskomponente die oberhalb von durchschnittlichen Anleihen und Dividendenrenditen liegt. Auch hier gilt es die Emittentenqualität des Strukturierten Produktes im Auge zu behalten und eine Chancenabwägung vorzunehmen. Während in der Regel Fixkupon mit einer sehr tiefen Barriere über eine konservative Ausstattung verfügen, eignen sich Aktienanleihen auf Indizes für den „verbilligten“ Kauf bei einer abwärts gerichteten Börsenentwicklung. Somit sollte bereits bei Kauf des Produktes eine mögliche Rückzahlung in Aktien einkalkuliert werden. Insgesamt profitieren auch Ergänzungsanlagen von der Rückkehr des Zinses und sind gerade für Kunden, die höhere Ausschüttungen anstreben, eine attraktive Beimischung.

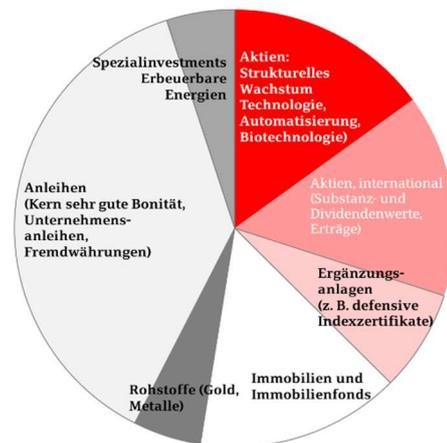
Immobilien, auch als Betongold bezeichnet, konnten ihre Robustheit in der Phase sehr hoher Inflation nur bedingt unter Beweis stellen. Die Kraft des Zinses war dann doch zu groß, so dass die erhoffte Stabilität nicht zum Tragen kam. Dabei darf allerdings nicht unberücksichtigt bleiben, dass der Wert von Immobilien in der Phase des Null-Zinses unnatürlich und teilweise extrem emporgeschossen ist. Dieser Bewertungsüberhang wird nunmehr eher sukzessive abgebaut und dem neuen Zinsumfeld angepasst. Wann dieser Prozess als beendet bezeichnet werden kann, ist kaum prognostizierbar. Es mehren sich jedoch die Anzeichen, dass auch das Jahr 2024 noch dafür herhalten könnte. Käufer und Verkäufer haben wohl den neuen Gleichgewichtspreis - auch mangels Transaktionen - noch nicht gefunden. Für uns ergeben sich für die Anlageklasse 4 Schlussfolgerungen:

- Energetisch gute Bestandsimmobilien in gesuchten Lagen werden auch zukünftig ein begehrtes Anlageobjekt darstellen.
- Angesichts gesunkener Ankaufspreise und stabiler bzw. anziehender Mieten steigen auch die zukünftigen Renditeerwartungen.
- Über alles sollte der Anteil der Immobilien in der Vermögensallokation eher abnehmen, da Anleihen in den unterschiedlichsten Spielarten den Immobilien Terrain wegnehmen.

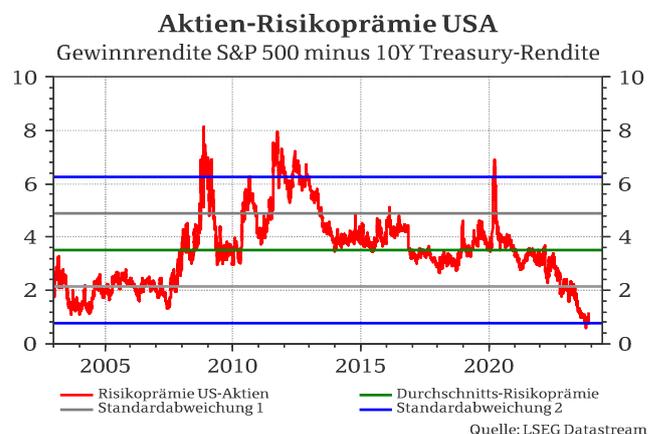
- Gerade der Privatanleger hat mittels der Immobilienfonds die Möglichkeit, in eine Anlageklasse zu investieren, die gerade nicht liquide ist und somit als ein wichtiger Baustein die Vermögenstruktur stabilisiert.

Allokation/Vermögensstrukturierung: In unserem Portfolio mit einer mittleren Risikobereitschaft spiegeln sich die Kernpunkte der Anlagestrategie 2024: **Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten.** Neben den Haupt-Anlageklassen Aktien und Anleihen etablieren wir Unternehmerische Beteiligungen, Immobilien, Rohstoffe und Ergänzungsanlagen in Form von Strukturierten Produkten.

