

Haspa BörsenTrends

AKTUELLE SONDERTHEMEN UND TRENDMELDUNGEN

Veröffentlichungsdatum 19.04.2024

Frühjahrsprognose

Zu viel Zinseuphorie, zu wenig Konjunkturoptimismus

„Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten“ fasst als Überschrift unseren Jahresausblick 2024 zusammen. In regelmäßigen Abständen gilt es, die Kernpunkte unserer Annahmen und unserer Anlagestrategie zu überprüfen. Genau dies soll die Frühjahrsprognose liefern. Dass die Zeiten auch in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres gerade auf der geopolitischen Ebene ungeordnet geblieben sind, dürfte nicht überrascht haben. Auf die Kapitalmärkte bezogen ist es allerdings bemerkenswert, dass ein Großteil der Aktienmärkte bereits zu diesem Zeitpunkt die Ertragserwartungen 2024 erfüllen bzw. übererfüllen konnte und das mit einer bislang nahezu einzigartig geringen Schwankungsintensität. Deutlich erratischer waren dagegen die Bewegungen bei den Zinsen. Ursächlich hierfür waren viel zu euphorische US-Zinssenkungserwartungen und aufkommende Zweifel bei der amerikanischen Inflationsentwicklung. Die US-Notenbank dürfte sich somit vorerst zurückhalten und der Europäischen Zentralbank den Vortritt lassen, was dann wohl im Juni mit einem ersten Zinsschritt dokumentiert werden könnte. Da passt es gut, dass die US-Konjunktur so gar keine Anzeichen von Schwäche oder Übermüdung aufweist. Einhergehend mit einer Stabilisierung in China und Europa setzen wir in unserer Strategie etwas stärker auf eine zyklischere/konjunktursensiblere Ausrichtung. Die konkreten Veränderungen sind den weiteren Rubriken zu entnehmen.

Konjunktur

Konjunkturell gesehen entwickelt sich die Weltwirtschaft weiterhin recht unterschiedlich. Während der Aufschwung in den USA bisher unvermindert anhält, sind die Perspektiven in Europa und insbesondere Deutschland sehr viel verhaltener.

Deutschland durchlief im Winterhalbjahr eine Schwächephase. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) schrumpfte im Schlussquartal 2023 und könnte auch im 1. Quartal 2024 leicht rückläufig gewesen sein. Allerdings hellt sich der Horizont mittlerweile wieder auf. Die konjunkturellen Frühindikatoren signalisieren die Rückkehr positiver

Wachstumsraten im gerade begonnenen Sommerhalbjahr. Ursächlich sind kräftig steigende Löhne und Renten bei deutlich gesunkenen Inflationsraten. Diese Konstellation sollte zu einem Anstieg der privaten Konsumausgaben führen und eine konjunkturelle Erholung einleiten. Für einen kräftigen Aufschwung dürfte es allerdings nicht reichen. Im Gesamtjahr 2024 rechnen wir in Deutschland beim BIP-Anstieg lediglich mit einer „schwarzen Null“ in Form einer Wachstumsrate von 0,3 Prozent.

In der **Euro-Zone** sieht es insgesamt etwas besser aus, wenngleich sich das Schwergewicht Deutschland auch 2024 als Bremsfaktor erweist. Knapp 29 Prozent des Euro-BIP werden in Deutschland erwirtschaftet. Die deutschen Wachstumsraten schlagen daher besonders stark auf das Resultat der gesamten Euro-Zone durch. Wachstumsraten von knapp 1 Prozent in Frankreich und Italien sowie mehr als 2 Prozent in Spanien sollten der Euro-Zone 2024 zu einem BIP-Plus von 0,7 Prozent verhelfen.

In den **USA** ist die erwartete wirtschaftliche Abkühlung bisher ausgeblieben. Im Auftaktquartal 2024 sollte die siebte starke Wachstumsrate in Folge generiert worden sein. Die konjunkturellen Frühindikatoren deuten allerdings eine im weiteren Jahresverlauf abnehmende Dynamik an. So senden die industriellen Einkaufsmanagerindizes keine eindeutigen Wachstumssignale und das Verbrauchervertrauen verliert an Schwung. Angesichts eines statistischen Überhangs von 1,3 Prozent aus dem Vorjahr und eines starken 1. Quartals dürfte das US-BIP jedoch auch 2024 um kräftige 2,5 Prozent expandieren.



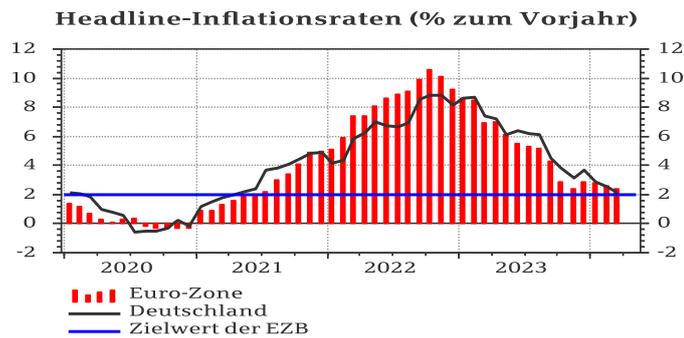
Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Marktanalytik
Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Refinitiv

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung. Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

Chinas konjunkturelle Perspektiven haben sich in den vergangenen Monaten wieder aufgehellt. Alle Einkaufsmanagerindizes lagen im März oberhalb der Wachstumsschwelle. Allerdings wird die wirtschaftliche Entwicklung auch weiterhin vom angeschlagenen Immobiliensektor gebremst. Darüber hinaus signalisieren die Einzelhandelsumsätze ein eingetrübtes Verbrauchervertrauen. Angesichts des überraschend starken Jahresauftakts hat die Wahrscheinlichkeit jedoch zugenommen, dass das offizielle Wachstumsziel 2024 von „rund 5 Prozent“ knapp erreicht wird.

