

Jahresbericht und Perspektiven

2023 – 2024

Geht die Kapitalmarktrallye weiter? Große Teile des für 2024 erwarteten Zinsrückgangs sind bereits vorweggenommen

Moderates Wachstum der Weltwirtschaft in 2024 von Asien getragen, USA schwächt sich vorübergehend ab, Europa mit Stagnation

Aktienmärkte werden nach Konsolidierung sukzessive den Aufschwung der Weltkonjunktur in 2025 antizipieren – attraktive Renditen bei Anleihen

Zusammenfassung	3
Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation	4
Asset Allocation und Aktienstrategie	9
Rentenstrategie	13
Rohstoffe	16
Währungen	17

Editoren: Alexander Bartsch, Horst-Kaspar Greven, Frank Kemper,
Dr. Wolfgang Sawazki

Redaktion: Jens Bäder, Markus Gleißner, Matthias Jörss, Thomas Pethofer,
Andreas Scharpe, Sascha Werberich

In 2023 konnten wir durch Markttiming sehr gute – bei aktienlastigen Portfolien zweistellige – Renditen erwirtschaften

EZB und Fed beginnen ab Frühsommer mit mehreren Zinssenkungen – Rentenmarkt antizipiert dies bereits

Weltkonjunktur wächst weiter nur moderat, Stagnation in Europa, USA schwächen sich vorübergehend ab, Asien stützt

Aktienmärkte mit Rückenwind im Jahresverlauf, wenn der Markt eine konjunkturelle Erholung antizipiert

Zinsrallye verfrühstückt Teil der Performance 2024 - positive Aktienrendite bei Konjunkturwende

Das Jahr 2023 war erneut geprägt von vielen politischen Krisenherden (Ukraine-Krieg, USA vs. China, Nahost-Konflikte) und den damit verbundenen Unwägbarkeiten für die Entwicklung von Konjunktur, Inflation und Zinsen. Erfreulicherweise haben wir auf Basis intensiver Researcharbeit viele richtige Weichenstellungen getroffen und sehr zufriedenstellende Anlageergebnisse für Sie erwirtschaften können. Das frühzeitige Anheben der Risikoquoten zur letzten Jahreswende, die Antizipation einer Korrektur im Spätsommer und die auf der Prognose fallender Inflationsdaten beruhende, zinsbedingte Jahresendrally haben maßgeblich zu der guten Performance in 2023 beigetragen. Erstmals seit Jahren war aufgrund des hohen Zinsniveaus, das wir zum Kauf länger laufender Anleihen genutzt haben, auch mit Rentenanlagen wieder eine sehr auskömmliche Performance zu erzielen.

Im Zuge der jüngsten Zinsrallye ist jedoch zu konstatieren, dass damit ein Teil unserer positiven Performanceerwartung für 2024 bereits verfrühstückt wurde und mit Rentenanlagen nun im Wesentlichen der Zinskupon zu verdienen ist. Wir glauben, dass die europäische und die amerikanische Notenbank erst zum Ende des zweiten Quartals – und damit später als der Markt erwartet – mit Zinssenkungen beginnen werden. Zur Jahreswende 2023/24 zieht die Inflation in Europa aufgrund staatlicher Maßnahmen noch einmal an, bevor sie ab Frühjahr wieder in Richtung des Zielpfades der Notenbanken fällt. Die Weltkonjunktur wird im Zuge der Auswirkungen der letztjährigen Zinsanhebungen sowie der fiskalischen Sparzwänge der USA und vieler europäischer Staaten zunächst nur verhalten wachsen. Somit bleibt Asien die Lokomotive dieses Wachstums. Im Jahresverlauf wirken sich dann das Ende des negativen industriellen Lagerzyklus, fallende Zinsen und Realeinkommenszuwächse positiv aus. Die Kapitalmärkte werden sukzessive eine weltweite konjunkturelle Beschleunigung in Richtung 2025 antizipieren, was moderat weiter steigende Aktienkurse erlauben sollte. Stark profitieren dürften dann Emerging Markets, Zinsgewinner (z.B. Wohnimmobilien, Infrastruktur), zyklische Unternehmen und Mid Caps.

Der US-Dollar wird zunächst von einer guten Konjunktur und höheren Zinsen in den USA gestützt, bevor später im Jahr die Unsicherheit über den Ausgang der Präsidentschaftswahl die Währung belasten könnte.

Der Goldpreis fungiert weiter als Krisenwährung im Portfolio und profitiert von fallenden Zinsen und Notenbankkäufen. Rohstoffe erholen sich erst bei anziehender chinesischer Industriekonjunktur.

Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation

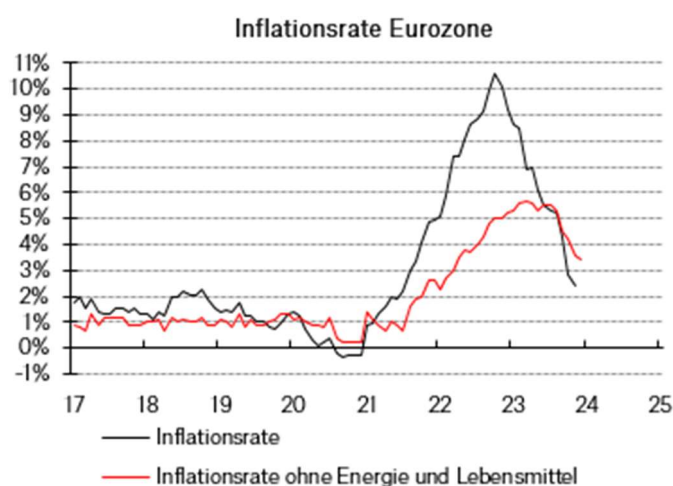
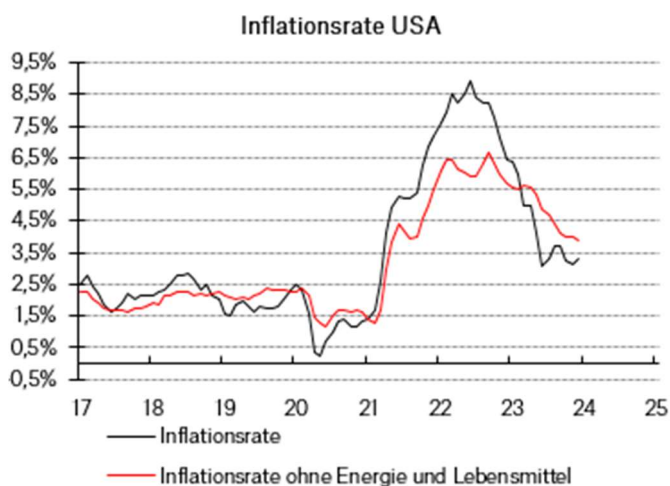
Leitzinsen sinken in 2024 – Weltkonjunktur wächst nur moderat

Inflationsraten kommen kräftig zurück, erreichen jedoch das Inflationsziel nicht ganz

Restriktive Geldpolitik führt zu deutlich sinkenden Inflationsraten

Nach dem kräftigen Anstieg der Inflation in 2022 war das Jahr 2023 gekennzeichnet durch eine weitere markante Verschärfung der Geldpolitik in den USA und Europa. Die amerikanische Notenbank Fed hob die Geldmarktsätze um einen vollen Prozentpunkt und die Europäische Zentralbank den Einlagensatz um zwei Prozentpunkte an. Mit Ausnahme der Bank of Japan und der Zentralbank Chinas setzten auch nahezu alle anderen Zentralbanken die Leitzinsen kräftig weiter nach oben, um die Inflation zu bekämpfen und eine Abschwächung der eigenen Währung gegen US-Dollar und Euro zu vermeiden. Hinzu kam, dass die Zentralbanken ihre im Zuge der Covid-Pandemie aufgeblähten Bilanzen reduzierten, indem auslaufende Wertpapiere nicht wieder angelegt wurden. Diese Strategie war im Kontext schwacher Weltkonjunktur, fallender Rohstoff- und Energiepreise sowie dem Wegfall der Lieferkettenprobleme sehr erfolgreich. Weltweit gingen die Inflationsraten spürbar zurück, ohne dass jedoch die angestrebten Inflationsziele erreicht werden konnten.

Inflationsraten in den USA und der Eurozone stark rückläufig



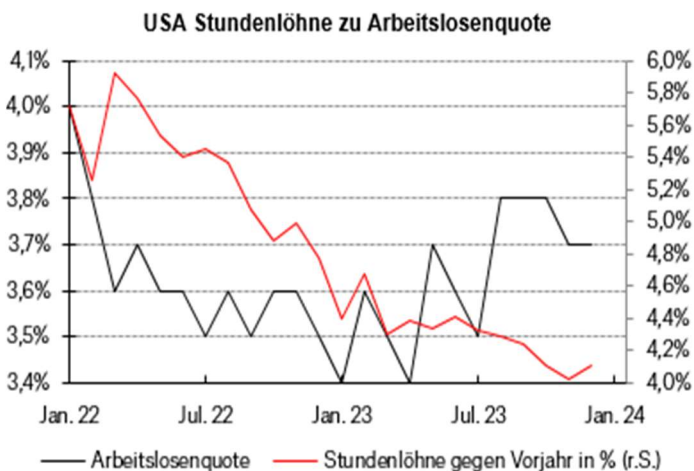
Expansive Fiskalpolitik und hohe Ersparnisse aus der Covid-Zeit verhindern Rezession in den USA

Die Mehrzahl der Volkswirte war aufgrund der absehbar sehr restriktiven Geldpolitik im Jahr 2023 davon ausgegangen, dass in den USA eine Rezession sehr wahrscheinlich sei. Diese konnte jedoch verhindert werden, was auf einer sehr expansiven Fiskalpolitik und einem starken Anstieg der Investitionen in den USA insbesondere in Folge des „Inflation Reduction Act“ beruhte. Zudem haben private Haushalte und Unternehmen die Zeit der extrem niedrigen Zinsen genutzt, um ihre Finanzierungsbedürfnisse zu attraktiven Konditionen

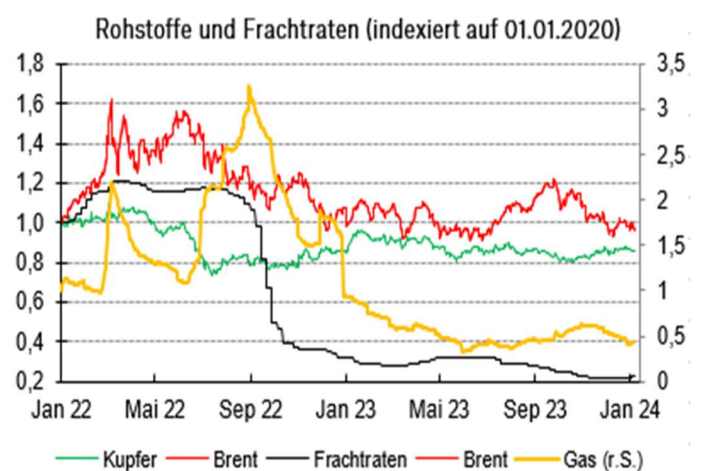
langfristig zu sichern. Damit wirkt die Geldpolitik dieses Mal zeitlich verzögert. Hinzu kam, dass die Unternehmen aus Sorge, bei besserer Auftragslage kein Personal zu bekommen, kaum Entlassungen vorgenommen haben. Zudem reichten die Ersparnisse aus der Covid-Zeit auch dank fallender Energiepreise länger aus als erwartet, sollten bei Konsumenten gerade aus den unteren Einkommensschichten nun jedoch weitgehend aufgebraucht sein.

