

Monatsbericht Dezember 2023 / Jahresausblick 2024

Kapitalmärkte und Geoökonomie unter Anpassungsdruck

Um das Börsenjahr 2023 einzuordnen, erinnern wir uns zunächst an 2022.

Ausgehend von Allzeithöchstständen zu Jahresbeginn 2022 setzte mit den ersten Zinsanhebungen durch die US-Notenbank FED im März ein historisch schneller Ausverkauf bei Aktien wie Anleihen ein – lediglich Gold und Energieaktien konnten das Jahr positiv abschließen. Auch defensive reine Anleiheportfolien kollabierten, da die schnellsten und stärksten Zinsanstiege seit 70 Jahren für größere Verluste als bei Aktien sorgten.

Heute liegt das westliche Zinsniveau 5 % höher, gemessen an den letzten zwei bis drei Jahrzehnten ein Höchststand, gemessen an der sehr langen Historie immer noch moderat. Aktuell befinden sich die amerikanischen und europäischen Leitzinsen mit 5,25 % bzw. 4,5 % auf einer Art Zinsplateau.

Über fast drei Quartale hinweg bestimmte die Kapitalmärkte das Narrativ, Zinsen könnten angesichts eines unsicheren Inflationsausblicks und den in den 70er Jahren gemachten negativen Erfahrungen mit zu frühen Zinssenkungen über einen längeren Zeitraum hoch bleiben („higher for longer“).

Dieses Leitmotiv wurde in den letzten Wochen kassiert – nahezu euphorisiert gehen die Märkte jetzt von schnellen und deutlichen Zinssenkungen im Jahr 2024 aus („earlier and faster“). Hintergrund sind die vergleichsweise schnell sinkende Inflation bei sich gleichzeitig abschwächender wirtschaftlicher Dynamik. Die Märkte treiben dabei scheinbar die Notenbanken vor sich her, während diese – um ihre Glaubwürdigkeit bemüht – lange betonten, noch nicht über Zinssenkungen nachzudenken. In der letzten Pressekonferenz vor dem Jahreswechsel hat die US-Notenbank eingestanden, über Senkungen zu diskutieren und auch das strikte Festhalten am Inflationsziel 2 % wurde etwas weicher formuliert. Die Hoffnung auf schnell sinkende Zinsen löste eine heftige Aufwärtsbewegung auch im breiteren Aktienmarkt aus, während zuvor nur die großen zinssensitiven Sektoren und Titel profitierten, die die Indizes dominieren (vor allem US-Technologie).

Dabei befinden wir uns in einer Art „bad news are good news and good news are good news“-Umfeld, welches viele Aktienindizes auf die alten Höchststände vor den Zinsanhebungen geführt hat. Dass fast jede konjunkturelle Nachricht positiv gedeutet wird, spricht für eine gewisse Sorglosigkeit an den Kapitalmärkten. Sind die konjunkturellen Nachrichten schlecht (bad news), freut sich der Markt, da der Anreiz für Zinssenkungen steigt. Sind die konjunkturellen Nachrichten gut (good news), freut sich der Markt, da eine Rezession vielleicht vermieden wird und eine sanfte Landung (Soft Landing) wahrscheinlicher wird. Zeitgleich haben bereits viele Aktientitel ein Bewertungsniveau erreicht, welches an eine perfekte Welt (priced to perfection) erinnert – einer Welt mit geringer Inflation und niedrigen Zinsen bei stabilem Wachstum (bekannt als Goldilocks-Szenario).

Der erfreuliche Rückgang der Inflation basiert auf zwei Grundlagen – dem Auslaufen transitorischer Effekte und der ersten Bremswirkung vollzogener Zinsanstiege. Dennoch ist das erreichte Niveau der Kerninflation mit 3-4 % deutlich über dem von den Notenbanken in den USA und Europa erklärten Inflationsziel von 2 %. Dass dieses stets gemeinsam formulierte Ziel schnell erreicht wird, setzt eine scharfe Rezession voraus, die weder gewollt noch absehbar ist.

Gleichzeitig deuten strukturelle Inflationstreiber wie Demographie, Dekarbonisierung, Deglobalisierung aber auch die jüngste Lohnpreisdynamik für eine hartnäckigere Sockelinflation auf aktuellem Niveau.

Die maximale Bremswirkung von Zinsanhebungen wird in der Regel erst zwischen 12-18 Monaten nach der ersten Anhebung spürbar. Trotz hoher Zinsen und Liquiditätsentzug ist von einer konjunkturellen Bremswirkung vor allem in den USA weniger als erwartet zu spüren – eine Tatsache, die die Märkte als Indiz für „diesmal ist alles anders“ werten. Dabei wird ignoriert, dass die Biden-Administration parallel zu den Zinsanhebungen der Notenbank ein historisch hohes Konjunkturförderprogramm fährt, was zu einem gewissen Grad die Bremswirkung überkompensiert. Und gleichzeitig sorgt der Ausstieg der Babyboomer aus dem Arbeitsmarkt für dessen robustes Erscheinen.

Die reale Gefahr für das Wachstumsszenario sowie die Kapitalmärkte in 2024 ist das zeitliche Zusammenfallen des verzögerten Eintritts der Bremswirkung der Zinsanhebungen mit dem Auslaufen der Konjunkturförderprogramme bzw. dass die Notenbanken wegen hartnäckigerer Inflation nicht so schnell die Zinsen senken wie aktuell erhofft. Um letzteres zu erreichen wird argumentativ versucht, bei den Notenbanken ein Aufweichen ihres Inflationszieles zu erreichen, z. B. 3 % statt den global akzeptierten 2 %.

Gleichzeitig hat das höhere Zinsniveau die fiskalpolitischen Spielräume der handelnden Regierungen signifikant eingeschränkt, da während der Nullzinsphase in verantwortungsloser Weise die Staatsschulden ausgeweitet wurden. Die emotional ausgetragenen Streitigkeiten um Schuldenbremsen in den USA und Deutschland sowie das denkbare Aufweichen der Stabilitätskriterien in der Eurozone sind ersten Vorboten einer härteren Zeit für ausgabefreudige Politiker.

