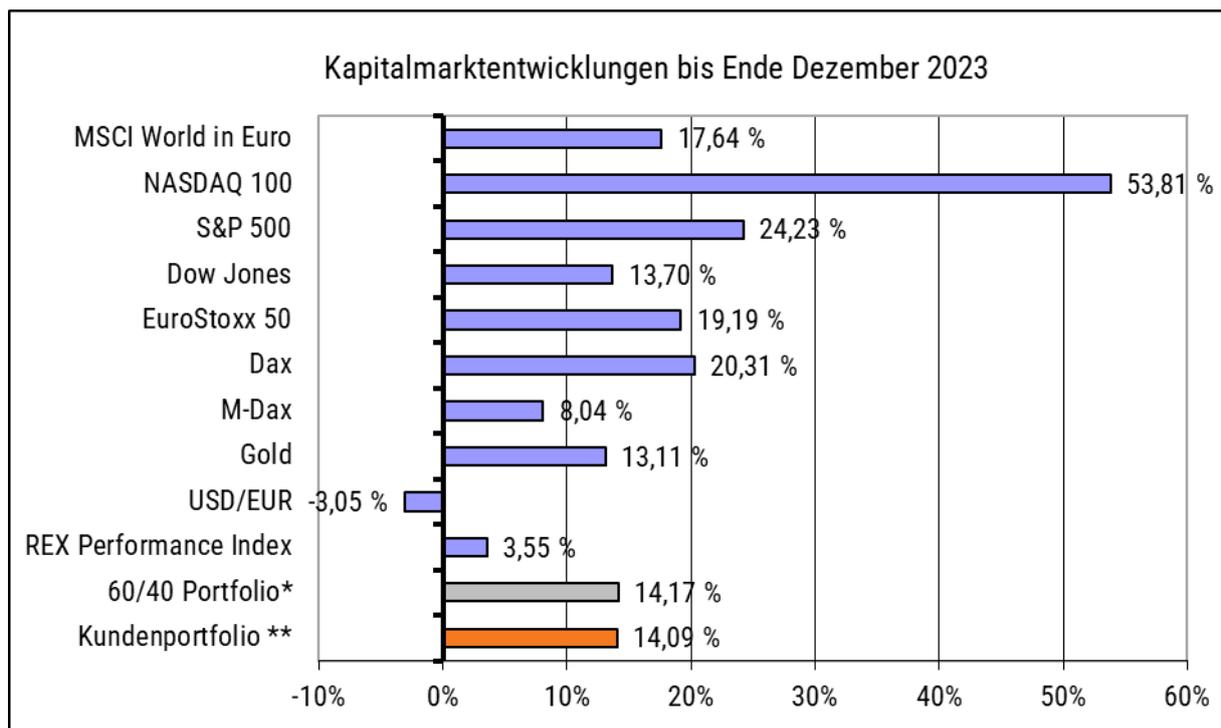


## Anlagepolitik I. Quartal 2024

### Rückblick

Das Handeln der Zentralbanken hat die Kapitalmärkte die vergangenen zwei Jahre geprägt. Nach der Corona-Pandemie in 2022 ging es um die Frage, wann und wie schnell die Zinsen angehoben werden. Im gerade vergangenen Jahr 2023 rückte das Ende des Zinsanhebungszyklus in den Focus. Voraussichtlich wird auch das Jahr 2024 wieder ein Jahr der Notenbanken, diesmal verbunden mit der zentralen Frage, wann und wie schnell die Zinsen gesenkt werden. Die Aktienmärkte nehmen solche Entwicklungen vorweg und sind mit der aufgekommenen Zinssenkungsphantasie in den letzten Wochen des zurückliegenden Jahres auf Rekordjagd gegangen.