Inflationsraten

Der Preisdruck hat sich im Winterhalbjahr deutlich verringert und ließ die Inflationsraten in die Nähe des Zielwertes von 2 Prozent zurückkehren. In Deutschland und der Euro-Zone lagen die den gesamten Warenkorb repräsentierenden Headline-Inflationsraten im März bei 2,2 bzw. 2,4 Prozent. Die ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise berechneten Kernraten dagegen bewegten sich mit 3,3 bzw. 2,9 Prozent deutlich darüber. Sie repräsentieren in größerem Umfang die stark steigenden Löhne und Gehälter im personalintensiven Dienstleistungssektor.

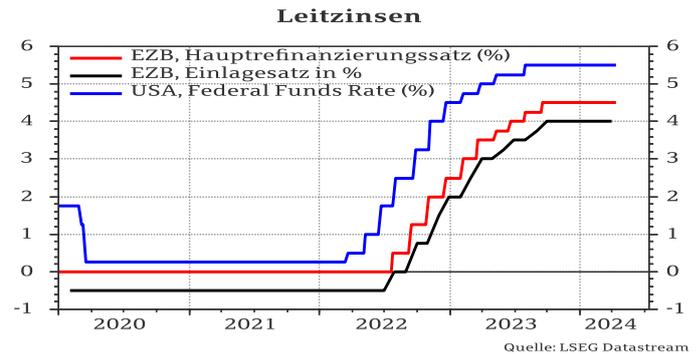


Im weiteren Jahresverlauf sollten sich die Headline-Inflationsraten nahe dem Zielwert bewegen. Für das Gesamtjahr 2024 zeichnen sich in Deutschland und der Euro-Zone Werte von 2,3 Prozent ab. Die Kernraten dürften etwas darüber liegen.

In den USA sind die Teuerungsraten nicht so schnell zurückgekommen. Im März stieg die Headline-Rate sogar wieder auf 3,5 Prozent an. Die von der US-Notenbank besonders beachtete Kernrate der privaten Konsumausgaben lag zuletzt bei 2,8 Prozent. Im Gesamtjahr 2024 dürften sie mit 3,2 bzw. 2,6 Prozent den Zielwert verfehlen.

Leitzinsen

Die Leitzinsen sollten im weiteren Jahresverlauf in der Euro-Zone reduziert werden. Äußerungen von Vertretern der Europäischen Zentralbank (EZB) deuten darauf hin, dass die EZB im Juni eine Zinssenkung ansteuert.



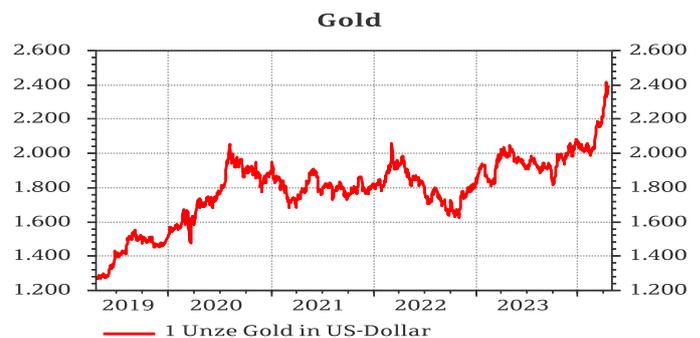
Die Rückkehr der Preisniveaustabilität befindet sich auf einem guten Weg. Das Lohnwachstum schwächt sich langsam ab und der zugrundeliegende Preisdruck schwindet allmählich. Bis Mitte September will die EZB zudem den Abstand zwischen den Leitzinsen verringern. Vor diesem Hintergrund könnte der Einlagesatz am Jahresende bei 3,60 Prozent, der Hauptrefinanzierungssatz bei 3,75 Prozent und der Ausleihesatz bei 4,00 Prozent liegen.

Die US-Notenbank (Fed) unterliegt angesichts einer florierenden Wirtschaft und eines stabilen Arbeitsmarktes bisher keinem sonderlichen Druck, die Leitzinsen zu senken. Zudem ist die Headline-Inflationsrate zuletzt sogar wieder gestiegen. Die im März aktualisierten Projektionen der Fed beinhalten bis zum Jahresende eine Reduzierung des Leitzinses um 75 Basispunkte. Die Federal Funds Rate würde sich dann in einer Spanne von 4,50 bis 4,75 Prozent bewegen. Angesichts der aktuellen Inflationsentwicklung gehen wir davon aus, dass die Fed diese Einschätzung revidiert und in diesem Jahr bestenfalls zwei Zinsschritte nach unten beschließen wird.

Angesichts der veränderten Zins- und Wachstumserwartungen dürfte sich der US-Dollar gegenüber dem Euro eher festigen und sich stärker in Richtung Parität bewegen.

