

Frankfurt am Main, den 31. Januar 2024

## Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung und Thesen 2024

### Jüngste Entwicklungen

- Der Ausklang des vergangenen Jahres war von anhaltender Risikobereitschaft geprägt. So verzeichnete der US-amerikanische *S&P 500* einen Kursanstieg von +4,4% (seit Jahresbeginn +24,2%), der deutsche *Dax* +3,3% (+20,3%) und der europäische *STOXX Europe 600* +3,8% (+12,7%, jeweils in lokaler Währung). Wichtige asiatische Länderindizes wie der chinesische *Shanghai Composite* -1,8% (-3,7%) und der japanische *Nikkei 225* -0,1% (+28,2%, jeweils in lokaler Währung) blieben im Vergleich zurück. Mit einem Monatsplus von +3,5% schloss der globale Aktienindex *MSCI ACWI* das Kalenderjahr mit einem Zuwachs von +18,1%, während der Index der Schwellenländer *MSCI Emerging Markets* nur um +6,1% im Jahresverlauf zulegen (im Dezember: +2,6%, jeweils in EUR).
- Diese Entwicklung verdient Beachtung, weil es bezüglich der aktuellen Inflationsdaten, einem maßgeblichen Einflußfaktor für die Entwicklung der Finanzmärkte in den vergangenen beiden Jahren, keine Entwarnung gab. In den USA betrug die Inflationsrate im Dezember im Vergleich zum Vorjahresmonat 3,4% und in der Eurozone 2,9%. Beide Werte lagen über dem Wert des Vormonats und in den USA sogar über den Erwartungen. Damit erwies sich die Inflation weiterhin als hartnäckig.
- Die Finanzmärkte reagierten allerdings weniger auf aktuelle Inflationsdaten als auf die Erwartung einer künftig abnehmenden Inflations- und Zinsdynamik, die von einigen Zentralbanken beflügelt wurde. So stellte die US-amerikanische *Federal Reserve* für 2024 insgesamt drei Leitzinssenkungen in Aussicht und bestätigte, abweichend von zwischenzeitlich zurückhaltenderen Signalen, die Aussicht auf einen ersten Zinsschritt bereits im Frühjahr 2024.
- Kursgewinne verzeichneten vor diesem Hintergrund nicht nur die Aktien-, sondern auch die Rentenmärkte. Die Rendite zweijähriger US-amerikanischer *Treasuries* sank im Dezember von 4,71% auf 4,28%, die der zehnjährigen von 4,34% auf 3,87%. Analog sanken die Renditen der Bundesanleihen von 2,84% auf 2,37% (zweijährige) und von 2,48% auf 1,97% (zehnjährige). Damit bescherten die sinkenden Zinsen (erst) im vierten Quartal Investoren an den Rentenmärkten nennenswerte Kursgewinne, für das Kalenderjahr insgesamt von 4,4% für EUR-Staatsanleihen (Index: *iBoxx EUR Eurozone 1-5 TR*) bzw. 6,3% für Unternehmensanleihen (*iBoxx EUR Corporates 1-5 TR*).
- Konjunkturrell bekräftigten die jüngsten Daten das Bild einer insgesamt moderaten und regional sehr verschiedenen Wachstumsdynamik. Für die Eurozone bestätigten vorläufige Daten die Erwartung einer stagnierenden Wirtschaftsleistung, während die USA positiv überraschten und im vierten Quartal ein annualisiertes Wachstum von 3,3% (vs. Erwartung von 2,0%) auswiesen. Vorläufige Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) beziffern das Wachstum für 2023 mit 3,1%, etwas niedriger als im Vorjahr (3,5%).
- Die Kursgewinne im Verlauf des Jahres 2023 sind vor dem Hintergrund der markanten Einbrüche im Vorjahr zu betrachten. Die folgenden vier Aspekte verdienen aus unserer Sicht Beachtung:
  - Über den Zeitraum von zwei Jahren notierten die breiten Aktienindizes zum Jahresende ungefähr bei den Indexständen vom Januar 2022 (zum Beispiel der *MSCI ACWI* mit 2,9%), defensive und weniger zinsanfällige Segmente sowie Dividentitel etwas robuster als Wachstumstitel (*MSCI ACWI Value* +6,4% vs. *MSCI ACWI High Dividend* +4,1% vs. *MSCI ACWI Growth* -2,1%, jeweils in EUR).
  - Nicht nur auf Index-, sondern auch auf Sektorebene spiegelten die Aktienmärkte im Jahr 2023 die Entwicklung des Vorjahres wider. Während Wachstums- und Technologietitel im Jahr 2022



überproportional unter Druck gerieten, verzeichnete der einzige positiv notierende Sektor des Jahres 2022 – der Energiesektor – im Folgejahr wieder als einziger ein Minus. Erwähnung verdient, dass auch die Zweijahres-Entwicklung der breiten Indizes deutlich von der – mit Ausnahme von *Tesla Inc.* - robusten Entwicklung der häufig zitierten dominierenden US-Technologiekonzernen geprägt war. Einige Sektoren wie zyklische Konsumgüter (-9,3%), Versorger (-6,5%) und das Gesundheitswesen (-4,1%) notieren über den Zweijahreszeitraum weiterhin im Minus.