Dennoch kann man sich fragen, wie das alles zusammen passt. An den Börsen herrscht Hochstimmung und in Politik und Wirtschaft beherrschen Kriege, Haushaltsnot und Rezession das Geschehen. Der Blick auf einige wirtschaftliche Tatsachen bietet eine nachvollziehbare Erklärung. Zum einen ist der Ölpreis deutlich gefallen, was sich positiv auf die Konsumstimmung und –möglichkeit auswirkt. Dies hat zumeist einen größeren Effekt auf die weltkonjunkturelle Lage als ein Krieg in wirtschaftlich nicht sehr relevanten Ländern. Dies mag zwar etwas zynisches an sich haben, aber die Börsen haben die Funktion, wirtschaftliche und politische Geschehnisse innerhalb kürzester Zeit in Kurse übersetzen zu müssen. Andererseits sind die gestiegenen Kurse von guten Unternehmensergebnissen untermauert. Eine Kennzahl hierzu ist das KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis), das beispielsweise für den DAX immer noch unterhalb der historischen Durchschnittswerte liegt. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass die an den Aktienmärkten notierten Unternehmen keine Abbilder der gesamten Volkswirtschaften darstellen. Gerade die großen und international agierenden Unternehmen sind in der Lage gewesen, die durch Corona und den Ukrainekrieg gestiegenen Rohstoff- und Lieferkosten an ihre Kunden weiterzugeben.



Quelle: eigenes Research, \* Das Benchmark-Portfolio setzt sich zu 60 % aus Aktien (zu je 20 % S&P 500, EuroStoxx 50 und Dax) und zu 40 % aus festverzinslichen Anleihen (REX-Index) zusammen; \*\* durchschnittliche Wertentwicklung unserer Kundenportfolios

Angetrieben von der Erwartung auf sinkende Zinsen haben einige **Aktienmärkte** zum Ende des vergangenen Jahres neue Höchststände erzielt. So schaute der DAX Mitte Dezember schon mal kurz über die Marke von 17.000 Punkten. Am Ende des Börsenjahres 2023 legten innerhalb Europas der EuroStoxx 50 und der DAX jeweils rund 20 Prozent zu, der amerikanische S&P 500 verzeichnete einen Gewinn von rund 25 Prozent. Ein wahres Kursfeuerwerk hat die Technologiebörse NASDAQ 100 abgefeuert. Die Kurse stiegen, angetrieben von den sogenannten „glorreichen Sieben“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla), um über 50 Prozent.

An den asiatischen Märkten ragte der japanische Nikkei 225 mit Gewinnen um über 28 Prozent heraus (bei allerdings deutlich abgeschwächter Währung). Die Börsen in Hongkong und China hingegen enttäuschten mit einem Minus von 14 Prozent respektive knapp 4 Prozent.

An den **Anleihemärkten** ging es in 2023 ereignisreicher zu, als man auf den ersten Blick meinen könnte. Die Verzinsung der richtungsweisenden 10-jährigen US-Staatsanleihe betrug zum Ende des vergangenen Jahres zwar unverändert 3,88 Prozent, aber die Renditen schwankten im Jahresverlauf zwischen 3,40 und 5 Prozent, was als sehr volatil bezeichnet werden kann. Ähnlich verlief die Entwicklung der Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe. Betrug diese zum Ende des dritten Quartals 2023 noch 2,86 Prozent, so waren es drei Monate später nur noch 1,97 Prozent, nach 2,50 Prozent zum Vorjahresende. Damit sind die Renditen nach den mehrjährigen Höchstständen wieder deutlich zurückgekommen, was für die Inhaber von Anleihen mit Kursgewinnen verbunden ist. Diese sind umso höher, je länger die Laufzeiten der gehaltenen Papiere ist.

Am **Devisenmarkt** blieb es dagegen aufgrund der mehr oder weniger gleichgerichteten Gangart der amerikanischen und europäischen Notenbank relativ ruhig. Auf Jahressicht hat der Euro rund 3 Prozent zum US-Dollar gewonnen.