Der Geldpolitik gelang es, die Inflation deutlich zu senken, da sie zu einer schwächeren Nachfrage und damit zu langsamer ansteigenden Löhnen führte. Zudem fielen die meisten Rohstoffpreise kräftig, was auf die schwache Dynamik in China sowie auf eine Verteuerung der Lagerhaltung bei steigenden Zinsen zurückzuführen war. Die von der Fed angestrebte Inflationsrate von 2% konnte jedoch noch nicht erreicht werden. Die Notenbanker hoben die Geldmarktzinsen bis Ende Juli an und signalisierten ab Mitte Oktober Zinssenkungen für 2024. Darüber hinaus hat die Fed ihre Anleihebestände von rund 9 Billionen USD im Sommer 2022 auf zuletzt rund 7,7 Billionen USD reduziert und will an diesem Vorgehen zunächst festhalten.

Anstieg der US-Stundenlöhne verlangsamt sich



Rohstoffpreise und Frachtraten schwächeln



Auch in der Eurozone hat die EZB aufgrund der hohen Inflation die Zinsen signifikant angehoben. Hier war jedoch die Fiskalpolitik weit weniger expansiv. In Südeuropa wurden die Haushaltsdefizite sogar leicht reduziert. Hohe konsumfördernde Ersparnisse aus der Covid-Zeit bestanden in Europa, im Gegensatz zu den USA, nicht.

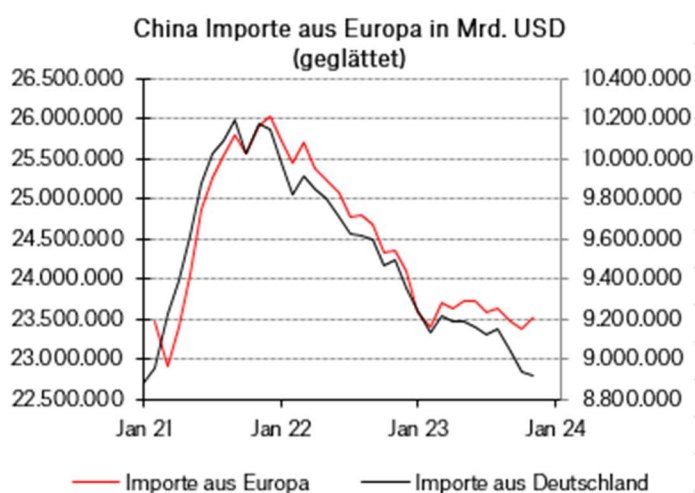
Europa leidet unter hohen Energiepreisen, dem negativen Lagerzyklus sowie Strukturproblemen – Deutschland in Rezession

Die Konjunktur in Deutschland wurde durch große Strukturprobleme, ausgelöst durch die im weltweiten Vergleich sehr teuren Energiepreise, hohe Steuern und eine insgesamt abnehmende Wettbewerbsfähigkeit gedrückt. Des Weiteren wird Deutschland wegen seines sehr hohen Industrieanteils vom auslaufenden Abbau überhöhter Lagerbestände überdurchschnittlich belastet. Deutschland ist aufgrund seiner Exportlastigkeit zudem stärker als andere Länder von der verringerten Nachfrage aus China sowie der zunehmenden chinesischen Konkurrenz in Sektoren wie Automobile und Maschinenbau betroffen.

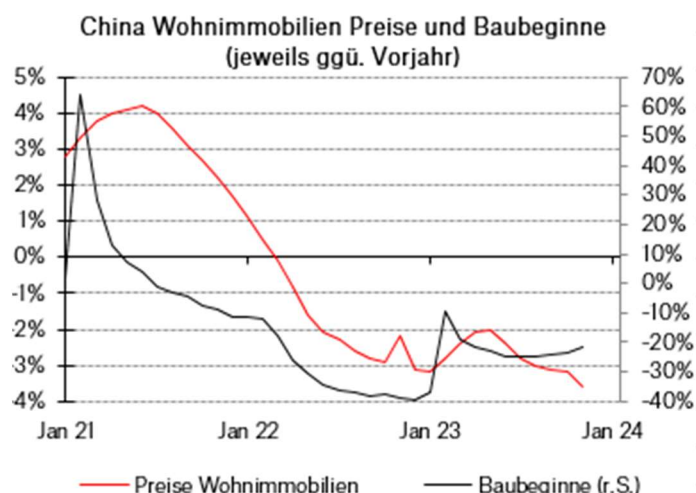
China leidet unter Immobilienkrise und schwindendem Vertrauen in die Politik

In China verpuffte der Konjunkturimpuls, den man sich vom Ende der Zero-Covid-Strategie erhofft hatte, im Jahresverlauf schnell. Die Schieflage der hoch verschuldeten Immobilienunternehmen führte zu einer Vertrauenskrise und fallenden Immobilienpreisen. Damit verlor die wichtigste Anlageform der privaten Haushalte an Wert. Viele Käufer fürchteten zudem um die Anzahlungen, die sie bei Immobilienunternehmen geleistet hatten. In China gab es keine sehr hohen Ersparnisse aus der Covid-Zeit. Zudem führte die wenig berechenbare Politik des Landes zu hoher Verunsicherung bei der eigenen Bevölkerung sowie bei internationalen Investoren. Die Geld- und Fiskalpolitik war zwar expansiv, gleichzeitig litten jedoch die lokalen Gebietskörperschaften an ihrer hohen Verschuldung. Zudem erzielten sie in der Vergangenheit ihre Einnahmen vor allem durch Landverkäufe, was nun kaum noch möglich war. Das Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft blieb damit spürbar hinter den Erwartungen zurück. Ähnlich wie die meisten Emerging Markets hatte auch China wegen der US-Zinsanhebungen nur geringen Spielraum für Zinssenkungen, um der Abwertung der eigenen Währung zu begegnen.