- Dies gilt auch für die Rentenmärkte, deren freundliche Entwicklung zum Jahresausklang die markanten Kursverluste des Vorjahres lediglich reduzierte (bei guten Bonitäten im Segment *Investment Grade*). So verzeichneten europäische Staatsanleihen mit längerer Laufzeit über zwei Jahre eine Wertentwicklung von -10,3% (*iBoxx EUR Eurzone 5-10 TR*), über kürzere -5,8% (*iBoxx EUR Eurozone 1-5 TR*).
- Der Außenwert des Euro blieb über den Zweijahreszeitraum recht stabil zum US-Dollar (-3,0%) wie auch zum britischen Pfund (+3,0%). Deutlich stärker entwickelte sich nicht nur Gold (+17,1%), sondern auch der Schweizer Franken (+10,6%). Seiner oft zitierten Qualität als weiterer sogenannter „sicherer Hafen“ zum Trotz verlor der Wert des japanischen Yen gegenüber dem EUR in diesem Zeitraum deutlich, nämlich um -18,8%.

### Unsere Einschätzung

- Die jüngste Entwicklung liegt im Einklang mit unserer Erwartung einer insgesamt marktfreundlichen Stabilisierung der Leitzinsen bei sinkender Inflationsdynamik, so dass das weltwirtschaftliche Wachstum in der Breite – unabhängig von regionalen Einbußen wie in Deutschland – nicht gefährdet würde. Die weiteren Daten zur Konjunktur- und Preisentwicklung (insbesondere zu den Energiepreisen im Zusammenhang mit dem Nahost-Konflikt) könnten diese Sicht ändern und erfordern hohe Aufmerksamkeit.
- Wie in unserer rückblickenden Bewertung unserer Thesen für 2023 dargelegt, lag die tatsächliche Entwicklung in wichtigen Aspekten im Korridor unserer Erwartungen, insbesondere bzgl. der sukzessiv abnehmenden Inflations- und Zinsdynamik, dem Ausbleiben einer Rezession und der weiterhin robusten Entwicklung von Gold. Dynamischer als von uns erwartet entwickelten sich die Kurse der dominierenden Technologiekonzerne. Nicht bestätigt hat sich unsere zunächst konstruktive Sicht zu China und den Aktienmärkten in Asien, so dass wir unsere Positionierung hier im Jahresverlauf anpassten.
- Für 2024 erwarten wir eine weitere Normalisierung des Inflations- und Zinsumfeldes, allerdings zurückhaltender als es die Marktteilnehmer derzeit vorwegnehmen. Über den Zeitraum der kommenden fünf Jahre ist aus unserer Sicht mit einer Inflation von ca. 4% zu rechnen, während die Rentenmärkte jährliche Renditen von ca. 3-4% und die Aktienmärkte ca. 6-8% erwarten lassen dürften.
- Um mindestens den realen Vermögenserhalt zu gewährleisten, erklärt sich vor diesem Hintergrund unsere derzeitige Positionierung. Aktien bleiben die wichtigste Renditequelle, umgesetzt durch einen selektiven Ansatz, der hohe Qualität und robustes Wachstumspotential kombiniert. Renten bieten in einzelnen Segmenten ein attraktives Rendite-Risiko-Profil und lassen (abhängig von der individuellen Risikoneigung, vor allem in EUR) einen bedeutenden Beitrag zum Investitionserfolg erwarten. Inzwischen geringer gewichtet, dienen Gold und Ansätze mit marktunabhängigen Renditen weiterhin der Stabilisierung der Wertentwicklung.