Die Energiepreise standen im vergangenen Jahr nicht nur aus wirtschaftlicher, sondern auch aus geopolitischer Sicht unter besonderer Beobachtung. Unter dem Strich gab der **Preis für Rohöl** (Sorte Brent) in Euro gerechnet um rund 10 Prozent zum Vorjahr nach, die Schwankungen während des Jahres waren allerdings erheblich, wenn auch nicht unüblich.

Der **Goldpreis** glänzte im vergangenen Jahr und hat von den in den letzten drei Monaten wieder gesunkenen Zinsen profitiert. Aus Sicht des europäischen Anlegers betrug der Wertzuwachs im Gesamtjahr rund 10 Prozent.

## **Ausblick**

Auch dieses Jahr möchten wir für 2024 einige Thesen aufstellen, die einen Handlungsrahmen für unsere anlagepolitischen Entscheidungen im laufenden Jahr darstellen sollen, wohl wissend, dass die Wahrscheinlichkeit von sogenannten Tail Risks, also extreme Wendungen, stark zugenommen hat. Die im Vorjahr aufgestellten Thesen werden auf Seite 4 rückblickend auf ihren Wahrheitsgehalt hin kommentiert.

1. Das Wachstum der Weltwirtschaft bleibt im Jahr 2024 schwach, die USA rutschen in eine milde Rezession ab und China leidet weiter an den Verwerfungen am Immobilienmarkt. Damit wird sich auch das Wachstum in Deutschland nur um die Null-Linie bewegen.
2. Unterstützt von der schwachen Wirtschaftsentwicklung wird sich die Inflation in Europa und den USA im Jahresverlauf der Zielmarke von 2 Prozent nähern, wenn auch mit zwischenzeitlichen Gegenbewegungen zu rechnen ist.

3. Die Zentralbanken bleiben die Hauptakteure an den Kapitalmärkten. Das Ausmaß und die Zeitpunkte der Zinssenkungen werden das bewegende Thema sein.
4. Die Aktienmärkte werden sich in einem Spannungsfeld zwischen der Phantasie auf Zinssenkungen und rezessiven Tendenzen mit niedrigeren Unternehmensgewinnen bewegen.
5. Die langfristigen Zinsen der Staatsanleihen in den USA und Deutschland können das Ziel des nominellen Werterhalts wieder weitgehend erreichen. Anleihen sollten darüber hinaus von sinkenden Zinsen und entsprechenden Kursgewinnen profitieren. Die inversen Zinsstrukturkurven bauen sich ab.
6. Gold sollte von den sinkenden Opportunitätskosten und den geopolitischen Krisen profitieren können.

### **Aus anlagepolitischer Sicht bleibt folgendes festzuhalten:**

#### **Chancen**

- Anhaltende Zinssenkungsphantasien können die Aktienmärkte weiter beflügeln.
- Die Bewertungen der Unternehmen können in der Breite trotz der jüngsten Kursgewinne weiterhin als moderat bezeichnet werden.
- Kommunikativ hat die amerikanische Notenbank die Zinswende bereits eingeleitet.
- Die sich abschwächende Konjunktur hat eine dämpfende Wirkung auf die Inflationsraten.

#### **Risiken**

- Die Inflation erweist sich als hartnäckiger als erwartet und verzögert die Zinswende.
- Rezessionsbedingte Gewinnrücknahmen der Unternehmen führen zu Bewertungsanpassungen am Aktienmarkt.
- Die Bewertungen der derzeit bevorzugten Technologieaktien sind zu hoch gelaufen.
- Geopolitische Risiken und die Präsidentschaftswahlen in den USA bergen das Potential für böse Überraschungen.

### **Anlagepolitische Schlussfolgerungen**

- Kurskorrekturen können für gezielte Aufstockungen genutzt werden. Die Aktienquoten im Portfolio sollten insgesamt neutral gewichtet werden.
- Eine sinnvolle Diversifikation über Branchen, Länder und Währungen ist natürlich immer ratsam, Technologiewerte sollten von den tieferen Zinsen weiter profitieren können.
- Aufgrund der bevorstehenden Zinswende sollten Anleihen mit mittlerer bis längerer Laufzeit bevorzugt werden.
- Gold hat sich als Safe Haven-Anlage bewährt und bleibt Bestandteil eines Portfolios.