Gold

Der Goldpreis scheint sich auf seinem neuen Rekordniveau, mit Rückenwind durch günstige volkswirtschaftliche und finanzmarktspezifische Faktoren sowie die geopolitische Unsicherheit, weitestgehend gefestigt zu haben.

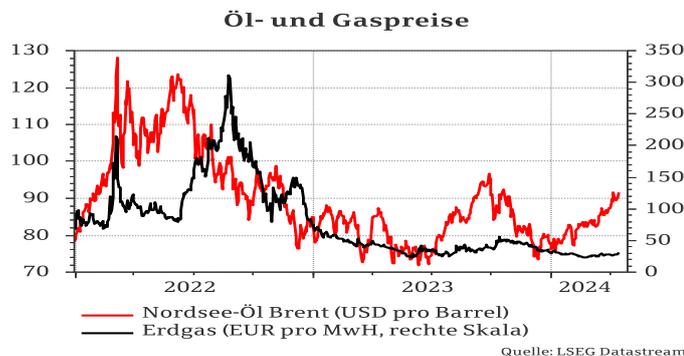


Ein wichtiger Grund für den Anstieg des Goldpreises ist die hohe Nachfrage durch Zentralbanken, die zu den Hauptakteuren am Markt zählen und in den letzten zwei Jahren in einem noch nie dagewesenen Ausmaß Goldreserven erworben haben. Das World Gold Council rechnet auch für 2024 mit einem weiteren Anstieg. Aktuell scheinen die Motive vor allem die Diversifikation von Reserven, der Schutz vor zukünftigen geopolitischen Spannungen sowie eine allgemeine Reduzierung der Abhängigkeit von anderen Ländern (insbesondere den USA) zu sein. Ein weiterer Grund sind die hohen und kontinuierlich steigenden geopolitischen Risiken im aktuellen Marktumfeld. Gold gilt hierbei üblicherweise als „sicherer Hafen“ zum Schutz vor derartigen Risiken und wird dementsprechend stärker nachgefragt. Darüber hinaus hat Gold bis zur Jahrtausendwende hinein insbesondere als Inflationsschutz gedient. Falls dieses Motiv neu aufflammen sollte, oder bereits aufgeflammt ist, würden sich die aktuell höheren Inflationserwartungen positiv auf den Goldpreis auswirken.

Insgesamt deutet vieles darauf hin, dass die fundamentalen Daten in der Tat ein Kursziel von 2.300 US-Dollar für 2024 weitestgehend rechtfertigen. Selbst wenn der Goldpreis durch die Rally und „zu optimistische Erwartungen“ bereits seinen fundamentalen Wert überschritten haben sollte und es zu einer größeren Preiskorrektur kommt, so sprechen die oben genannten Faktoren insgesamt für eine Stabilisierung mit leichter Wachstumstendenz. Die Frage danach, ob sich ein Einstieg zum aktuellen Kurs noch lohnt, hängt vor allem von dem individuellen Anlagemotiv ab. Hierbei sollte vor allem die Funktion von Gold als Inflationsschutz und als sicherer Hafen im Vordergrund stehen und nicht die Erzielung kurzfristiger Spekulationsgewinne.

Ölpreis stark gestiegen

Seit 2018 wird der Ölpreis vom Kartell OPEC plus durch Förderkürzungen gestützt. Gleichwohl kostete das Barrel Nordseeöl Brent im vergangenen Jahr wiederholt weniger als 80 US-Dollar. Ursächlich waren die Sorgen vor einer schwächelnden Weltwirtschaft und eine Rekord-Ölproduktion in den USA.



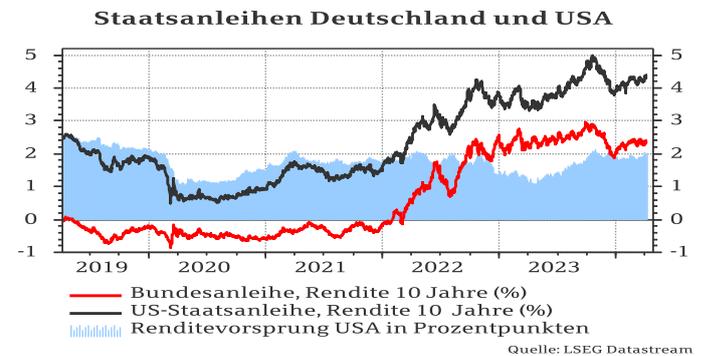
In den vergangenen Monaten legten die Öl-Notierungen wieder deutlich zu. Sorgen vor einem regionalen Krieg im Nahen Osten sowie wachsende Hoffnungen auf eine konjunkturelle Besserung in China trieben ihn in den Bereich um 90 US-Dollar pro Barrel.

Sollte es im Nahen Osten zu einem regionalen Krieg unter Einbeziehung des bedeutenden Ölproduzenten Iran kommen, dürfte der Preis für das Fass Nordseeöl rasch in den dreistelligen Bereich steigen. Anderenfalls erscheint eine Notierung im Bereich um 90 US-Dollar realistisch. Denn zu hohe Ölpreise reduzieren erfahrungsgemäß die Förderdisziplin im Kartell und dürften von Saudi-Arabien durch Produktionsausweitungen unterbunden werden.