Bestimmungsfaktoren für die konjunkturelle Entwicklung

Die Weltwirtschaft ist von zwei tiefgreifenden strukturellen Entwicklungen geprägt.

Zum einen die Abkehr von einem globalen synchronisierten Wachstum – Deglobalisierung wie Geoökonomie begründen stark abweichende regionale konjunkturelle Zyklen. Aktuell befinden sich die USA immer noch in einer beeindruckenden Wachstumsphase, aber mit Rezessionsgefahr – Europa befindet sich bereits länger in einer Stagnation, einige Länder in der Rezession – China wächst zwar immer noch, aber weit unter den gesetzten Zielen bei deflationärer Tendenz.

Zum anderen erfolgt seit Aufhebung der Goldbindung in den 70er Jahren ein konsequenter Ausbau der Staatsverschuldung, in den Dekaden der Nullzinsgeschenke und Multikrisen nochmals beschleunigt. Mit Rückkehr der Zinsnormalität droht jetzt die fehlende Tragbarkeit der Schuldenlast. In der Folge fehlende Flexibilität von Staatshaushalten bis hin zu höheren Steuern und Schuldenreformen.

Aktuell reden wir in der Weltwirtschaft von einer „G2“ – USA und China. Diese beiden werden entweder wieder zusammenarbeiten oder sich weiter blockieren. Die wechselseitige Abhängigkeit ist größer als es die Politik wahrhaben will, es darf bereits als Vernunftserfolg verbucht werden, dass sich die Präsidenten Biden und Xi kürzlich persönlich getroffen haben. Die seitens der USA verhängten Investitionsbeschränkungen treffen Chinas technologische Entwicklung und vor allem deren Aktienmärkte. Chinas selektive Exportverbote treffen die westlichen Energietransformationsprozesse und könnten erst der Anfang einer neuen Eskalationskette sein. Europa ist in einer unbequemen Sandwichposition zwischen den beiden Nationen und besinnt sich auf seine moralische Kompetenz bei unverändert fehlender Wirtschaftsstrategie.

2024 ist ein globales Super-Wahljahr mit entsprechenden Risiken aber auch Chancen. Die wichtigsten Termine sind die Präsidentschaftswahl in den USA, die Wahl des europäischen Parlamentes, die Wahlen in Großbritannien. Die Wahl in Russland dürfte bereits entscheiden sein, aber auch Wahlen in Taiwan, Indien, Südafrika und Südkorea bleiben nicht ohne Konfliktpotenzial und Konsequenzen für die Weltwirtschaft.

In vielen Ländern wird seit der Pandemie politisch mehr Staat und weniger Markt gefordert. Berauscht von der Machtfülle während Corona möchte Politik diese gerne weiter ausbauen in alle Lebensbereiche. Es fällt schwer, als Ökonom angesichts der Diskussionen und Entscheidungen vor allem in Europa nicht in eine Depressionsstarre zu fallen. Hin und wieder scheint dann doch das Schlimmste vorerst abgewendet wie z. B. der drohende Sanierungszwang bei Bestandsimmobilien oder das völlige Aufweichen eines Stabilitätspaktes. Andererseits engt man sich ohne Not mit umfangreichen Gesetzen zur Künstlichen Intelligenz oder zu Lieferketten ein.

Die Diskussion um die deutsche Schuldenbremse zeigt das ganze Ausmaß einer hausgemachten Krise, in der die Fähigkeit zur Priorisierung und der Realitätsbezug verloren scheinen. Die De-Industrialisierung vor allem in Deutschland ist keine Drohkulisse, sondern Realität. Der Vizekanzler sagte jüngst in einem Interview „wir sind umzingelt von Wirklichkeit“ – vielleicht ein erster kleiner Schritt zur Erkenntnis, dass etwas geschehen muss. Ein ernsthafter, technologieoffener und ideologiefreier Fokus auf Bildung, Digitalisierung und Infrastruktur wäre ein Anfang.

Geoökonomie – also die politisch gesteuerte und zu politischen Zwecken eingesetzte Wirtschaft – ist Merkmal der heutigen Zeit. Bei Nullzinsgeschenken der Notenbanken gediehen über Jahre politische Träume, die angesichts erreichter Schuldenniveaus und 5 % höherer Zinskosten nun einer pragmatischen Sicht weichen müssen. In der Summe stellt sich daher nicht die Frage nach der Art der konjunkturellen Landung für „die“ Weltwirtschaft in 2024, sondern vielmehr nach Zeitpunkt und Härte unterschiedlicher Landungen in den Weltregionen und vor allem nach den möglichen Neustarts danach.

Je nach Region bedarf es abweichender Rezepte, deren Gemeinsamkeit aber eine pragmatische wie nachhaltige globale Zukunftsorientierung sein sollte – große politische Herausforderungen im wichtigen Wahljahr 2024. Die um Unabhängigkeit bemühten Notenbanken müssen aufpassen, nicht in den Wahlkampfstrudel hineingesogen zu werden. Eine erstmalige Umsetzung des sogenannten Separationstheorems, nämlich gleichzeitig bremsend (über Liquiditätsentzug) wie wachstumsfördernd (über Zinssenkungen in 2024) zu wirken, wird daher immer wahrscheinlicher.

Bestimmungsfaktoren für die Kapitalmärkte

Deutschland steckt in der Rezession, der Leitindex DAX stieg jüngst auf ein neues Allzeithoch. Offenbar bewegen die Märkte aktuell andere Dinge als die sichtbaren konjunkturellen Rahmenbedingungen. Ein Kritiker mag einwenden, dass der deutsche Aktienindex ohnehin wenig mit Deutschland zu tun habe, da der Großteil an Umsätzen und Gewinnen außerhalb Deutschlands erwirtschaftet werde. Dennoch bleiben die Unternehmen im geografischen Korsett ihrer Firmensitze gefangen – sei es regulatorisch oder steuerlich. Hohe Staatsschulden wecken oft Begehrlichkeiten nach höheren Steuern und Abgaben, basieren dann oft auf fragwürdigen Konzepten wie einer Übergewinnsteuer oder anderer Eingriffe.