Abnehmende Exporte nach China



Chinas Immobilienmarkt bremst die Wirtschaft



Wachstumsverlangsamung, aber wahrscheinlich keine Rezession in den USA

Schwache Dynamik in 2024 – Zinssenkungen ab dem späten Frühjahr

Wir rechnen für die Weltwirtschaft im laufenden Jahr mit einer Wachstumsverlangsamung auf etwa 2,8% nach rund 3% in 2023. Während Europa in einem Stagnationsumfeld verbleibt, geht in den USA und Japan die wirtschaftliche Dynamik zurück. Triebfeder bleiben die asiatischen Schwellenländer sowie China und Indien.

In den USA wird die restriktive Geldpolitik zunehmend wirksam. Zugleich wird auch die Fiskalpolitik deutlich restriktiver. Stabilisierend wirken sich die anhaltend hohen Industrieinvestitionen im Zuge des „Inflation Reduction Act“ aus. Der Lagerabbau in der Industrie sollte im Laufe des ersten Quartals auslaufen, was einen Anstieg der Industrieproduktion ermöglichen dürfte. Die Lohnabschlüsse werden klar über der Inflationsrate liegen, was die Realeinkommen ansteigen

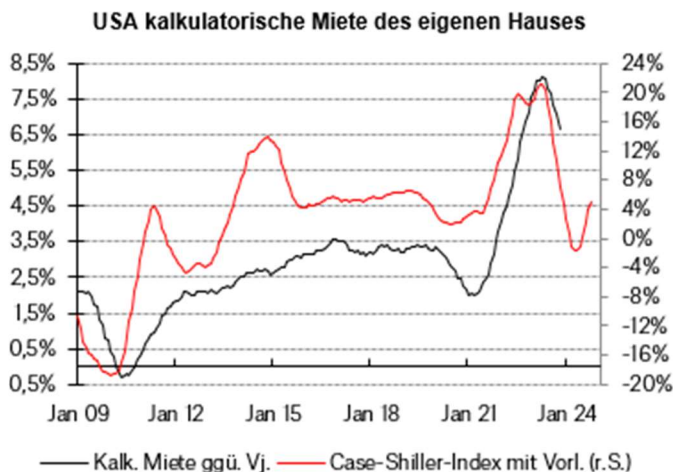
lässt. Jedoch sind die Ersparnisse der Covid-Zeit nun weitgehend aufgebraucht. Dies sollte zu einer steigenden Sparquote führen und die Konsumausgaben insgesamt etwas schwächen.

Insgesamt rechnen wir für die USA im aktuellen Jahr mit einem deutlich schwächeren Konjunkturverlauf. Die Wirtschaft könnte durchaus in einem oder zwei Quartalen schrumpfen. Dies könnte dann auch Auswirkungen auf die US-Präsidentschaftswahlen im November haben, wo in den Umfragen derzeit keine Partei eindeutig in Führung liegt und es wahrscheinlich zur Wahl zwischen Donald Trump und Amtsinhaber Joe Biden kommen wird. Hiervon kann im Herbst eine große Verunsicherung bei den Kapitalmarktakteuren ausgehen.

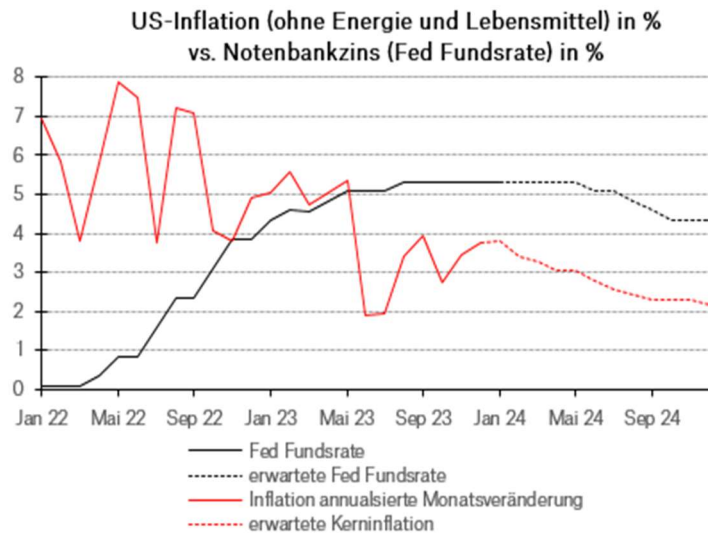
Die Inflationsrate sollte sich nicht zuletzt aufgrund weniger stark steigender (kalkulatorischer) Mieten weiter moderieren. Zugleich bleibt die Lohnentwicklung zu hoch und die Arbeitslosigkeit zu niedrig, als dass es ausgemacht ist, dass die Notenbank bereits im ersten Quartal die Zinsen senkt. Wir rechnen mit einem ersten Schritt zum Ende des zweiten Quartals und gehen für 2024 von Zinssenkungen von insgesamt einem Prozentpunkt in mehreren Schritten aus.