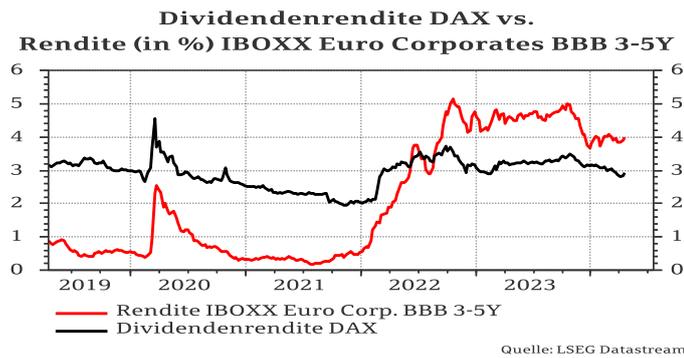
Der Preis für Erdgas wurde im 1. Quartal durch den milden Winter und ein reichliches Angebot an Flüssiggas gedämpft und bewegte sich unter 30 EUR pro MWh. Mittlerweile hat sich der Gaspreis erholt. Die Prognose, er werde sich in den kommenden Jahren bei etwa dem Doppelten des früheren Niveaus bewegen, erscheint weiterhin plausibel. Die Preisspanne läge in diesem Fall bei 30 bis 40 EUR pro MWh Erdgas.

Anleihen

Nach den Renditetiefständen gegen Jahresende 2023 haben die Anleihemärkte in den vergangenen Monaten deutlich korrigiert. Mittlerweile sind die Renditen in den „Zielregionen“ angekommen, die wir für das Jahresende 2024 prognostizieren. Dabei gehen wir bei den zehnjährigen Bundesanleihen davon aus, dass die Rendite lediglich noch auf 2,50 bis 2,75 Prozent zulegt, da die größere Zuversicht über den europäischen Inflationspfad und das verhaltene Wachstum einem stärkeren Renditeanstieg enge Grenzen setzen dürften. Bei der US-Rendite war unsere bisherige Prognose mit einem Wert von 4,0 Prozent zum Jahresende 2024 offensichtlich zu vorsichtig. Aufgrund des stärker als erwarteten Wirtschaftswachstums und der davon ausgehenden Auswirkungen auf die Inflationsraten rechnen wir jetzt mit Renditen zwischen 4,25 und 4,50 Prozent. Damit bleiben Anleihen eine starke Konkurrenz zu Aktien, selbst sichere Staatsanleihen versprechen perspektivisch eine positive Realverzinsung.



Bei den Risikoaufschlägen (Spreads) hat sich das Bild stabilisiert. Zwar sind die Spreads in den vergangenen Monaten im Vergleich zum Jahresende 2023 über alle Segmente leicht gesunken. Damit spiegelt der Markt aber auch nur die verbesserten konjunkturellen Aussichten und damit leicht rückläufigen Ausfallrisiken wider. Insgesamt bleiben Unternehmensanleihen damit eine attraktive Alternative. Mit Blick auf die laufende Rendite gilt dies auch nach wie vor gegenüber Aktien:



Die obige Darstellung bezieht sich auf Unternehmensanleihen befriedigender Qualität mit einem „Investmentgrade“-Rating. Höhere Renditen können durch die Beimischung von Nachrang- oder Hybridanleihen oder schwächerer Emittenten erzielt werden. Aufgrund des recht robusten konjunkturellen Ausblicks halten wir derartige Strategien in begrenztem Umfang für sinnvoll.

Vor dem Hintergrund der absehbaren Zinssenkungen raten wir Anlegern, auf eine breite Laufzeitenstreuung zu achten. Zwar erscheinen kurzlaufende Anlagen derzeit besonders attraktiv, mit ab Sommer perspektivisch wieder sinkenden Leitzinsen drohen aber niedrigere Renditen bei der Wiederanlage.

Aktienmarkt

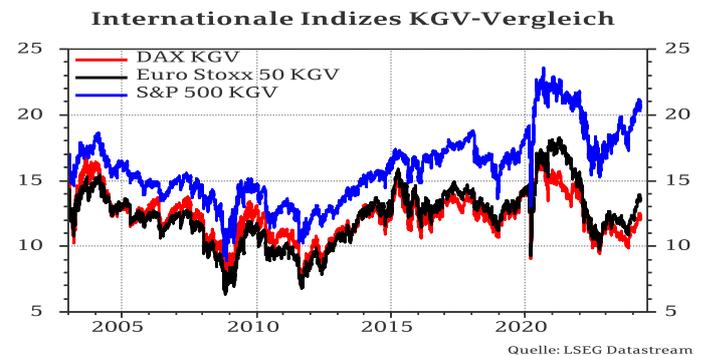
Konsolidierung voraus, bevor sich neue Rendite-Chancen eröffnen

Offensichtlich unbeeindruckt von steigenden Anleiherenditen und rückläufigen Zinssenkungserwartungen an die US-Währungshüter setzte sich die Ende Oktober 2023 eingeläutete Rekordjagd im ersten Quartal des neuen Börsenjahres eindrucksvoll fort. Nahezu im Gleichschritt kamen die bekanntesten Aktienbarometer auf beiden Seiten des Atlantiks in dem Zeitfenster Januar bis März spürbar voran und erklimmen bisher unbekanntes Terrain. Im internationalen Gefüge taten sich unterdessen die japanischen Aktien besonders positiv hervor.