Weit wichtiger für die Märkte sind vor allem Narrative, Leitszenarien, die – ob nun realistisch oder nicht – die kurzfristigen Geldströme und damit die Kursentwicklungen prägen.

Das unveränderte Leitmotiv für die Kapitalmärkte und in erster Linie Algorithmus getriebener Strategien bleibt intakt – steigende Zinsen und sinkende Liquidität schlecht, sinkende Zinsen und steigende Liquidität gut. So simpel dieses Motiv, erklärt es doch wesentlich die Kursbewegungen in 2022 und 2023. Viele Aktienmärkte stehen Anfang 2024 exakt dort, wo sie Anfang 2022 standen. Viele Indizes haben die 22er Verluste ausgeglichen. „Zurück auf Los“ möchte man sagen, nur dass das konjunkturelle Umfeld mittlerweile ein völlig anderes geworden ist und sich die Wertentwicklungen auch nicht für alle Branchen pauschalisieren lassen.

Aktienindizes bzw. die die Indizes dominierenden Branchen und Titel sind in 2023 in der Annahme gestiegen, dass es bald wieder Zinssenkungen gibt, es wieder liquiditätserhöhende Maßnahmen seitens der Notenbanken, vielleicht sogar Förderungen der Regierungen gibt. Ob dieses Szenario eintritt hängt von der Entwicklung wesentlicher Kennzahlen zu Inflation und Arbeitsmarkt ab, aber vor allem von deren Interpretation durch die Notenbanken, deren Zielaussagen und auch des ausgeübten Drucks auf die Notenbanken durch deren Eigentümer, somit der Staaten und ihrer Regierungen.

Die Vorwegnahme einiger Aktiensegmente scheint optimistisch angesichts gegebener Unschärfe in den statistischen Zahlen und der anstehenden politischen Entscheidungen.

Insofern dürfte auch das Jahr 2024 immer dann volatiler werden, wenn auf dem Kalender die Veröffentlichung wichtiger makroökonomischer Kennzahlen ansteht, wenn die Notenbanken zu ihren Pressekonferenzen rufen und jeder Wimpernschlag eines Offiziellen auf die Waagschale gelegt wird.

Fazit für die Anlageklassen

Aktien

Die abgelaufene Berichtssaison für das dritte Quartal zeigte, dass schlechte Nachrichten auf Unternehmensebene anders als auf Makroebene bewertet wurden. Waren volkswirtschaftliche „bad news“ gute Nachrichten für potenzielle Zinssenkungen und ließen den Gesamtmarkt eher steigen, so waren „bad news“ auf Aktienebene Grund für teils heftige Kurseinbrüche bei den Werten.

Gleichzeitig waren die Kursanstiege im Jahr 2023 in der Breite nicht so ausgeprägt, wie es die Wertentwicklung bekannter Indizes auf den ersten Blick vermuten lässt. Eigentlich sind – abgesehen von den letzten Handelstagen – vergleichsweise wenig Aktien gestiegen, diese aber extrem und konnten damit viele andere Enttäuschungen überdecken. Aktiengewinner waren vor allem die großen sieben US-Technologiewerte – die Glorreichen Sieben von Alphabet bis Tesla, die durchschnittlich +80 % zulegen konnten. Der 500 Titel umfassende US-Index S&P500 stieg in 2023 um +20 %, davon stammten fast 15 % von diesen sieben Aktien, die 493 anderen konnten nur +5 % beitragen. Die Auswirkung auf Weltaktienindizes wie den MSCI Welt ist ähnlich und verzerrt dessen Aussagekraft als Vergleichsgröße für viele Aktienportfolios.

Neben dem jüngsten Narrativ für Zinssenkungen profitierten die US-Technologieriesen von einer Kombination aus ihrer vermuteten Eigenschaft als sicherer Hafen einerseits, der Wachstumshoffnung Künstliche Intelligenz andererseits. In Europa haben vor allem Banken wegen der Zinsanstiege und Luxuskonsumgüter wegen der Chinahoffnung zugelegt.

Die Wertentwicklung der wenigen Schwergewichte hat den gängigen Indizes für ein erfolgreiches Börsenjahr ausgereicht. Gleichzeitig blieben vor allem langfristig ausgerichtete, thematische Investments auf der Strecke. Von den großen Themen Demographie, Klimawandel, Infrastruktur und Digitalisierung konnte nur letzteres hohe Kursgewinne ausweisen, andere zeigten teils schwere Verluste und sind noch weit von den Höchstständen aus 2022 entfernt. Die in der Breite erfolgte Aktienrallye der letzten Tage konnte an dieser Feststellung nichts ändern.

In der Konsequenz sehen wir zu Jahresbeginn 2024 eine große Bewertungsspanne zwischen Regionen wie Sektoren. So ist der Abstand zwischen US-amerikanischen und europäischen Aktien auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnis auf einem historischen Höchststand. Hier stehen wir vor der Frage, ob die Rallye der bisherigen Favoriten des Jahres weitergeht, ob sich die jüngste Erholung in der günstiger bewerteten Breite des Aktienmarktes fortsetzt oder ob wir mit Rückschlägen rechnen müssen.