Vermögensstruktur: In der Vermögensstruktur wird beispielhaft für einen Kunden mit mittlerer Risikobereitschaft die Aufteilung der Anlagemittel vorgenommen.



Im Vergleich zu den Vorjahren konnten Anleihen ihr Gewicht zu Lasten von Aktien, Strukturierten Produkten und Immobilien ausbauen. Auch im Hinblick auf den Aspekt der Bewertung ergibt sich im Vergleich Aktien zu Anleihen ein Vorteil zu Gunsten der Anleihen. Angesichts der historisch geringen Prämie für Aktien, können Anleihen auch hier punkten.



Das wohl stärkste Argument für Anleihen resultiert aus dem Zusammenhang der erwarteten durchschnittlichen Inflationsraten und den zu erzielenden Erträgen: Ein realer Kapitalerhalt ist nach etwa 10jähriger Abstinenz wieder möglich. Nicht unerwähnt sollte an dieser Stelle bleiben, dass dieses Ziel mit Liquidität nicht zu erreichen war (die durchschnittliche erzielte Rendite von Liquidität in den letzten drei Dekaden liegt unterhalb der aktuellen Inflationserwartungen).

In den einzelnen Teilsegmenten verfolgen wir eine Qualitätsstrategie, folglich favorisieren wir bonitätsstarke Emittenten mit robusten Geschäftsmodellen. Zudem fokussieren wir uns auf unsere drei ausgearbeiteten Leitlinien:

Aus der **taktischen Perspektive** starten wir mit einer defensiven Aufstellung. Für zyklische Branchen erscheint es angesichts des schwachen weltwirtschaftlichen Wachstums, der im rezessiven Bereich befindlichen industriellen Frühindikatoren und der trüben Gewinnaussichten noch deutlich verfrüht. Eine höhere Gewichtung erfahren die Segmente Nahrungsmittel und Versorger. Entscheidend für den Jahresverlauf dürfte die Entwicklung in den USA sein. Geraten die Vereinigten Staaten in die Rezession, werden die Hoffnungen auf noch stärkere Zinssenkungen zwar beflügelt, die Unternehmensgewinne sollten aber leiden. Ein weiterhin robuster US-Wachstumskurs wird wiederum dazu führen, dass die Notenbank dem Thema Zinssenkungen sehr reserviert bis ablehnend gegenübersteht. Insofern hängt auf kurze Sicht weiterhin viel von der Inflationsentwicklung ab. Je stärker und nachhaltiger sich die Preissteigerung auf dem Zielwert der Notenbanken befindet, desto dynamischer die Entspannung auf der Zinsseite und damit der Stimulus für die Konjunktur. Sehr positive Überraschungen bei der Inflation und/oder ein Erstarken der Wirtschaft Chinas sind Katalysatoren für mehr Wachstum und höhere Aktienstände. Leider gilt dies auch bei Enttäuschungen dieser möglichen Auftriebskräfte. Sollte sich das bessere kurzfristige Szenario durchsetzen, werden wir aus heutiger Sicht die Aufstellung offensiver ausgestalten. Dies schon jetzt zu terminieren, erscheint wenig sinnvoll, da einfach die entsprechende Datenlage nicht existiert.

Fazit Anlagestrategie:

Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten

- Die Zeiten bleiben ungeordnet,
- Laufende Erträge lassen einen realen Kapitalerhalt erwarten,
- Die 4 „Ds“ bleiben mit dem Kern Digitalisierung in der Umsetzung,
- Der „Free Lunch“ der Diversifikation sollte genutzt werden,
- Qualitätsstrategie bei Anleihen und Aktien,
- Anleihen sind attraktiv: Aufbau Laufzeitenstruktur und Rententeilsegmente,
- Vermögensstrukturen werden durch eine große Vielfalt bei Anleihen resilienter, robuster und konservativer.