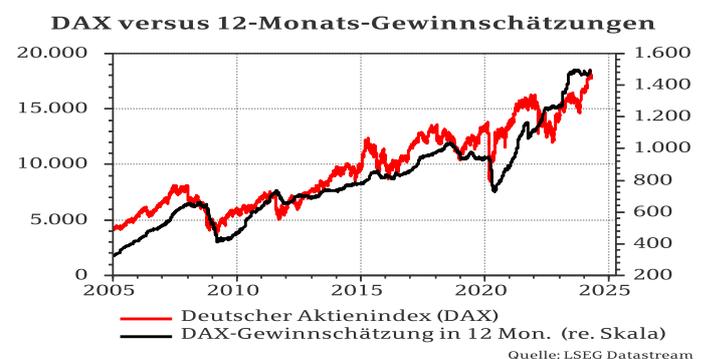
Die anhaltende Zuversicht fußte auf der besseren Güte mehrerer fundamentaler Kräfte. Im Vergleich zum Jahresultimo antizipieren die Investoren auf dem Rücken des merklich abnehmenden Inflationsdrucks inzwischen eine weniger restriktive Gangart der Europäischen Zentralbank

(EZB) in 2024. Daneben präsentierte sich die US-Konjunktur zum Jahresauftakt unerwartet schwungvoll - das Abgleiten in eine milde Rezession in der weltweit größten Volkswirtschaft ist nicht eingetreten. Zudem wusste die Unternehmensberichtssaison in Übersee mit den prominenten Technologiekonzernen an der Spitze das zweite Mal in Folge in imposanter Art und Weise zu überzeugen.

Diesen keineswegs nur temporären, sondern eher nachhaltig tragenden Einflussfaktoren gilt es auch mit dem Blick nach vorne Rechnung zu tragen. Bei der Überprüfung bzw. Bestimmung der Kursziele kommt aus unserer Sicht der Einschätzung der Ertragsperspektiven eine Schlüsselrolle zu, da eine zusätzliche Ausweitung der Bewertung vor allem an der Wall Street nur schwerlich vorstellbar ist. Aktuell liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des tonangebenden S&P 500 mit über 21 nur unweit der Rekordlevel der letzten Jahre.



Mit Sicht auf die Erfolgsrechnungen fiel bei den jüngeren Berichterstattungen vor allem die große Kluft zwischen den amerikanischen Technologiekonzernen und dem Rest des Feldes ins Auge. Diese sektorale Diskrepanz in der operativen Entwicklung dürfte sich perspektivisch im Angesicht der sich aufhellenden Konjunkturindikatoren wieder etwas zurückbilden und die aggregierten Indexgewinne auf mehr Schultern verteilt werden. Vor diesem Hintergrund sollte auch die (bis dato fundamental gerechtfertigte) Marktmenge des mehrmonatigen Kursaufschwungs an Konzentration verlieren.



Explizit projizieren wir für die DAX-Gewinnschätzungen der kommenden zwölf Monate - die von uns präferierte

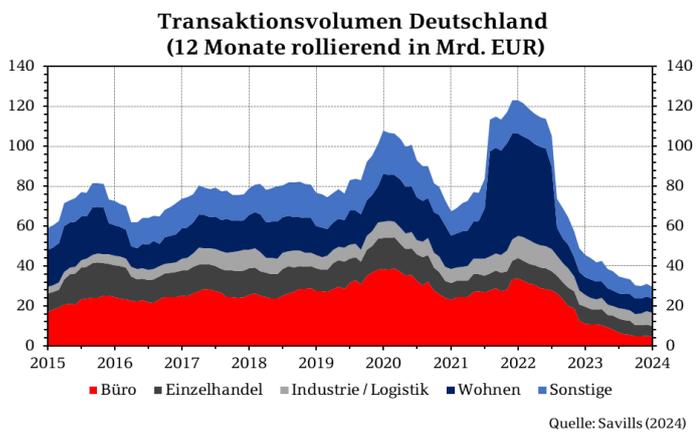
Überschussgröße für die Bewertungsmodelle - keine weiteren Abwärtsrevisionen mehr. Vorrangig gespeist aus den prosperierenden Erträgen aus der IT-Welt nehmen wir für den US- und den weltweiten Leitindex einen zusätzlichen Aufschlag von rund 10 Prozent an.

Aus der Kombination verschiedener Bewertungsverfahren errechnet sich für den DAX nunmehr ein Kursziel per Jahresende von 18.500 Punkten. Für den Euro Stoxx 50 ergibt sich unter der gleichen Methodik ein Wert von 5.150 Zählern. Der insgesamt konstruktivere Rahmen lässt parallel dazu für den S&P 500 ein Kursniveau von 5.200 Punkten für Ende 2024 ableiten. Aus unserem taktischen Blickwinkel dürfte die Wahrscheinlichkeit für spürbare kurzfristige Rücksetzer an den Aktienmärkten - alleine der DAX legte seit dem Tief im letzten Herbst fast 4.000 Punkte bis zum neuen Allzeithoch zurück - deutlich zugenommen haben. Die überkaufte Marktlage kommt vor allem in dem markanten Vorlauf vieler tonangebender Indizes gegenüber den jeweiligen Durchschnittslinien zum Ausdruck. Von einer gedrückten Basis aus sollten sich dann perspektivisch wieder attraktivere Rendite-Chancen eröffnen.