Optimisten verweisen aktuell darauf, dass die Aktienmärkte auf Basis ihrer langjährigen Bewertungen nicht teuer seien. Im Aggregat und im Durchschnitt ist das richtig. Allerdings haben die jüngsten heftigen sektoralen Verschiebungen dazu geführt, dass vor allem die Technologie-Kursgewinner sehr teuer aussehen, während die langfristigen thematischen Investments wie Demographie oder Infrastruktur sehr attraktiv erscheinen. Generell unterstellen wir, dass die teils sportlich hohen Gewinnsschätzungen für das Jahr 2024 schnell kassiert werden. Angesichts geopolitischer wie konjunktureller Unsicherheiten sind die hohen durchschnittlich erwarteten Gewinnsteigerungen in den Unternehmensbilanzen 2024 gegenüber 2023 zwar denkbar, aber wenig wahrscheinlich. Oft werden Produktivitätsgewinne durch den Einsatz Künstlicher Intelligenz unterstellt – diese Gewinne dürften sich aber erst über Jahre zeigen. Gleichzeitig bedeutet ein Rückgang der Inflation auch einen Rückgang der Gewinninflation, da die Unternehmen – nicht nur aufgrund politischen Drucks – nicht ohne Weiteres die Preise weiter erhöhen können. Bleiben nur wieder stark sinkende Zinsen als Treiber, da ist das letzte Wort der Notenbanken aber noch nicht gesprochen.

Für das Gesamtmarktsentiment bleiben die Inflations- und Zinsreaktion der Schlüssel. Weiteres Augenmerk gilt dabei der Veränderung des Arbeitsmarktes. Für die Einzeltitel bleiben die Veränderung der Gewinnerwartungen, die veröffentlichten Zahlen für das Jahresabschlussquartal sowie der Ausblick entscheidend. Angesichts der „perfekten Welt“, die für einige Unternehmen eingepreist ist, steigt hier das Enttäuschungspotenzial.

Aufgrund der jüngst starken Kursanstiege ist auch die für die Indizes berechnete Volatilität (Kursschwankungen) niedrig bis historisch niedrig, was auf eine gewisse Sorglosigkeit schließen lässt.

Zwar hatten auch wir im Jahr 2023 eine hervorragend laufende Aktienstrategie, die standardisiert in globale Top20 Werte investiert, unsere fundamental basierten und langfristigen thematischen Ansätze hatten hingegen keine einfache Zeit und liegen meist deutlich hinter den Indizes zurück.

Aufgrund der geschilderten Effekte auf Indexniveau im abgelaufenen Jahr gehen wir jedoch davon aus, dass – falls es nicht zu einer scharfen globalen Rezession kommt – die Breite des Marktes, viele langfristige Themen aber auch der chinesische Aktienmarkt wieder Anschluss finden können. Wir haben daher kaum Änderungen vorgenommen und halten unser Übergewicht in Europa wie auch speziell in kleineren Unternehmen.

Anleihen

Anders als die Aktienindizes konnten Anleihen die schweren Verluste aus 2022 nicht ausgleichen. Das ist nicht überraschend, weil starke Kursgewinne nur bei tatsächlichen (nicht erwarteten) deutlichen Zinsrückgängen möglich sind.

Da eine Stagflation analog der 70er Jahre bislang nicht ausgeschlossen werden kann, scheint die oben beschriebene Markthoffnung auf schnelle und deutliche Zinssenkungen etwas voreilig. Ohne externen Schock sollten die Notenbanken zunächst die Bremswirkung ihrer Maßnahmen abwarten und sich sicher sein, dass keine Gefahr eines erneuten Inflationsanstieges besteht.

Allerdings erscheint angesichts der bereits geschilderten Schwächegefahr der meisten weltwirtschaftlichen Regionen sowie der maximalen Zinslast für viele Staatshaushalte der Höhepunkt bei den Leitzinsen in den USA und Europa tatsächlich erreicht. Nahezu sicher werden wir im Jahresverlauf 2024 erste Zinssenkungen sehen werden.

Notenbankzinsentscheidungen betreffen aber allesamt kurze Laufzeiten. Ob lange Laufzeiten ebenfalls schnell sinkende Renditen erfahren, hängt neben der langfristigen Konjunktur- und Inflationserwartungen auch davon ab, welches Kaufinteresse bei gegebenem Zinsniveau für lange Anlagebindungen besteht. So deutete sich jüngst eine gewisse Nachfrageschwäche bei Emissionen von Staatsanleihen mit langen Laufzeiten an.

Bei attraktiven kurzfristigen Zinsen, die aktuell immer noch höher sind als für lange Laufzeiten (inverse Zinsstruktur), stehen Anleger jetzt vor der Frage nach der richtigen Laufzeitstruktur ihrer Zinsanlagen im Depot.

Für kurze Laufzeiten sprechen die relative Sicherheit der Anlage und das in jüngster Historie attraktive Zinsniveau. Gegen kurze Laufzeiten spricht eine gewisse Wahrscheinlichkeit wieder sinkender Leitzinsen, wodurch dann ein Anschlussrisiko für fällige Gelder entsteht.

Für lange Laufzeiten spricht der aus Sicht der letzten zwei Jahrzehnte trotz jüngster Rückgänge noch vergleichbar hohe Zins, der sich für entsprechend viele Jahre einloggen ließe. Potenziell wieder sinkende Zinsen über alle Laufzeiten bei wirtschaftlicher Abschwächung könnten deutliche Kursanstiege bescheren (Rezessionsschutz). Gegen lange Laufzeiten spricht die Gefahr, dass im Falle hartnäckiger Inflation oder/und schlechterer Bonitätseinstufung der Emittenten (z. B. hoch verschuldete Staaten) die Renditen wieder und weiter steigen, was zu Buchverlusten führen würde. Dieses Phänomen hat vor Monaten bereits für Aufmerksamkeit gesorgt, als Regionalbanken in den USA aus Liquiditätsnot diese Buchverluste realisieren mussten.

Seitdem die 10-jährigen deutschen Zinsen unter 2 % gefallen waren, stehen wir Zinsengagements sehr skeptisch gegenüber. Vielfach hatten wir klassisch zinslastige Strategien komplett in die Richtung von alternativen Strategien gelenkt.

Seit diesem Jahr hat sich die Lage geändert, der Zins ist zurück und durchaus attraktiv.