Branchenüberblick

Branchen / Aktuelle Haspa- Gewichtung

Benchmark (Vergleichsmaßstab Euro Stoxx 50)

Branchen / Aktuelle Haspa- Gewichtung	Sektortrends / Rahmenbedingungen 2024
Automobil / -zulieferer 5,0% 6,2%	<ul style="list-style-type: none"> • Ende der Lieferengpässe sorgt für Verlust an Preissetzungsmacht • Hohe Kosten für den Wandel zum E-Antrieb • Schwache Konsumentennachfrage dürfte belasten
Banken / Finanzdienstleister 15,0% 12,3%	<ul style="list-style-type: none"> • Positive Wirkungen des Zinsanstieges laufen verstärkt aus • Dank sehr guter Kapitalausstattung locken hohe Dividenden und Aktienrückkäufe
Bau / -zulieferer 5,0% 2,9%	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Zinsen und geringere Finanzspielräume belasten die Bautätigkeit • Managed Lanes bleiben ein attraktives Wachstumsfeld in den USA
Chemie 5,0% 4,2%	<ul style="list-style-type: none"> • Rezessionsstimmung angesichts fehlender Aufträge • Hohe Energie- und Rohstoffkosten belasten die Geschäfte • Talsohle scheint erreicht, zarte Hoffnungen auf Trendwende in 2024
Gesundheit & Pharma 10,0% 5,9%	<ul style="list-style-type: none"> • Demographischer Wandel unterstützt längeren Wachstumsausblick • Hohe Innovationskraft im Bereich Biotechnologie • Defensive Charaktere mit Nachholpotenzial
Grund- und Rohstoffe 0,0% 0,0%	<ul style="list-style-type: none"> • Viele Metalle sind ein wichtiger Baustein für die Energiewende • Branche bleibt aus ESG-Sicht schwierig
Immobilien 0,0% 0,0%	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Zinsen belasten Bewertung und Bilanzen • Preiswerter Wohnraum bleibt gefragt, Mietsteigerungen nehmen zu • Moderater LTV bleibt wichtiges Unterscheidungsmerkmal
Industrie 10,0% 12,5%	<ul style="list-style-type: none"> • Ungebrochener Trend zur Digitalisierung/Automatisierung • Frühindikatoren stabilisieren sich auf niedrigem Niveau • Fiskalische Impulse schwächen sich ab
Konsum 10,0% 15,6%	<ul style="list-style-type: none"> • Für Luxuswarenanbieter bleibt China im Fokus • Das Konzept und die Umsetzung machen den Unterschied
Medien 0,0% 0,3%	<ul style="list-style-type: none"> • Gewinne stehen fast durchweg unter Druck • Niedrige Bewertung und teilweise Übernahmephantasie als Pluspunkte
Nahrungsmittel & Getränke 10,0% 4,2%	<ul style="list-style-type: none"> • Branchenbewertung ist zuletzt deutlich günstiger geworden • Entlastungen auf der Rohstoffseite bieten Perspektive für 2024
Öl & Gas 0,0% 5,6%	<ul style="list-style-type: none"> • Branche generiert auch auf reduziertem Ölpreisniveau hohe Gewinne • Verwendung der hohen Cashflows steht verstärkt im Fokus
Technologie 10,0% 16,1%	<ul style="list-style-type: none"> • „Künstliche Intelligenz“ in aller Munde • Spürbare Erholung der Halbleiterumsätze erwartet • Hohe Bewertung muss mit Profiten unterfüttert werden
Telekommunikation 5,0% 2,4%	<ul style="list-style-type: none"> • Gegenwind durch steigende Zinsen lässt nach • Recht unterschiedliche Investitionserfordernisse (Glasfaser, 5G) • Branche immer noch sehr moderat bewertet
Versicherungen 5,0% 7,8%	<ul style="list-style-type: none"> • Preiserhöhungen bleiben eine Stütze • Starke Kapitalausstattung sichert hohe Dividendenrenditen ab • Höheres Zinsniveau hilft der Branche
Versorger 10,0% 4,0%	<ul style="list-style-type: none"> • Unsicherheit über die Rentabilität von Investitionen in Erneuerbare Energien sorgt für hohen Bewertungsdiscount • Hohe Verschuldung macht Branche zum Profiteur sinkender Zinsen

Herausgeber

Hamburger Sparkasse AG
Adolphsplatz 3, 20457 Hamburg
Telefon: (040) 35 78 - 0
Telefax: (040) 35 78 - 934 18
Internet: www.haspa.de

Ersteller

Hamburger Sparkasse AG
Treasury / Marktanalytik
Adolphsplatz 3
20457 Hamburg

Datum der Erstellung

11. Dezember 2023

Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Refinitiv

Dieses Dokument wurde vom Treasury / Marktanalytik der Hamburger Sparkasse erstellt. Es ist nur für Informationszwecke gedacht und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Einschätzungen und Meinungen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig erachten. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbständigen Anlageentscheidung. Alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen können ohne Benachrichtigung geändert werden. Dieses Dokument darf nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der hierin genannten Wertpapiere verstanden werden. Vervielfältigung nur mit Quellenangabe gestattet.