Immobilienmarkt

Wende lässt auf sich warten: Es fehlen die Käufer

Noch im vergangenen Frühjahr rechneten viele Immobilienmarktexperten mit einer Wende am Immobilieninvestmentmarkt, sobald die EZB ihr „Zinsplateau“ erreicht hätte. Diese Erwartungen bzw. Hoffnungen haben sich nicht erfüllt: Obwohl die europäischen Währungshüter den Leitzins seit September und nunmehr fünf Sitzungen unverändert gelassen haben, scheint ein baldiger Aufschwung an den Transaktionsmärkten weiter auf sich warten zu lassen. Das Transaktionsvolumen am gewerblichen Immobilienmarkt in Deutschland summierte sich im 1. Quartal 2024 auf rund 6,0 Mrd. Euro und somit etwa ein Fünftel weniger als der Quartalsdurchschnitt des Vorjahres. Alleine ca. 700 Mio. Euro entfielen dabei auf Projekte und Objekte von Projektentwicklern, die Insolvenz angemeldet haben.



Zwar ist die schlimmste Phase der Korrektur wohl überwunden, die Rückkehr aus dem wonnigen Niedrigzinsumfeld in eine Welt mit Zinsen gestaltet sich jedoch als schmerzhaft. Sinkende Immobilienwerte, eine erlahmte Bautätigkeit sowie weitere Insolvenzen dürften auch in den kommenden Monaten die Immobilienwirtschaft in Atem halten. Weiterhin knapp bleibt auch das Fremdkapital. Laut einer Auswertung des Immobiliendienstleisters CBRE wurden in der Hochpreisphase zwischen 2019 und 2022 von der gewerblichen Immobilienbranche in Deutschland schätzungsweise Immobilienkredite in Höhe von 228 Mrd. Euro aufgenommen, von denen ein Großteil in den kommenden Jahren zur Refinanzierung anstehen dürfte. Auf Grundlage der aktuellen Kapitalwerte, Hypothekenzinsen und Finanzierungsbedingungen könnten davon etwa ein Drittel und somit 77 Mrd. Euro nicht refinanziert werden.

Genau dieser Finanzierungsstress könnte aber zu einer Auflösung der anhaltenden Patt-Situation zumindest auf der Verkäuferseite führen. Jedenfalls nehmen die zu Optimismus verpflichteten Makler eine zunehmende Anzahl gestarteter oder sich in Vorbereitung befindender Verkaufsprozesse wahr. Die Spitzennettoanfangsrenditen, die nunmehr zwischen 3,6 Prozent bei Mehrfamilienhäusern und 5,7 Prozent für Shopping-Center liegen, scheinen sich weitestgehend bereits an das neue Zinsumfeld angepasst zu haben. Die Preisunsicherheit dürfte aufgrund fehlender Evidenz jedoch weiterhin hoch bleiben.

Bleibt also nur noch die Gretchenfrage zu stellen: Wer werden die Käufer sein - insbesondere im sowohl strukturell als auch konjunkturell gebeutelten Bürosegment? Zwar wittern eigenkapitalstarke Off-Market Investoren wie Family Offices und Private Equity gerade Morgenluft, jedoch reichen deren freie Mittel bei weitem nicht aus, um fehlende Käufergruppen wie Versicherungen, Pensionskassen oder offene Immobilienfonds (OIFs) adäquat zu ersetzen. Letztere werden dieses Jahr vermehrt auf der Verkäuferseite des Verhandlungstisches zu finden sein. Wegen der allgemeinen Preiskorrektur an den Immobilienmärkten und daraus resultierenden Verkehrswertanpassungen ziehen viele Kleinanleger ihr Geld aus OIFs ab. Laut Zahlen der Bundesbank war Februar der mittlerweile siebte Monat in Folge mit Nettomittelabflüssen. Seit August 2023 summieren sich diese auf 1,2 Mrd. Euro. Nichtsdestotrotz liegen die Anteilsrückgaben bei einem Gesamtbestand von rund 126,2 Mrd. Euro bei unter einem Prozent und sind nach wie vor überschaubar. Die betroffenen Kapitalverwaltungsgesellschaften reagieren auf diese Entwicklung und bauen vorsorglich zusätzliche Liquidität auf, indem sie ihre Portfolios konsolidieren und vereinzelt strategische Verkäufe tätigen. Kurzfristig könnten die Renditen bei Büros von ihrem jetzigen Niveau von 4,4 Prozent in der Spitze somit noch weiter steigen. Für Investoren mit

Zugriff auf Kapital ergeben sich mit der bevorstehenden Zins- und Zykluswende daher attraktive Opportunitäten.

Die Hoffnung auf eine baldige Markterholung ist im Jahr drei nach der Vertreibung aus dem Nullzins-Paradies zumindest bei den meisten Marktteilnehmern deutlich zu spüren. Anleger, die in OIFs investiert sind und sich aktuell mit dem zyklischen Verlauf der Immobilienmärkte konfrontiert sehen, sollten sich hingegen den langfristigen und wertbeständigen Charakter der Anlageklasse Immobilien ins Gedächtnis rufen. Mit den erwarteten Zinssenkungen der EZB dürften nicht nur die Transaktionsmärkte eine Belebung erfahren, sondern auch Immobilien und Immobilienfonds wieder eine kompetitive Alternative zu festverzinslichen Anlagen werden.