Wir haben intensiv EUR- und USD-Anlagen nahezu risikoloser Emittenten (top-geratete Staaten) im Laufzeitbereich 0-2 Jahren aufgebaut. Daneben auch EUR-Unternehmensanleihen hoher Bonität bis maximal 5 Jahren. In den letzten Monaten haben wir auch erste Positionen mit den Laufzeiten 10 Jahre und länger in EUR und USD staatlicher Emittenten aufgebaut. Das Verhältnis der drei Anlageblöcke sehr kurzer Laufzeiten bis zu 2 Jahren, 2-5 Jahren und 10 Jahren+ liegt bei etwa 60:20:20.

Je nach Entwicklung der makroökonomischen Nachrichtenlage werden wir voraussichtlich Gelder vom sehr kurzfristigen Bereich in den langfristigen Bereich umschichten. Neben EUR und USD spielen andere Währungen für uns aktuell keine Rolle. Auch Schwellenländer-, Hochzins- oder nachrangige Anleihen werden von uns nur in Ausnahmen eingesetzt, da die zusätzlichen Risiken kaum kompensiert werden.

Gold und alternative liquide Anlageklassen

Ein zweites Jahr in Folge konnte Gold als Portfolioversicherung überzeugen – im Jahr 2022 als Fels in der Brandung, als fast alle Anlageklassen wegen der Zinssteigerungen kollabierten – im Jahr 2023 angesichts geopolitischer Unsicherheiten und vor allem überbordender Verschuldung im Finanzsystem.

Dabei haben sich durchaus die Anleger von Gold getrennt, die es zu Zeiten des Negativzinses als Geldersatz erworben hatten. Auch Finanzanleger sind jetzt bei Gold-ETCs häufiger auf der Verkäuferseite, scheint es doch viele andere Anlageopportunitäten zu geben.

Wir sehen in Gold keine Opportunität, die wir rein oder raus handeln, sondern einen langfristigen Versicherungsschutz. Dies scheinen auch die Notenbanken so zu sehen, die Rekordkäufe in Gold im abgelaufenen Jahr tätigten. Hier sind vor allem China und die Schwellenländer zu nennen, die ihre Reserven weg von USD und EUR diversifizieren wollen und auch über eine gemeinsame gedeckte Währung nachdenken.

Wir gehen davon aus, dass bei weiter von Unsicherheit geprägten Szenarien Gold einen wertvollen Portfoliobeitrag leisten kann. Unsere strategische Position in Multi-Asset-Portfolien ist unverändert bei circa 10 %.

Im Niedrigstzinsumfeld waren sogenannte Liquid Alternatives eine unter Rendite-Risiko-Profil Gesichtspunkten überlegene Alternative zu Zinsprodukten. 3 % Rendite vor Kosten bei einem Risiko von 5 % waren mit ausgewählten sogenannten Marktneutralen Strategien möglich. In dem Maße wie das allgemeine Zinsniveau gestiegen ist, hat sich unser Anteil von Absolute Return Strategien weiter reduziert. Dennoch gewichten wir sog. Liquid Alternatives mit einem mittleren einstelligen Prozentsatz in risikoaversen Strategien, vor allem im Hinblick auf deren niedrige Korrelationen zu anderen Anlageklassen und somit zu erwartendem Mehrwert im Falle erneuter denkbarer Marktverwerfungen.

In jüngster Zeit sind offene Immobilienfonds in negative Schlagzeilen geraten, nachdem die in einem Fonds des Hauses KanAm gehaltenen Immobilien um durchschnittlich 10 % abgewertet werden mussten. Gleichzeitig sind die Fondsrenditen oftmals unter dem aktuellen Geldmarktzins, konjunkturelle Schwächen erhöhen die Sorgen vor Leerständen, politische Initiativen die Sorgen vor Auflagen bei Sanierungen und Mietpreisen. Parallel erlebten börsennotierte Immobilienaktien nach 2022 das zweite Jahr in Folge schwere Kurseinbrüche, die zusammen im Ausmaß nur noch von der globalen Finanzkrise übertroffen wurden.

Wir setzen Immobilienfonds und Immobilienaktien vereinzelt in Multi-Asset-Portfolien ein. Zumindest bei den Aktien sehen die Einbrüche mittlerweile übertrieben aus, da zwischen den Titeln kaum differenziert wird – die gestiegenen Zinsen sind der pauschal negative Treiber. In den letzten Handelstagen des Jahres konnten sich Immobilienaktien schon deutlich von den Tiefstständen erholen. Bei den Fonds könnte es noch die ein oder andere Bewertungsanpassung auf sehr junge Bestandsimmobilien geben, die teuer gekauft oder teuer gebaut wurden. Ältere Objekte in der EU litten unter der Gefahr eines Sanierungszwanges, das scheint zumindest vorerst vom Tisch. Wir halten an unseren Positionen fest, ein Ausbau bei Immobilienaktien ist je nach Entwicklung der konjunkturellen Szenarien denkbar.

Energie und Rohstoffe

Seit Beginn der Zinsanhebungen im März 2022 hat der aus Energie und Rohstoffen gemischte Bloomberg Commodity Index weit mehr als 20 % verloren, im Gegensatz zu den Aktienmärkten blieb hier eine Erholung bzw. Gegenbewegung bislang aus. Energie- und Rohstoffmärkte können sich nicht über Zinssenkungsszenarien freuen, wenn deren Ausgangspunkt eine Abschwächung der Weltwirtschaft ist. Auch die sonst eher die Preise stabilisierende geopolitische Unsicherheit ist eher zur Unberechenbarkeit mutiert, dazu addieren sich teils erratisch anmutenden Strategien im Kampf gegen den Klimawandel, die die Investitionsentscheidungen erschweren bis aufhalten.

Unabhängig von politischen Entscheidungen steht die Welt vor einem mehrjährigen Aufschwung bei Energie wie Rohstoffen, da diese im Kampf gegen den Klimawandel mehr denn je benötigt werden – fossile Energieträger eingeschlossen, wie es zuletzt der UN-Klimakongress in Dubai bestätigte. Ohne Nutzung fossiler Energie lässt sich die

benötigte neue Infrastruktur gar nicht aufbauen – gleichzeitig haben klimapolitische Vorgaben seit Paris 2015 zu einer Unterinvestition in diesen Sektoren geführt, die den erforderlichen Transformationsprozess jetzt unnötig verlangsamt und verteuert.