Inflation fällt nur langsam und erlaubt Zinssenkungen erst ab dem Ende des 2. Quartals

US-Mietwachstum nimmt ab



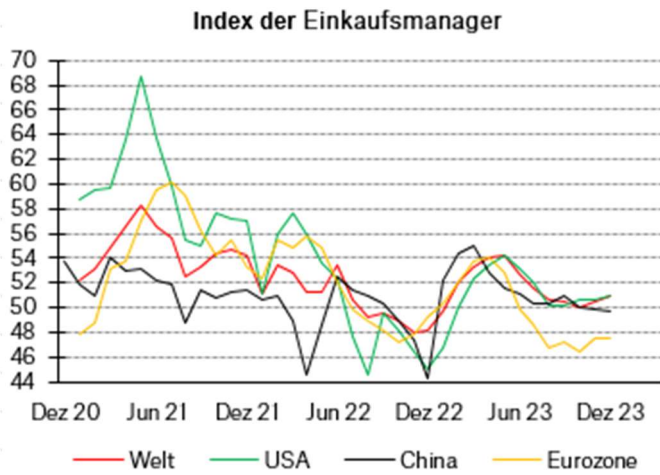
Weiter fallende Inflation ermöglicht Zinssenkungen



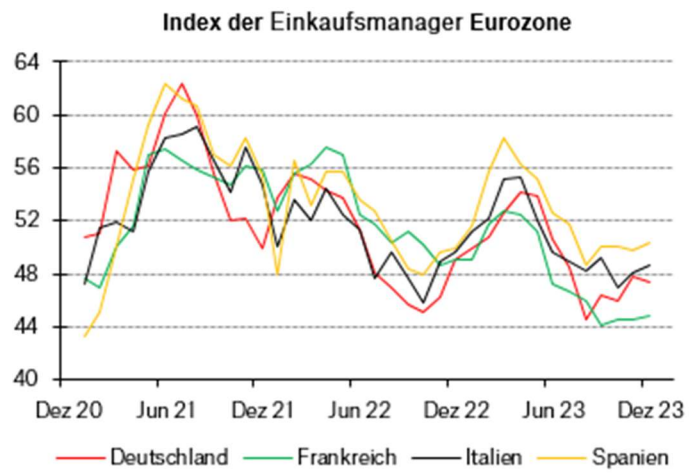
Wirtschaftliche Dynamik in Europa bleibt gering

Europa wird auch im laufenden Jahr nur schwach wachsen. Die Fiskalpolitik wird restriktiver, der Zinsanstieg aus dem letzten Jahr wirkt sich zunächst noch sehr negativ auf Konsum und Investitionen aus. Die Industrieproduktion sollte auch in Europa von dem Auslaufen des Lagerabbaus profitieren und im späteren Jahresverlauf zur Erholung ansetzen. Die Einkommenszuwächse liegen ebenfalls über der Inflationsentwicklung. Damit steigen die Realeinkommen, was sich positiv auf den privaten Verbrauch auswirken sollte. An den strukturellen Problemen aus hohen Energiepreisen und abnehmender Wettbewerbsfähigkeit ändert sich wenig. Von dieser unbefriedigenden Situation dürften bei den in vielen Ländern anstehenden Wahlen vor allem populistische Parteien profitieren (EU-Wahlen im Juni, mehrere Landtagswahlen in Deutschland im September, Wahl Nationalrat Österreich im Oktober).

Eurozone zeigt die schwächste Dynamik



Strukturprobleme in D und F bremsen



Zinssenkungen durch die EZB ab Fröhsommer

Nach einem basisbedingten Anstieg zur Jahreswende 2023/24 wird die Inflation auch in Europa im Fröhsjahr weiter moderat fallen. Zusammen mit der unbefriedigenden konjunkturellen Situation wird daher auch die EZB ab dem Fröhsommer mit Zinssenkungen beginnen. Diese sehen wir bei insgesamt rund 75 Basispunkten in 2024.

China bleibt eine Wachstumslokomotive, wenn auch auf niedrigerem Niveau

China wird durch eine sehr expansive Fiskalpolitik, einzelne Deregulierungsmaßnahmen sowie eine moderat expansive Geldpolitik mit rund 4,5% wachsen. Im Vergleich zu den Vorjahren ist dies eine geringe Zuwachsrates, auch wenn sie weit über der Europas und der USA liegt. Die Überkapazitäten und die zu hohe Verschuldung großer Unternehmen im Wohnimmobilienbereich üben weiterhin einen dämpfenden Einfluss auf die Wirtschaft aus. Die Verunsicherung bei Konsumenten und Investoren dürfte fortbestehen. Damit bleibt die Kapazitätsauslastung in China gering und die deflationären Tendenzen begünstigen durch Preisdruck bei Warenexporten den Inflationsrückgang in den Industrieländern. Die Zentralbank wird weitere kleine Zinssenkungen vornehmen.

Emerging Markets profitieren von der Änderung der Geldpolitik in den USA und Europa – Japan mit weniger expansiver Geldpolitik

Der von uns im Jahresverlauf erwartete Einstieg der Notenbanken in einen Zinssenkungspfad erlaubt es vielen Emerging Markets, erstmals wieder eine expansivere Geldpolitik zu betreiben, ohne die eigene Währung markant abzuwerten. Dies begünstigt die Konjunktur in den Emerging Markets in Asien und Südamerika.

Eine Sonderrolle wird Japan spielen. Hier erwarten wir eine Abkehr von der aktuellen Kontrolle der 10-jährigen Zinsen (Yield Curve Control) durch die Zentralbank, was steigende Zinsen bedeuten sollte und den Yen aufwerten lässt.