Anlagestrategie

Zu viel Zinseuphorie, zu wenig Konjunkturoptimismus

Noch zum Jahreswechsel überschlugen sich die unterschiedlichen Protagonisten mit euphorischen Annahmen zur Zinspolitik dies- und jenseits des Atlantiks. Die Spitze lag bei bis zu sieben Zinsschritten seitens der US-Zentralbank und zwischen 4 bis 6 Lockerungen bei der EZB. Auch wenn wir uns dem in diesem Ausmaß nicht angeschlossen haben, müssen auch wir leicht nachschärfen: In den USA dürfte es wohl - wenn überhaupt - auf 1 bis 2 Schritte hinauslaufen. Dagegen sollten die Europäer um Frau Lagarde wohl im Juni starten und zwei weitere Schritte folgen lassen. Zinssenkungen werden wohl kommen, aber weniger ausgeprägt und verspätet. Das ist auch gar nicht so schlimm, geht es der Wirtschaft in den USA doch blendend und auch in Europa und China (auf einer sehr unterschiedlichen Basis) mehren sich die Anzeichen einer konjunkturellen Besserung. Zudem ist gerade in den USA das Thema Inflation nicht ad acta zu legen und in Frankfurt missfällt die Entwicklung der Dienstleistungskomponente bei den Preisen. Was heißt das nun in einer ersten - sicherlich sehr rudimentären - Zusammenfassung: Zinsreagible Anlagen könnten eher eine Belastung erfahren und im positiven Sinne konjunkturrempfindliche Anlagen dürften gesucht werden.

Aktien: Auch wenn die Zinsempfindlichkeit nicht davon abhängig ist, ob es sich um Wachstums- oder Substanz-Unternehmen handelt, gilt etwas pauschalisierend dennoch, dass Aktien von Unternehmen, die hoch verschuldet und/oder hoch bewertet sind, stärker auf ein verändertes Zinsumfeld reagieren. Klassisch zählen sogenannte Wachstumsunternehmen mit dem Fokus auf Technologie dazu. Wenn dann wie oben beschrieben die konjunkturellen Aussichten sich eher aufhellen, sollte sich das positiv bei zyklischen Unternehmen niederschlagen, die in der Regel in der Rubrik Substanz/Value verortet werden. Bei den Werten aus der zweiten Reihe (Nebenwerte) haben wir einerseits den Effekt, dass diese Unternehmen in der

Summe eher zyklisch ausgerichtet sind, andererseits aber stärker von günstigen Finanzierungsbedingungen abhängig sind. In der Summe könnten sich die Entwicklungen ausgleichen, so dass wir derzeit das Segment noch neutral einschätzen. Zusammenfassend ergeben sich somit leichte Vorteile für Substanzwerte mit einem zyklischen Geschäftsmodell gegenüber den Wachstumswerten. Dazu passt sicherlich auch die ausgeprägt günstigere Bewertung von europäischen Titeln gegenüber den US-Pendants mit starkem Wachstumsfokus. Bei dieser eher taktischen Betrachtung darf selbstverständlich nicht unerwähnt bleiben, dass wir unsere strategischen Felder - mit den 4 Ds - komplett bestätigen. Und spätestens hier wird man an den US-Technologie-Riesen natürlich kaum vorbeikommen. Wir bestätigen zudem unseren Kauf von japanischen Aktien.

Alles in allem bleibt das Umfeld für Aktien natürlich herausfordernd, dürfte aber berechenbarer geworden sein. Die von uns erwartete Konsolidierung ist bislang weitgehend ausgeblieben, wird aber von uns nicht abgeschrieben. Schwächephasen würden wir aus heutiger Sicht - auch in Anbetracht der angepassten Kursziele - für den Bestandsausbau nutzen. Einen zusätzlichen Kaufanreiz könnte die angelaufene Dividendensaison insbesondere für ertragsorientierte Anleger liefern.

Anleihen: Es mag in Teilen schon einen etwas monotonen und wiederholenden Charakter haben, aber der Auf- und Ausbau eines gut gestreuten Anleiheanteils bleibt für uns ein wirklich wichtiger Punkt. Positiv ist dabei, dass das zwischenzeitliche Renditetief zum Jahreswechsel - wohl auch durch eine etwas realistischere Einschätzung der Leitzinsentwicklung - überwunden wurde. Zudem dürften die etwas günstigeren Konjunkturperspektiven helfen, die insgesamt schon recht guten Aussichten der Emittenten mit einer noch positiven Bonität (Investmentgrade) weiter zu verbessern. Aber auch Unternehmen unterhalb dieser Schwelle sollten profitieren und können in kleineren Anteilen und mit einer sehr breiten Streuung Berücksichtigung finden. Im Kern setzen wir unverändert auf unsere Qualitätsstrategie mit guten und sehr guten Emittenten. Das gezielte Beimischen von Unternehmen im Übergangsbereich zum Investmentgrade erscheint aber durchaus verantwortbar. Auch Nachranganleihen von Emittenten mit guter bis sehr guter Bonität sehen wir angesichts des Renditeaufschlags zur Ergänzung als lukrativ an. Für Investoren, die bewusst in Fremdwährung aktiv sind, bieten sich Engagements in der Leitwährung US-Dollar an. Ein spürbarer Zinsvorteil von rund 2 Prozentpunkten bei US-Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen und weitere Aufschläge im Segment der Emerging Markets runden das Angebot im höherverzinslichen Bereich ab. Die offene Währungsposition ist dabei als ein weiteres Risiko zu berücksichtigen.