Auch ein Wiedererstarken Chinas sollte die Nachfrage anheben, die prinzipiell auf ein reduziertes Angebot trifft.

Angesichts gegebener Realitäten sehen wir einen mehrjährigen positiven Zyklus in dem Bereich. Die Sektoren sind unverändert günstig und wir haben unser Engagement in Multi-Asset-Portfolien über Aktien aus den entsprechenden Sektoren sowie Rohstoffindexpositionen erhöht – Rezessionsgefahren scheinen eingepreist.

Märkte

Der Weltaktienmarkt gewann im zwölften Monat des Jahres +3,62 % auf +19,60 % seit Jahresbeginn. Aufgrund seiner Größe leistete der US-amerikanische Aktienmarkt im Monatsverlauf einen signifikanten Beitrag zur Entwicklung des Weltaktienmarktes: Der S&P 500 NR in EUR legte +3,23 % auf +21,41 % seit Beginn des Jahres zu.

Der breite europäische Aktienmarkt, gemessen am EuroSTOXX 50 NR EUR, entwickelte sich im Monatsverlauf mit +3,21 % positiv auf +22,23 % seit Jahresbeginn. Der deutsche Aktienindex DAX gewann ebenfalls und beendete den Monat mit +2,16 % auf +20,31 % seit Jahresbeginn.

Der breite Schwellenländermarkt beendete den Dezember im Plus mit +2,63 % auf +6,11 % seit Jahresbeginn. Der chinesische Aktienmarkt, der aufgrund seiner Größe einen signifikanten Beitrag zur Entwicklung des globalen Schwellenländermarktes leistet, gab gemessen am CSI 300 NR in EUR im Monatsverlauf -1,97 % nach auf -14,17 % seit Jahresbeginn.

Der EUR stieg im Monatsverlauf +1,09 % gegen den USD und beendete die Monatsentwicklung bei 1,1050 (Vormonat bei 1,0931).

Gold in Euro verlor im Monatsverlauf mit -0,31 % leicht und schloss bei EUR 1.869,43 (Vormonat: EUR 1.875,29).

Die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen fielen im Monatsverlauf weiter signifikant und lagen bei +3,88 % (Vormonat: +4,50 %). Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen fielen ebenfalls im Monatsverlauf und rentierten bei +2,02 % (Vormonat: +2,44 %).

Unsere Fonds

EuroSwitch Absolute Return

Unser auf den mittelfristigen Vermögenserhalt ausgerichtetes Konzept, EuroSwitch Absolute Return, gewann im zwölften Monat des Jahres +1,46 % (R Anteilsklasse) bzw. +1,52 % (H Anteilsklasse).

Die Wertentwicklung vergleicht sich per Monatsultimo mit dem Anleihenmarkt, gemessen am deutschen Rentenindex „REXP“, der im Monatsverlauf +1,89 % gewann. Die Schwankungsintensität (Volatilität 1 Jahr) des Fonds liegt bei 3,05 % (vs. REXP: 4,21 %).

Im Block der Liquid Alternatives ist die positive Performance des „Invenomic US Equity Long/Short Fund“ mit +0,67 % positiv hervorzuheben.

Im Block der traditionellen Engagements ist die Wertentwicklung der Position „AB Fixed Maturity Bond 2026 Portfolio“ mit +1,62 % im Monatsverlauf zu nennen.

EuroSwitch Balanced Portfolio

Unser zwischen Aktien- und Zinsrisiken ausgewogenes Konzept, EuroSwitch Balanced Portfolio, gewann im Dezember +2,63 % (R Anteilsklasse) bzw. +2,70 % (H Anteilsklasse).

Die Wertentwicklung per Monatsultimo vergleicht sich mit der Morningstar-Kategorie „Mischfonds EUR ausgewogen - Global“ (+3,61 % im Monatsverlauf). Das Konzept liegt nach wie vor unter Performance- / Risikokriterien deutlich besser als ein klassisches 50:50 Aktien-Anleihen-Engagement – die Volatilität (1 Jahr) des Portfolios liegt im Marktvergleich bei niedrigen 4,23 %.

Auf der Aktienseite ist die positive Entwicklung des „ARC ALPHA – Global Asset Managers“ mit +9,76 % im Monatsverlauf besonders hervorzuheben.

Auf der Anleihenseite verzeichnete der „AB Fixed Maturity Bond 2026 Portfolio“ mit +1,62 % im Monatsverlauf einen positiven Beitrag.

Im Block der Liquid Alternatives verzeichnete die Position „Goldman Sachs Alternative Beta“ mit +2,46 % im Monatsverlauf einen positiven Wertbeitrag.

EuroSwitch Substantial Markets

Unser aktienorientiertes – aber streng risikokontrolliertes – Konzept, EuroSwitch Substantial Markets, gewann im zwölften Monat des Jahres +2,80 % (R Anteilsklasse) bzw. +2,89 % (H Anteilsklasse).

Die Wertentwicklung per Monatsultimo vergleicht sich mit der Morningstar-Kategorie „Mischfonds EUR aggressiv - Global“ (+4,19 % im Monatsverlauf). Bei einer der Aktienmarktentwicklung vergleichbaren Performance bewegt sich das Risiko des Fonds unter der Hälfte des Aktienmarktrisikos – die Volatilität (1 Jahr) des Portfolios liegt bei 5,44 %.

Auf der Aktienseite ist die positive Entwicklung des „ARC ALPHA – Global Asset Managers“ mit +9,76 % im Monatsverlauf besonders hervorzuheben.

Auf der Anleihenseite ist insbesondere der positive Beitrag des „AB Fixed Maturity Bond 2026 Portfolio“ mit +1,62 % im Monatsverlauf zu nennen.

Im Block der Liquid Alternatives verzeichnete die Position „Goldman Sachs Alternative Beta“ mit +2,46 % im Monatsverlauf einen positiven Wertbeitrag.