Kursfeuerwerk in Aktien, Renten und Gold

Performance inkl. Zins/Dividenden 2023 (in lokaler Währung)	
MSCI Welt (in US-\$)	24,4%
Aktien USA (S&P 500)	25,7%
Aktien China (CSI 300)	-9,1%
Aktien Japan (Nikkei)	31,0%
Aktien Europa (EURO STOXX 50)	22,2%
Aktien Deutschland (DAX)	20,3%
US Staatsanleihen (10 Jahre)	3,6%
EU Staatsanleihen (IBOXX)	7,2%
EU Unternehmensanleihen (IBOXX)	8,2%
Gold (in US-\$)	13,8%
Ölpreis (Brent in US-\$)	-8,5%
US-Dollar	-3,4%

Ein zentraler Punkt in unserer Vermögensverwaltung war, dass wir bereits ab dem Spätherbst 2022 die Aktienquoten in den Portfolien in mehreren Schritten ausgebaut haben. Hauptgrund hierfür war unsere Erwartung fallender Inflationszahlen im Verlauf des Jahres 2023, u.a. getrieben durch die weitestgehende Auflösung der Lieferkettenprobleme aus der Corona-Pandemie und rückläufige Energie- und Rohstoffpreise. Letzteres begünstigte die Aktienmärkte Europas als hauptbetroffener Region überproportional, weshalb wir hier unseren regionalen Fokus bei der Aktienausswahl setzten. Daneben hatten wir eine währungsgesicherte Position in Japan aufgebaut und behielten unsere strategische Position in den USA, insbesondere im Technologie-segment. Sektoral waren wir verstärkt in defensiven Branchen wie Healthcare, dividendenstarken Finanzwerten und strukturell wachsenden Technologietiteln investiert.

Auf der Rentenseite begannen wir mit dem kontinuierlichen Zukauf länger laufender Anleihen (Laufzeit 6 bis 9 Jahre), welchen wir auch im Verlauf des Jahres 2023 fortsetzten.

Aufschwung am Aktienmarkt
bis zum Sommer

Im Frühjahr 2023 setzte sich die sehr gute Entwicklung der Aktienmärkte, insbesondere in Europa, weiter fort. Nur kurzfristiges Störfeuer erhielten die internationalen Kapitalmärkte im März von der US-Regionalbankenkrise, die in den Übernahmen von u.a. der Silicon Valley Bank und der Credit Suisse gipfelte. In diesem Zuge hatten wir vorübergehend unsere USA-Position im konjunktursensiblen Mittelstandsbereich sowie in Finanztiteln reduziert.

Aktien China und Japan
zugekauft

Erfolgreiche Einzeltitel-
selektion bei europäischen
Small & Mid Caps

„Künstliche Intelligenz“ als
Treiber für Technologie-Titel

Zum Halbjahr moderat
defensive Positionierung

„Higher for longer“ bei
Leitzinsen – Notenbanken
leiten Marktkorrektur ein

China hatte die Zero-Covid-Strategie im Januar beendet. Als Folge verzeichnete die chinesische Volkswirtschaft im ersten Quartal die erwartete Konsumaufholung, mit positiven Effekten auch für asiatische Nachbarstaaten. Aus diesem Grund hatten wir einen aktiven Fonds, der in die Aktienmärkte Asiens investiert, hinzugekauft. Allerdings flachte die chinesische Wirtschaftsdynamik im Jahresverlauf wieder ab. Vor dem Hintergrund einer unterbewerteten Währung haben wir in Japan investiert, wovon unsere Kunden im laufenden Jahr erheblich profitierten. Hervorzuheben ist unsere erfolgreiche Einzeltitelselektion in europäischen Small & Mid Caps (z.B. ASML oder Gerresheimer). Das boomende Interesse am Thema „Künstliche Intelligenz“ (KI) und dessen enormes Geschäftspotenzial für viele Branchen und Unternehmen führten zu einer anhaltend positiven Wertentwicklung im Technologiesektor, besonders in den USA. Hiervon konnten unsere Kunden u.a. durch unsere großen Nasdaq-Positionen sowie durch unser substanzielles Engagement in Halbleitertiteln wie bspw. ASML profitieren.

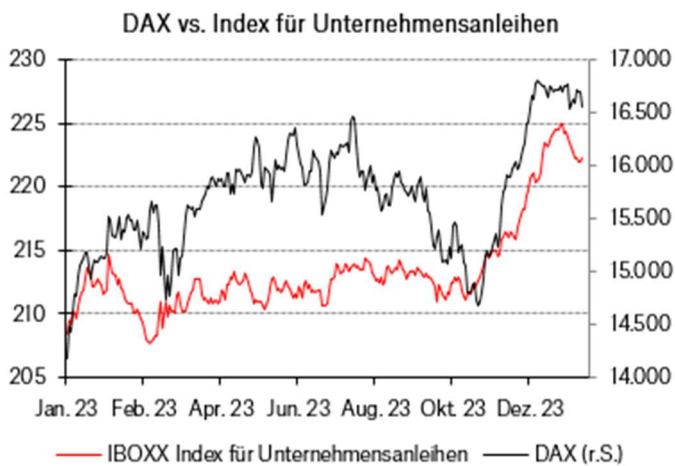
Notenbanken und der KI-Boom prägten das Kapitalmarktgeschehen im zweiten Halbjahr

Bis in den Spätsommer hinein antizipierten die Marktteilnehmer, dass die USA und Europa in eine Rezession abgleiten würden. In diesem Zuge haben wir im Frühjahr/Sommer die Aktienquote vorübergehend herabgesetzt. Zudem haben wir die Struktur des Einzelwerteportfolios in Europa durch die Reduzierung zyklischer Exposures und Financials sowie den Zukauf von Healthcare-Werten (u.a. Novo Nordisk) und Konsumtiteln (u.a. AB InBev, Carrefour) defensiver ausgerichtet.