Unser positives Votum für Anleihen begründet sich aus unterschiedlichen Faktoren: Zinsanlagen guter Qualität kommen ihrer Funktion als sicherer Hafen wieder nach und gerade die längeren Laufzeiten können bei Marktunbullen einen stabilisierenden Effekt bei gemischten Portfolios erzielen. In Erwartung mittelfristiger Inflationsraten von 2,5 Prozent lässt sich ein realer Vermögensaufbau auch mit Anleihen realisieren.

Grundsätzlich halten wir für das gesamte Anleiheportfolio eine durchschnittlich Restlaufzeit von 3 bis 5 Jahren für erstrebenswert. Angesichts der allgemeinen Renditesteigerungen in den letzten Monaten empfehlen wir nunmehr eher den oberen Rand dieser Laufzeitenspanne. Letzteres fällt bei der jetzigen inversen Zinsstruktur (die kurzfristigen Zinsen liegen oberhalb der langfristigen) nicht ganz leicht, ist aber angesichts der wahrscheinlich bevorstehenden Zinssenkungen durch die Notenbank absolut sinnvoll, macht das Vermögen insgesamt resistenter gegenüber Krisen und vermindert das Wiederanlageisiko.

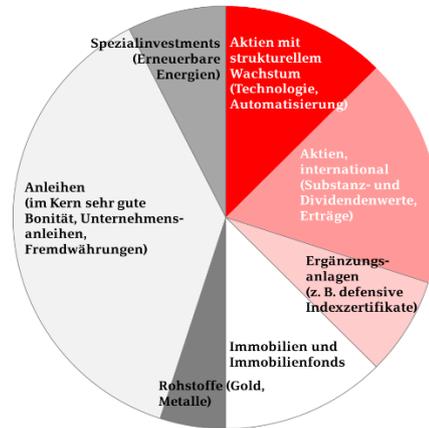
Neben den Hauptanlagegruppen Aktien und Anleihen bleibt die **Vermögensstruktur** mit einer möglichst breiten Streuung unter Nutzung möglichst vieler Anlageklassen die Königsdisziplin.

Mit dem notwendigen Umbau unserer Gesellschaft in eine kohlenstoffarme Zukunft geht eine enorme Nachfrage nach **Rohstoffen, insbesondere Metallen**, einher. Hier sehen wir angesichts des sehr langen Vorlaufs in der Förderung überproportionale Chancen. Als Ergänzung empfehlen wir zudem eine Beteiligung in bzw. an **Erneuerbaren Energien**, auch hierbei favorisieren wir einen breiten Portfolioansatz mit unterschiedlichen Energieträgern und Standorten.

Strukturierte Produkte, die grundsätzlich den Aktien zuzurechnen sind, verfügen gerade bei konservativer Ausgestaltung weiterhin über ein interessantes Risiko-Rendite-Profil, wenngleich die deutlich rückläufige Volatilität bei den Aktien die zu erzielenden Renditen drückt.

Vermögensstruktur:

Ein für alle und auf die individuellen Bedürfnisse angepasstes einheitliches Portfolio kann es nicht geben. Wir zeigen hier stellvertretend eine Vermögensstruktur mit mittlerer Risikobereitschaft.



Bei der Zusammenstellung der aktuell empfohlenen Vermögensstruktur bleiben Anleihen im Aufwind. Sie punkten gegenüber den mittlerweile recht hoch bewerteten Aktien und nehmen auch den Strukturierten Produkten etwas Terrain ab. Auch wenn die Immobilien noch nicht komplett ihrer eigentlichen Rolle als verlässlicher Anker gerecht werden können, so lassen wir unter mittelfristigen Aspekten ihr Gewicht nunmehr unverändert. Optimistisch sind und bleiben wir für Rohstoffe. Während wir Gold mittlerweile als Halteposition einstufen, erneuern wir unsere Empfehlung für Industriemetalle, die wir mit Aktien von Minenbetreibern abbilden.

Auch wenn die Zeiten ungeordnet sind und wohl auch bleiben werden, so zeigen die ersten Monate des Jahres 2024 sehr wohl, dass sie durchaus ertragreich sein können. Es ist sicherlich nicht zu erwarten, dass die wirklich herausragende Entwicklung der weltweiten Aktienmärkte in dieser Form fortzuschreiben ist. Es erscheint Stand heute jedoch durchaus realistisch, dass in der Kombination der unterschiedlichen Anlageklassen das Gesamtjahr einen positiven realen Vermögenszuwachs erwarten lässt.

Prognosen auf einen Blick

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	17.837	14.000 - 19.400	18.500
Euro Stoxx 50 Index	4.937	4.100 - 5.400	5.150
S&P 500 Index	5.011	4.100 - 5.600	5.200
MSCI World Index	3.280	2.700 - 3.700	3.450
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,49	2,50 - 2,75	2,75
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	4,65	4,25 - 4,50	4,50
Euro in US-Dollar	1,06	1,00 - 1,10	1,05
Gold (USD pro Feinunze)	2.378	2.100 - 2.500	2.300

Stand 18.04.2024