EuroSwitch World Profile StarLux

Unser globales Aktienkonzept, EuroSwitch World Profile StarLux, gewann im Dezember +6,67 % (R Anteilsklasse) bzw. +6,75 % (H Anteilsklasse).

Die Wertentwicklung per Monatsultimo vergleicht sich mit der Morningstar-Kategorie „Aktien weltweit Flex-Cap“ mit +5,18 % im Monatsverlauf und der Wertentwicklung des Weltaktienindex mit +3,62 % im Monatsverlauf.

Positiv hervorzuheben ist die Position „Granahan US SMID Fund“, die im Dezember +11,68 % zulegte. Einen negativen Beitrag leistete der „Kraneshares CSI China Internet ETF“ mit -4,33 %.

ARC ALPHA Equity Story Leaders

Unser thematischer Aktienfonds, der ARC ALPHA Equity Story Leaders, investiert konzentriert – aber regional und sektoral ausgewogen – in durchschnittlich 30 Unternehmen, die von identifizierten langfristigen Wachstumstrends profitieren und durch ihre Marktstellung, innovative Produkte und Dienstleistungen Mehrwerte generieren. Der Fonds gewann im Dezember +2,63 % (R Anteilsklasse) auf +3,91 % seit Jahresbeginn bzw. +2,68 % auf +4,46 % seit Jahresbeginn (H Anteilsklasse).

Die Wertentwicklung per Monatsultimo vergleicht sich seit Jahresbeginn mit der Morningstar-Kategorie „Aktien weltweit Flex-Cap“ (+5,18 % im Monatsverlauf auf +12,32 % seit Beginn des Jahres) und der Wertentwicklung des Weltaktienindex MSCI World NR Index in Euro mit +3,62 % im Monatsverlauf auf +19,60 % seit Jahresbeginn. Der für uns ebenfalls relevante MSCI World Minimum Volatility NR in Euro hat das Jahr mit nur +3,79 % abgeschlossen.

Starke Zinssenkungshoffnungen in Kombination mit optimistischen Erwartungen für die Wirtschaft in 2024 pushten viele große Aktienindizes in einer Jahresendrallye auf neue Allzeithöchststände. Damit schlossen viele Märkte eine „V“-förmige Bewegung ab – nach Allzeithöchstständen zu Beginn 2022 und schweren Einbrüchen nach den Zinsanhebungen sind wir wieder dort wo wir waren. Dabei ist bemerkenswert, dass die Aufwärtswelle nicht von allen Marktsegmenten getragen wurde, sondern in erster Linie von Technologiewerten. Andere eher thematische Branchen wie Gesundheit oder Infrastruktur verzeichneten bis zuletzt Verluste.

In der Konsequenz sehen wir zu Jahresbeginn 2024 eine große Bewertungsspanne zwischen Regionen wie Sektoren. So ist der Abstand zwischen US-amerikanischen und europäischen Aktien auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses auf einem historischen Höchststand. Hier stehen wir vor der Frage, ob die Rallye der bisherigen Favoriten des letzten Jahres weitergeht, ob eine Erholung in der günstiger bewerteten Breite des Aktienmarktes einsetzt oder ob wir mit Rückschlägen rechnen müssen. Dabei wird neben der tatsächlichen Zinsentwicklungen auch das Superwahljahr 2024 eine Rolle spielen.

Zu den besten Performern des Monats zählten unsere Engagements in Vertex (USA) mit +15,6 % und Andritz (Österreich) mit +13,3 %.

Die negativsten Beiträge verbuchten UnitedHealth (USA) mit -5,7 % und Repsol (Spanien) mit -4,2 % (jeweils in EUR).

Im Monatsverlauf haben wir keine Änderungen vorgenommen.

Die aktuelle Anzahl an Unternehmen im Portfolio beträgt 35.

ARC ALPHA Global Asset Managers

Unser globaler Aktienfonds ARC ALPHA Global Asset Managers, der ausschließlich in börsennotierte Asset Manager und Vermögensverwalter weltweit investiert, hatte im November bereits seinen Dornröschenschlaf beendet und zu alter Form zurückgefunden. Im Dezember legte er noch eine Schippe drauf und erfreute seine Anleger mit einem satten Plus von +9,76 % und dem drittbesten Monatsergebnis seit Fondsauflegung.

Das Jahr 2023 verlief stürmisch und stellte sich Optimisten als Kap-Hoorn-Umsegelung dar. Denn das Jahr brachte nicht nur das dritt-, viert-, fünft- und siebtbeste Monatsergebnis seit Fondsauflegung, sondern eben auch das viert- und fünftschlechteste. Der Wellengang war stark, das finanzmathematische Maß hierfür ("Beta") betrug für die vergangenen zwölf Monate 1,76 (im Vergleich zu 1,37 seit Fondsauflegung).

Wie wir schon vor einem Monat behaupteten, zeichnet sich das Aufholpotential für die Asset-Management-Branche und den Fonds vor dem Hintergrund eines sich mindestens in den USA entspannenden Zinsumfeldes ab. So muss man zwar für das volle Geschäftsjahr eine Underperformance des Fonds gegenüber dem breiten Aktienmarkt konstatieren (+7,8 % gegenüber +19,6 %). Der Fonds outperformte dann aber in der zweiten Jahreshälfte (+9,34 % ggü. +6,23 %), im Schlussquartal (+7,75 % ggü. +6,79 %) und im letzten Monat (+9,76 % ggü. +3,62 %).

Gewinner des Jahres waren Asset Manager mit Fokus auf Privatmärkte. Der Fonds hält Positionen unter anderem in Ares, Blackstone, Partners Group und Hamilton Lane und konnte entsprechend profitieren. Enttäuschend verlief es dagegen vor allem für europäische Werte wie Antin Infrastructure, Taaleri, Liontrust, Ashmore und Impax.

Es gab keine Positionsänderungen im Monatsverlauf. Der Fonds bleibt weiterhin voll investiert. Die Cashquote lag Ende Dezember nahezu unverändert bei 2,31 %.

