

Frankfurt am Main, den 23. Dezember 2023

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Von ausgeprägter Risikobereitschaft gekennzeichnet, läutete der November einen versöhnlichen Ausklang des Jahres an den Finanzmärkten ein. So verzeichnete der US-amerikanische *S&P 500* einen Kursanstieg von +8,9% (seit Jahresbeginn+19,0%), der deutsche *Dax* +9,5% (+16,5), der europäische *STOXX Europe 600* +6,4 (+8,6%) und der japanische *Nikkei 225* +8,5% (+28,3%, jeweils in lokaler Währung). Mit einem Monatsplus von +5,8% markierte der breite globale Aktienindex *MSCI ACWI* damit einen Anstieg seit Jahresbeginn von 14,1% (in EUR). Nicht nur auf Monatsbasis, sondern auch im Jahresverlauf blieben die Aktienmärkte der Schwellenländer deutlich hinter den Industrieländern zurück. So notierte der *MSCI Emerging Markets* mit einem Monatsanstieg von +4,6% seit Jahresbeginn mit +3,4% nur sehr verhalten positiv.
- Bemerkenswert war diese Risikofreude insofern, als der vorangegangene Monat durch den Überfall der Hamas auf Israel von starker Risikoscheu geprägt war. Unwägbarkeiten bezüglich einer eventuellen Eskalation und möglichen Auswirkungen auf die Energiemärkte ließen Anleger die sogenannten sicheren Häfen aufsuchen, insbesondere Staatsanleihen und Gold (im Monatsverlauf +7,5% in USD). Dementsprechend deutlich notierten die Aktienmärkte im Oktober im Minus, zum Beispiel der deutsche *DAX* mit -4,4% oder der globale *MSCI ACWI* mit -3,6% (jeweils in EUR).
- Bedeutender als die ausbleibende Eskalation im Nahen Osten dürfte sich im November allerdings der wachsende Optimismus ausgewirkt haben, dass mit sinkender Inflation die Leitzinsen nicht weiter erhöht würden. In den USA betrug die Inflationsrate im November im Vergleich zum Vorjahresmonat lediglich noch 3,1%, weniger als die Hälfte des Wertes von 6,5% vom Dezember 2022. In der Eurozone sank dieser Wert, verglichen mit den 9,2% vom vergangenen Dezember, im Jahresverlauf sogar auf 2,4%. Beide Werte lagen unter den Erwartungen. Schon für das Frühjahr 2024 erwarten viele Marktteilnehmer nun sukzessive Zinssenkungen durch die westlichen Zentralbanken.
- Damit einher ging die Erwartung, dass die Weltwirtschaft weiterhin auf einem moderaten Wachstumspfad bleiben würde mit sinkender Wahrscheinlichkeit einer Rezession. So bestätigte der Internationale Währungsfonds (IWF) im Oktober seine Erwartung vom Juli, dass die Weltwirtschaft in diesem und dem kommenden Jahr mit jeweils 3,0% bzw. 2,9% moderat zulegen würde. Erwähnung verdient, dass die Prognose für die USA optimistischer ausfiel als zuvor, für Europa dagegen skeptischer. Dies war im Einklang mit robusten Daten, wonach das Wachstum der USA im dritten Quartal annualisiert mit 5,2% eine beachtliche Dynamik aufwies, der Einigung im US-amerikanischen Kongress auf einen Übergangshaushalt, der die kurzfristige Schließung der staatlichen Einrichtungen vermeiden konnte, und der robusten Verfassung des US-amerikanischen Arbeitsmarktes. Damit kann die US-amerikanische Wirtschaft weiterhin als Lokomotive der Weltwirtschaft bezeichnet werden, auch vor dem Hintergrund abnehmender Wachstumsdynamik in China.
- Mit sinkender Inflation gingen im November sinkende Marktzinsen einher, sowohl bei kurzen als auch bei längeren Laufzeiten. So sank die Rendite zweijähriger US-amerikanischer *Treasuries* im November von 5,06% auf 4,71%, die zehnjährigen rentierten am 30. November mit 4,34% deutlich unter dem Wert zum Monatsbeginn (4,85%). Analog sank die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen, die im November von 2,77% auf 2,48% fiel und damit den Renditeanstieg seit Beginn des Jahres verzehrte (Jahresbeginn: 2,50%).
- Die Entwicklung einzelner Sektoren kann insofern als erwartungsgemäß beschrieben werden, als Wachstumstitel im November stärker zulegten als sogenannte Substanztitel. Nach wie vor geprägt von den sogenannten *Magnificent 7* – den durch ihre bedeutende Kapitalisierung dominierenden US-