## Ausblick | Unsere Thesen für 2024

- 1. Weltwirtschaft | Wachstum:** Die Weltwirtschaft wird 2024 weiter um mindestens 3,0% wachsen. [2023: 3,1%, geschätzt]
- 2. Wirtschaft Euroraum | Wachstum:** Das Wachstum im Euroraum wird im Jahr 2024 um mindestens 2,0%-Punkte unter dem der Weltwirtschaft liegen. Diese Erwartung begründet sich insbesondere durch die anhaltende Schwäche der chinesischen Wirtschaft und dem unfreundlichen Investitionsklima in Deutschland. [2023: 0,5% für Euroraum vs. 3,1% für Weltwirtschaft, jeweils geschätzt]
- 3. Wirtschaft China | Wachstum:** China wird im Jahr 2024 weiteres Momentum im Wachstum einbüßen und um weniger als 4,5% zulegen. [2023: 5,2%, geschätzt]
- 4. Weltwirtschaft | Energiepreise:** Getragen von der insgesamt robusten Verfassung der Weltwirtschaft und gefördert durch die Interessen der ölexportierenden Staaten wird der Preis von Rohöl der Sorte *Brent* steigen und zum Ende des Jahres mindestens USD 90 betragen. [29.12.2023: USD 77,04]
- 5. Inflation:** Die Inflation wird 2024 zwar gegenüber dem Vorjahr sinken, doch nach wie vor höher bleiben als von den Zentralbanken angestrebt, nämlich mindestens 3,5% in Deutschland und mindestens 3,0 % in den USA. [2023: Deutschland +5,9%; USA: +4,1%]
- 6. Geldpolitische Rahmenbedingungen:** In den USA wird die *Federal Reserve* die Leitzinsen im Jahresverlauf maximal um 0,5%, in Europa die Europäischen Zentralbank (EZB) um maximal 1,0% senken. [31.12.2023: USA 5,25-5,50%; Euroland: 4,50%]
- 7. Währungen | US-Dollar:** Gegenüber dem US-Dollar wird der Euro nur moderat aufwerten und zum Jahresende maximal bei 1,15 notieren. (Wert zum 31.12.2023: 1,11).
- 8. Währungen | Gold:** Der Goldpreis wird sich positiv entwickeln und zum Jahresende bei mindestens USD 2.250 liegen (Preis/Feinunze 31.12.2023: USD 2.062).
- 9. Langfristiges Zinsniveau:** Die Rendite zehnjähriger *US Treasuries* wird sich tendenziell seitwärts bewegen und zum Jahresende im Korridor von +/- 0,5%-Punkte um den Wert vom Jahresende 2023 notieren (31.12.2023: 3,86%). Dasselbe erwarten wir für deutsche zehnjährige Bundesanleihen (31.12.2023: 2,03%).
- 10. Geopolitische Risiken:** Geopolitische Spannungen und das Risiko anhaltender und wachsender militärischer Konflikte werden im laufenden Jahr tendenziell steigen. Dementsprechend erwarten wir eine Mehrrendite von mindestens +5%-Punkten für Aktien im Verteidigungssektor gegenüber dem breiter definierten Industriesektor (*MSCI World Aerospace und Defense* vs. *MSCI World Industrials*, jeweils in USD, Wertentwicklung 2023: 15,5% vs. 23,3%, jeweils in USD).
- 11. Aktienmärkte | Entwicklung:** Der globale Aktienindex *MSCI ACWI* wird zum Jahresende maximal 8% höher liegen als zum Beginn des Jahres (Wert zum 31.12.2023: EUR 329,86).
- 12. Aktienmärkte | Schwellenländer:** Die Aktienmärkte der Schwellenländer ohne China werden im Jahr 2024 eine Wertentwicklung von mindestens 5%-Punkten über der Wertentwicklung des Aktienmarktes der

Schwellenländer (inklusive China) verzeichnen (*MSCI Emerging Markets ex China* vs. *MSCI Emerging Markets*, jeweils in USD, Wertentwicklung 2023: 20% vs. 9,8%, in USD).

- 13. Aktienmärkte | Qualität:** Die Aktien von Unternehmen mit hoher Qualität werden sich im Jahr 2024 robuster entwickeln als der breite Aktienmarkt, gemessen an vergleichsweise höherer Profitabilität, stabilerem Gewinnwachstum und einer geringeren Verschuldung. Die Wertentwicklung von Qualitätsaktien wird um mindestens +5%-Punkte über der Entwicklung des breiten Aktienmarktes liegen (*MSCI ACWI Quality* vs. *MSCI ACWI*, jeweils in USD, Wertentwicklung 2023: 33% vs. 22,8%, jeweils in USD).
- 14. Aktienmärkte | Magnificent 7:** Die Dominanz der sieben hochkapitalisierten sogenannten Mega-Caps im US-Technologiesektor (*Apple, Alphabet, Microsoft, Meta, Nvidia, Amazon und Tesla*) wird abnehmen. Wir erwarten einen Wertbeitrag dieser Titel zum *Nasdaq-100* in Höhe von maximal 50% (2023: 67%, in USD).
- 15. Aktienmärkte | Schwankungsanfälligkeit:** Der Weltaktienmarkt wird 2024 moderat schwanken und einen unterjährigen Kursrückgang von maximal 8% aufweisen, bezogen auf zwischenzeitliche Höchststände des *MSCI ACWI* (in Euro) (2023: 7,3%).