Frankfurt am Main, 3. Januar 2024, Thomas Böckelmann & Zoltan Schaumburger

Übersicht Wertentwicklung 2023 – unsere Fonds und Strategien

unsere		EUR-Wertentwicklung*	
Strategiedepots	Risiko	Monat	seit 1.1.
fondsgebundene Vermögensverwaltung (Fondsdepotbank)			
Defensive	5,0%	1,92%	3,33%
Balance	7,5%	2,27%	4,31%
Beste Vermögensverwalter	10,0%	2,78%	7,06%
Dynamik	15,0%	2,79%	5,99%
(*) vor Steuern vor Kosten			
Strategien vorwiegend mit Direktanlagen (DAB Bank)			
Defensive	5,0%	1,25%	4,82%
Balance	7,5%	1,55%	5,93%
Wachstum	10,0%	1,94%	7,01%
Dynamik - Equity Story Leaders	>15,0%	2,81%	9,11%
(*) vor Steuern vor Kosten			
Naive Strategie vorwiegend mit ETFs (DAB Bank)			
Defensive Portus	5,0%	1,40%	5,22%
(*) vor Steuern vor Kosten			
Digitale Vermögensverwaltung mit vorwiegend ETFs oder Direktanlagen (V-Bank)			
Vermögenserhalt	5,0%	2,11%	3,77%
Flexibilität**	10,0%	1,98%	
Qualitätsaktien	>15%	1,95%	18,64%
(*) vor Steuern vor Kosten			
(**) Auflage im August 2023			
unsere		EUR-Wertentwicklung*	
Fonds (H-Tranchen)	Risiko		seit 1.1.
Euroswitch Absolute Return	5,0%	1,52%	-2,18%
Euroswitch Balanced Portfolio	10,0%	2,70%	4,38%
Euroswitch Substantial Markets	15,0%	2,89%	7,28%
Euroswitch World Profile	>15,0%	6,75%	12,46%
ARC ALPHA Equity Story Leaders	>15,0%	2,68%	4,46%
ARC ALPHA Global Asset Managers	>15,0%	9,76%	7,80%
(*) nach Abzug aller Kosten			
vergleichbare		EUR-Wertentwicklung*	
Marktindizes			seit 1.1.
Aktien Deutschland		3,31%	20,31%
Aktien Europa		3,21%	22,23%
Aktien Welt		3,62%	19,60%
Aktien Schwellenländer		2,64%	6,11%
Gold		-0,33%	9,32%
Rohstoffe		-3,10%	-12,55%
Anleihen Welt		3,02%	4,73%
Anleihen Europa (langfr. Staatsanleihen EUR)		7,37%	10,54%

Quelle: Bloomberg, Euroswitch
Stand: Wertentwicklung per 29. Dezember 2023

Rechtliche Hinweise

Dies ist eine Werbemitteilung. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge. Die Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH übernimmt keine Gewähr dafür, dass eventuell im Rahmen des Monatsberichts abgegebene Marktprognosen erzielt werden. Das Urheber- bzw. Leistungsschutzrecht bleibt bei der Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH. Die Bearbeitung oder jede sonstige Art der Veränderung solcher Grafiken, Tondokumente, Videosequenzen und Texte außerhalb der Grenzen des Urheberrechts in anderen elektronischen oder gedruckten Publikationen ist ohne ausdrückliche Zustimmung des Autors nicht gestattet. Die durch uns erstellten Inhalte und Werke auf diesen Seiten unterliegen dem deutschen und internationalen Urheberrecht. Alle auf den verschiedenen Seiten genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Kennzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Marken- und/oder Kennzeichenrechts sowie den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass die jeweiligen Marken- oder Kennzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Alle hier abrufbaren Inhalte werden Ihnen lediglich als werbliche Information zugänglich gemacht. Die Artikel dienen ausschließlich der unverbindlichen werblichen Information und stellen weder ein Angebot noch eine Beratung, Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder einer Finanzanlage noch eine Bestätigung von Bedingungen eines Geschäfts dar. Sie können eine anleger- und anlagegerechte Beratung durch Ihre Bank oder einen anderen unabhängigen Finanzberater vor dem Abschluss eines Wertpapiergeschäfts nicht ersetzen. Diese Information stellt keinen Prospekt dar und ist nicht als Entscheidungsgrundlage für die Beurteilung einer hierin beschriebenen Anlagemöglichkeit gedacht. Den Chancen eines Finanzinstruments stehen stets auch entsprechende Risiken wie z. B. Kursschwankungen oder Ausfallrisiken gegenüber. Die in Bezug genommenen Wertpapiere können im Wert steigen oder fallen. Potenziellen Anlegern wird daher empfohlen, sich vor einer Anlageentscheidung eingehend über die Wertpapiere und die damit verbundenen Risiken zu informieren.

Verkaufsunterlagen und weitere Informationen zu in Bezug genommenen Wertpapieren (insbesondere Verkaufsprospekt, Anlagebedingungen, aktuelle Jahres- und Halbjahresberichte und wesentliche Anlegerinformationen) können Sie in deutscher Sprache unter www.euroswitch.de abrufen.

Alle Inhalte wurden nach bestem Wissen und sorgfältiger Prüfung erstellt. Gleichwohl können wir Irrtümer oder Druckfehler nie völlig ausschließen. Auch ist die Gültigkeit der Informationen auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser werblichen Information beschränkt. Die aktuellen politischen oder wirtschaftlichen Entwicklungen der Märkte, die Änderung gesetzlicher Bestimmungen oder andere wesentliche Umstände können dazu führen, dass die hier dargestellten Informationen, Daten und Meinungsäußerungen gegebenenfalls auch kurzfristig ganz oder teilweise überholt sind. Änderungen dieses Dokuments bleiben daher ebenfalls vorbehalten.

Kontaktdaten

Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH
Schwindstraße 10
60325 Frankfurt am Main
Telefon: 069 33 99 78 - 25
info@euroswitch.de | www.euroswitch.de