amerikanischen Technologiekonzernen *Alphabet, Meta Platforms, Amazon, Apple, Microsoft, Nvidia* und *Tesla* – verzeichneten Wachstumsunternehmen mit einem Monatsgewinn von +7,5% eine Entwicklung seit Jahresbeginn von +25%, deutlich höher als der breite Aktienindex mit 14,1% (jeweils bezogen auf die entsprechenden Segmente in der Indexfamilie des *MSCI ACWI*, jeweils in EUR).

- Die Entwicklung einzelner Segmente im ausklingenden Börsenjahr ist allerdings im Spiegel des Vorjahres zu bewerten. Trotz ihrer dynamischen Entwicklung in diesem Jahr – wie zum Beispiel des US-amerikanischen Technologieindex *Nasdaq-100* mit einer Entwicklung von ca. 46% seit Jahresbeginn (in USD) – notierten die Indizes von Wachstumsunternehmen wegen der starken Einbrüche im Vorjahr zum 30. November in der Regel noch immer unter ihrem Stand vom 1. Januar 2022. Defensivere Segmente und Substantitel verzeichneten über diesen Zeitraum dagegen ein moderates Plus (zum Beispiel der *MSCI ACWI Value* mit +2,2%, in EUR). Deutlich zurück blieben dagegen die Rentenmärkte, deren Indizes zum 30. November durch die gestiegenen Zinsen nach wie vor deutlich im Minus notierten.

Unsere Einschätzung

- Die jüngste Entwicklung entspricht insofern unserer Erwartung eines sogenannten *soft landing*, als das Risiko einer breiten Rezession ebenso zu sinken scheint wie das Risiko von Verwerfungen infolge von geldpolitischen Überraschungen und missverständlicher Kommunikation von Seiten der Zentralbanken. Zugleich illustriert die Gegenläufigkeit der Entwicklungen in den vergangenen Monaten, wie wichtig es für den Investitionserfolg ist, fundierten Überzeugungen zu folgen und die strategische Ausrichtung nicht an kurzfristigen Schwankungen auszurichten (entsprechend dem häufig zitierten Bonmot „*It is about time in the market, not about timing the market*“.)
- Während die jüngste Erholung an den Aktienmärkten mit den makroökonomischen Rahmenbedingungen zwar stimmig erscheint, halten wir Aktien inzwischen tendenziell für teuer. Drei Aspekte halten wir hier für relevant:
 - **Bewertungsniveau:** Die im laufenden Jahr allenfalls nur leicht steigenden Gewinne der Unternehmen rechtfertigen den dynamischen Anstieg des Weltaktienmarktes (*MSCI ACWI*) aus unserer Sicht nicht. Der Großteil der Kursbewegung reflektiert einen Bewertungsanstieg, indem die Bewertung von Aktien auf Basis der Gewinnschätzung für die kommenden 12 Monate auf das 16-fache der Gewinne gestiegen ist (das sogenannten Kurs-Gewinn Verhältnis, KGV). Im historischen Kontext ist diese Bewertung eher teuer, stark getrieben durch die hohe Bewertung von US-amerikanischen Aktien (KGV 19,5). Auch im Verhältnis zu US-Staatsanleihen müssten Aktien günstiger bewertet sein, da 10-jährige *Treasuries* ein vergleichbares Kurs-Gewinn-Verhältnis von 23 aufweisen und damit bei deutlich niedrigerem Risiko nur wenig teurer als Aktien sind. Sollten die Gewinne im kommenden Jahr die inzwischen wieder erhöhten Erwartungen verfehlen, wäre von einer Kurskorrektur auszugehen.
 - **Risikoprämie für Aktien:** Diese Einschätzung reflektiert sich in einer Kennzahl, die ausweist, mit welcher Prämie Investoren erwarten können vergütet zu werden, wenn sie in Aktien investieren, der sogenannten Risikoprämie der Aktienmärkte. Die Kennzahl ergibt sich, wenn man von der erwarteten Rendite von Aktien den risikolosen Zins subtrahiert. Das Risiko einer Investition in Aktien wird global derzeit mit 4,4% vergütet, regional am niedrigsten mit 2,9% in den USA (illustriert in unserer *Graphik des Monats*). Derart unattraktiv waren Aktienmärkte zuletzt vor ca. 13 Jahren.
 - **There Are Reasonable Alternatives (TARA):** Verglichen mit Aktien hat die Attraktivität von Geldmarkt- und Rentenanlagen stark gewonnen. Hier sind in einzelnen Segmenten inzwischen positive Realrenditen zu erzielen. So rentieren europäische Unternehmensanleihen in einzelnen Segmenten zwischen 4,0% und 7,5% (in EUR).