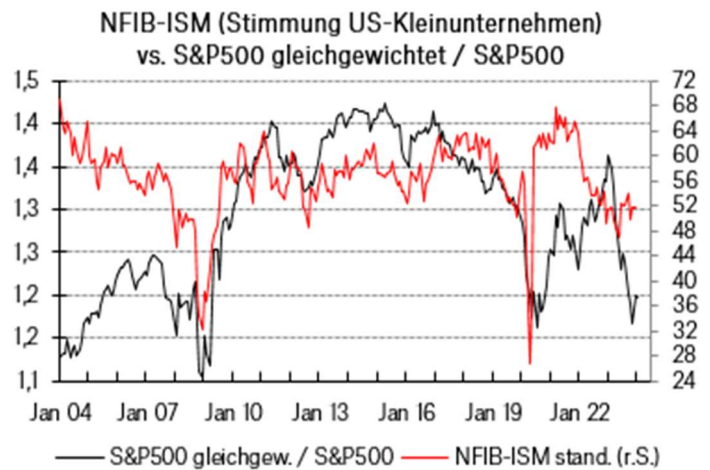
Anhaltend feste Konjunkturdaten, insbesondere im US-Arbeitsmarkt, bewirkten jedoch, dass die Erwartung einer Rezession immer weiter in die Zukunft verschoben und schließlich von der Hoffnung auf eine „weiche Landung“ der US-Wirtschaft abgelöst wurde, was u.a. von unerwartet starken US-BIP-Zahlen für das dritte Quartal untermauert wurde. Als Folge betonten Fed und EZB, dass die Zinserhöhungsphase noch nicht beendet sei und das erhöhte Leitzinsniveau länger als von vielen Kapitalmarktakteuren erwartet Bestand haben könnte.

Im Herbst stiegen die 10-Jahres-Renditen in den USA zwischenzeitlich auf über 5% an. Dies hatte, in Kombination mit schwachen Konjunkturdaten in Europa sowie der Angst vor einem Flächenbrand im Nahen Osten nach Ausbruch des Gaza-Konflikts, eine deutliche Korrektur an den Märkten zur Folge. In diesem Umfeld behielten wir unsere moderate Untergewichtung in Aktien bei, stellten uns jedoch innerhalb des europäischen Einzelwerteportfolios etwa durch den weiteren Zukauf von Healthcare-Werten (u.a. Fresenius) oder Übernahmekandidaten (Covestro) nochmals leicht defensiver auf.

Kursfeuerwerk dank Zinswende ab Spätherbst



Stimmung in US-Mittelstand besser als die Kurse



Fed läutet im Spätherbst Zinswende ein

US-Tech-Konzerne bewirken steigende Bewertung des US-Aktienmarktes absolut und relativ im Vergleich zu Europa

Ausbau des Rentenanteils zu Lasten der Kontoliquidität, Duration und Bonität erhöht

Nach Jahresendrallye 2023 noch moderates Kurspotential bei Aktien und Renten in 2024

Im Spätherbst veränderte sich das „Wording“ der Fed, in dem ein Ende des Zinsanhebungszyklus in Aussicht gestellt wurde. Das Resultat war ein Kursfeuerwerk an den Aktienmärkten in den USA und Europa sowie bei Anleihen, wo sich zusätzlich zu den Kursgewinnen aufgrund sinkender Kapitalmarktrenditen die Risikoaufschläge weiter einengten. Die nach wie vor bestehenden geopolitischen Risiken wurden weitgehend ausgeblendet. In diesem Zuge haben wir die Aktienquote insbesondere durch Ausbau unseres Technologie-Exposures (z.B. STMicroelectronics, ETF für KI) weiter erhöht. Die überproportional positive Wertentwicklung der US-Tech-Giganten führte zu einer sehr hohen Gewichtung dieser Titel in den US-Benchmark-Indizes. Daher haben wir zum Jahresende einen Teil unseres marktkapitalisierten S&P 500-ETFs (hohes Gewicht in „Big Tech“) in eine gleichgewichtete Variante umgeschichtet.

Im Segment der Renten erwarben wir über das ganze Jahr hinweg vorwiegend Anleihen mit einer Restlaufzeit zwischen 6 und 9 Jahren, um das attraktive Renditeniveau für unsere Kunden für mehrere Jahre zu sichern. Auf diesem Wege wurde die mittlere Restlaufzeit in den Portfolien deutlich auf rund vier bis fünf Jahre erhöht. Zum Jahresende weisen unsere Rentenportfolien auch nach den zinsbedingten, kräftigen Kursgewinnen bei Anleihen ab Ende Oktober im Schnitt noch immer eine durchschnittliche Rendite von ca. 3,7 - 4% p.a. auf.