### Rückblick | Unsere Thesen für 2023

- 1. Weltwirtschaft | Wachstum:** Die Weltwirtschaft wird 2023 keine Rezession verzeichnen und mindestens um 2,5% wachsen. **[bestätigt]**
- 2. Wirtschaft Euroraum | Wachstum:** Das Wachstum im Euroraum wird im Jahr 2023 um mindestens 1,0% unter dem der Weltwirtschaft liegen. Diese Erwartung begründet sich insbesondere durch die anhaltende strukturelle Energiekrise. **[bestätigt]**
- 3. Wirtschaft China | Wachstum:** China wird im Jahr 2023 einen bedeutenden Beitrag zur Weltwirtschaft leisten und um mindestens 5,5% wachsen. **[nicht bestätigt]**
- 4. Weltwirtschaft | Energiekrise:** Gefördert durch die insgesamt robuste Verfassung der Weltwirtschaft wird der Preis von Rohöl der Sorte Brent zum Ende des Jahres mindestens USD 95 kosten. **[nicht bestätigt]**
- 5. Welthandel:** Die Weltwirtschaft wird sich 2023 entflechten und das Wachstum des Welthandels mindestens 0,8% unter dem Wachstum der Weltwirtschaft bleiben. **[bestätigt]**
- 6. Inflation:** Die Inflation wird 2023 zwar gegenüber dem Vorjahr sinken, doch nach wie vor hoch bleiben mit mindestens 5% in Deutschland und mindestens 4% in den USA. **[bestätigt]**
- 7. Geldpolitische Rahmenbedingungen:** In den USA wird die *Federal Reserve* die Leitzinsen im Jahresverlauf um mindestens 1,0%, in Europa die EZB um mindestens 1,5% erhöhen. **[bestätigt]**
- 8. Währungen | US-Dollar:** Gegenüber dem US-Dollar wird der Euro aufwerten und mindestens bei 1,15 notieren. **[nicht bestätigt]**
- 9. Währungen | Gold:** Der Goldpreis wird sich positiv entwickeln und zum Jahresende bei mindestens USD 2.100 notieren. **[nicht bestätigt]**



- 10. Langfristiges Zinsniveau:** Die zehnjährigen *US Treasuries* werden zum Jahresende allenfalls moderat steigen auf höchstens 4,2%. Die deutschen zehnjährigen Bundesanleihen werden im Jahresverlauf nicht höher rentieren als 2,8%. **[nicht bestätigt]**
- 11. Geopolitische Risiken:** Geopolitische Risiken werden im Jahr 2023 weiter hoch bleiben und der *Blackrock Geopolitical Risk Indicator* (<https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/interactive-charts/geopolitical-risk-dashboard>) zum Jahresende mindestens auf dem Wert vom 31.12.2022 notieren. **[bestätigt]**
- 12. Aktienmärkte | Entwicklung:** Der globale Aktienindex *MSCI ACWI* wird zum Jahresende mindestens 10% gestiegen sein. **[bestätigt]**
- 13. Aktienmärkte | Asien:** Die Aktienmärkte der asiatischen Schwellenländer werden im Jahr 2023 eine Wertentwicklung von mindestens 4% über der Wertentwicklung des weltweiten Aktienmarktes *MSCI ACWI* verzeichnen (*MSCI Asia Pacific ex Japan* vs. *MSCI ACWI*, jeweils in EUR). **[nicht bestätigt]**
- 14. Aktienmärkte | China:** Die Wertentwicklung des chinesischen Aktienmarktes wird mindestens 3% über der Wertentwicklung des *MSCI Asia Pacific ex Japan* liegen (*MSCI China* vs. *MSCI Asia Pacific ex Japan*, jeweils in EUR). **[nicht bestätigt]**
- 15. Aktienmärkte | Schwankungsanfälligkeit:** Der Weltaktienmarkt wird 2023 weiterhin stark schwanken und einen unterjährigen Kursrückgang von mindestens 8%, bezogen auf zwischenzeitliche Höchststände des *MSCI ACWI* aufweisen (in Euro). **[nicht bestätigt]**

#### 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.