- Vor diesem Hintergrund halten wir eine hohe Selektivität bei Aktien weiterhin für geboten. Nach wie vor halten wir an einer tendenziell neutralen Aktienquote fest, während Engagements in Renten jüngst an Bedeutung gewonnen.
- Dieser Einschätzung entsprechend haben wir in den vergangenen Monaten, insbesondere im rückläufigen Oktober, konzentrierte Positionen in europäischen Unternehmensanleihen wie auch in einzelnen Aktien aufgebaut, sofern mit der Ausrichtung einzelner Mandate vereinbar. Dies war getragen von der Überzeugung, dass ausgewählte einzelne Engagements in der Transparenz ihres Rendite-Risiko-Verhältnisses wie auch in der Steuerung deutliche Vorteile gegenüber breiten Engagements über ETFs oder Fonds bieten können.

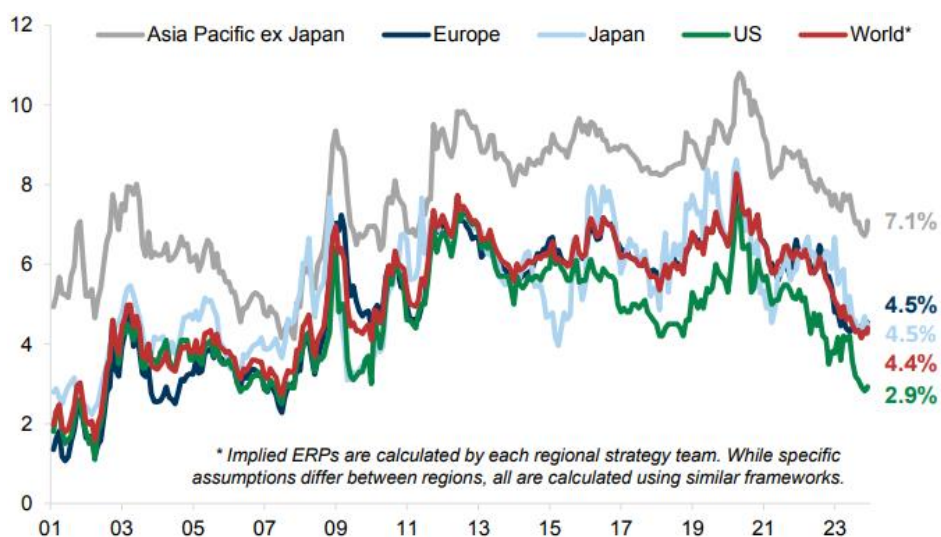
Positionierung

- In unserer Positionierung veranlassten wir in den vergangenen Monaten folgende Anpassungen:
 - Erhöhung des Rentenanteils, auch unter Einsatz von Einzelanleihen;
 - Erhöhung der Aktienquote, selektiv unter Einsatz von Einzelaktien;
 - Reduzierung der sogenannten Alternativen Investitionen, insbesondere zum Aktienmarkt gegenläufiger Konzepte, zur Finanzierung von Renten;
 - Reduzierung von Aktien in Schwellenländern und Rotation in globale Qualitätsaktien.

Graphik des Monats:

Entwicklung der Risikoprämie von Aktien nach Regionen seit 2001

Angaben in Prozent (Erwartete Rendite von Aktien – risikofreiem Zins)



Quelle: Goldman Sachs Research

Wichtige Hinweise:

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