**Disclaimer:** Diese Publikation dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Ausführung sonstiger Finanztransaktionen dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Meinungen und Informationen reflektieren die Ansichten der Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können jederzeit, ohne Ankündigung, geändert werden. Obwohl die Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernommen werden. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für die laufende oder zukünftige Performance. Ohne vorhergehende schriftliche Einwilligung durch die Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH darf die Anlagepolitik weder vervielfacht noch verteilt noch veröffentlicht werden.

Nachfolgend die Anfang 2023 formulierten anlagepolitischen Thesen mit entsprechender aktueller Kommentierung (blau):

1. Die Weltwirtschaft wird vor allem in der ersten Jahreshälfte 2023 eine milde Rezession aufweisen und sich im weiteren Jahresverlauf langsam erholen.  
*Eine globale Rezession blieb aus, während die USA deutlich zulegte, kommt Deutschland nicht auf die Beine.*
2. Die Inflationsraten werden sich aufgrund von Basiseffekten zwar vorübergehend abschwächen, uns aber hartnäckig erhalten bleiben. Die alte Normalität mit niedriger Inflation und niedrigen Zinsen kommt 2023 nicht zurück.  
*Diese Aussage war zutreffend.*
3. Die Zentralbanken bleiben mit ihrer Zinspolitik der entscheidende Treiber an den Aktienmärkten. Nach weiteren, nicht mehr so drastischen Zinserhöhungen, erwarten wir im Jahresverlauf eine Stabilisierung des Zinsniveaus (Dies spiegelt aktuell den Konsens der Prognosen wider).  
*Diese These und die damalige Konsensmeinung war richtig.*  

Es besteht die Gefahr der Überreaktion durch die amerikanische Notenbank. Zudem gibt es über die Auswirkungen des allmählichen Abschmelzens der Anleihebestände (Quantitative Tightening) nur wenig Erfahrungswerte.  
*Diese Aussage spielte im Geschehen des letzten Jahres keine große Rolle, insbesondere da die amerikanische Notenbank zur Rettung einiger Regionalbanken ihre Bilanzsumme zwischenzeitlich stark ausgeweitet hat.*
4. Viele der negativen Faktoren wurden in den Aktienkursverlusten des vergangenen Jahres bereits eingepreist. Rezessionsphasen eignen sich erfahrungsgemäß gut für antizyklische Aktienkäufe, da eine Erholung der Unternehmensgewinne vorweggenommen wird. Zudem können Unternehmen in inflationären Phasen Preisüberwälzungsspielräume nutzen.  
*Diese These war nur teilweise zutreffend, denn eine Rezession (mit Ausnahme von Deutschland) hat sich so wie angenommen nicht eingestellt. Zutreffend war allerdings die Tatsache, dass zum vergangenen Jahreswechsel bereits viel Negatives eingepreist war und die Unternehmen ihre Margen halten oder sogar ausweiten konnten.*
5. Die langfristigen Zinsen verharren unter den Inflationsraten. Damit bleiben langlaufende deutsche Staatsanleihen aufgrund der negativen Realverzinsung uninteressant. Unternehmensanleihen mit kürzeren Laufzeiten können das Ziel des nominellen Werterhalts wieder weitgehend erreichen.  
*Nach den stark gestiegenen Zinsen bis Oktober erfolgte ein sehr deutlicher Renditerückgang. Insofern war die These über weite Teile des Jahresverlaufes nicht zutreffend.*
6. Gold bleibt aus Gründen der Diversifikation ein Portfoliobestandteil.  
*Der Goldpreis hat im vergangenen Jahr zugelegt und damit einen wesentlichen Beitrag zur Stabilität und Wertentwicklung des Portfolios geleistet.*