Gedämpftes Wachstum in 2024 – Kurspotential aus Zinssenkungszyklus und Konjunkturerholung

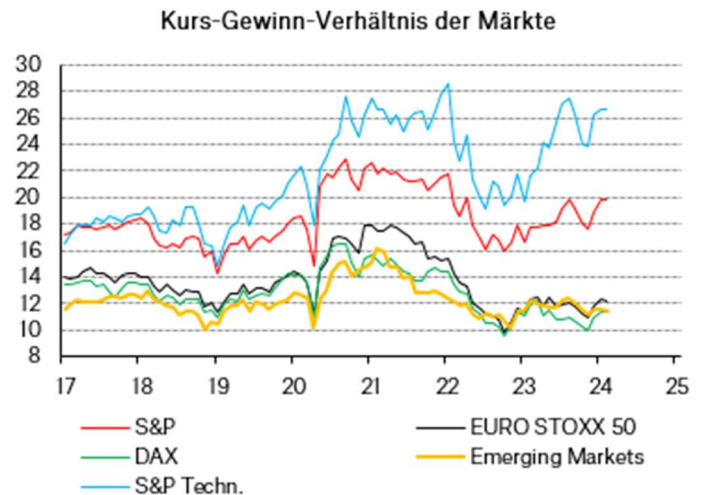
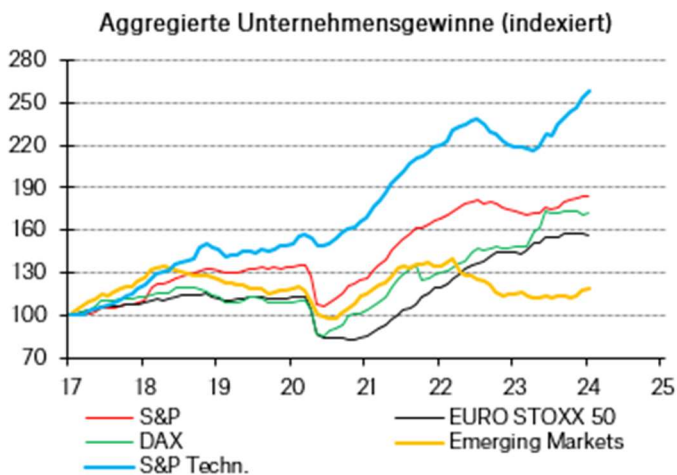
Nach dem signifikanten Rückgang der Zinsen am Kapitalmarkt und der Einengung der Risikoprämien im Dezember sind die prognostizierten Zinssenkungen der Notenbanken bereits weitgehend eskomptiert worden. Als Folge rechnen wir in 2024 am langen Ende des Rentenmarktes nur noch mit geringen Kursgewinnen (Jahresendrendite Treasuries 3,8 - 4%, Bundesanleihen 2%). Wir erwarten zunehmend die Tendenz zu einer sukzessiven Normalisierung der Zinsstrukturkurven.

Daher favorisieren wir nun mittlere Laufzeiten. Renten sollten mit einer Performanceerwartung von 3,5 - 5% auch in 2024 eine auskömmliche Rendite bieten.

Auch am Aktienmarkt wurde mit dem jüngsten starken Kursanstieg ein nicht unerheblicher Teil unserer Performanceerwartung für 2024 bereits vorweggenommen. Dennoch sehen wir, nach einer volatilen Konsolidierungsphase zu Jahresbeginn, im weiteren Verlauf noch Kurspotential. Angeschoben würde dies durch eine sukzessive Belebung der Weltwirtschaft im Jahresverlauf, fallende Inflationsdaten, eine niedrige Bewertung außerhalb des Technologiebereichs und sinkende Zinsen. Dies senkt die Investitionsunsicherheiten und bringt Realeinkommenszuwächse für die Konsumenten. Insgesamt wird das Wirtschaftswachstum jedoch nur verhalten ausfallen. Daher ist die Gewinnentwicklung der Unternehmen in 2024 lediglich leicht positiv und von nur wenigen Sektoren wie Technologie, Pharma, Konsumgüter oder Financials getragen. Bei anziehenden Konjunkturerwartungen dürften die Aktienmärkte im Jahresverlauf jedoch eine Erholung der zyklischen Gewinne in 2025 sukzessive antizipieren.

Leicht steigende Unternehmensgewinne in 2024

Bewertung USA klar über EU und EM



Strukturelle Wachstumstrends und Profiteure fallender Zinsen favorisiert

Auf Sektorebene favorisieren wir in Europa zunächst Branchen mit strukturellen Trends (z.B. Technologie, Healthcare) sowie Profiteure fallender Zinsen (z.B. Infrastruktur, Wohnimmobilien). Regional planen wir, unser Engagement in den Emerging Markets Asiens sowie in Wachstumsthemen der USA weiter auszubauen. Bei Anzeichen einer konjunkturellen Industriebelebung würden wir zudem das Gewicht in Industrietiteln, Investmentbanken und zyklischem Konsum wieder anheben. Zudem werden dann Small Caps stärker profitieren.

Ein großes Unsicherheitsmoment könnte aus weiteren geopolitischen Verschärfungen und in der zweiten Jahreshälfte zusätzlich aus den im November anstehenden US-Präsidentschaftswahlen herrühren.

Kapitalmarkt preist ab Ende Oktober den Zinsgipfel ein

Rückblick 2023: Auslaufender Zinserhöhungszyklus ermöglicht deutlich positive Anleihemärkte

Nach einem katastrophalen Jahr 2022 für die globalen Anleihemärkte waren die sehr auskömmlichen Wertentwicklungen von Zinspapieren in 2023 wieder Balsam für die Wunden der Anleger. Dabei war in den ersten drei Quartalen weiter Gegenwind von der Zinsseite angezeigt. Im März kam der Markt kurzfristig durch die Pleite der Silicon Valley Bank und die Notübernahme der Credit Suisse unter Beschuss, im dritten Quartal überraschten sowohl Fed als auch EZB mit nochmaligen Zinserhöhungsschritten. Nachdem der Kapitalmarkt im Zuge markant fallender Inflationsraten ab Ende Oktober den Zinsgipfel als erreicht ansah, kamen die Renditen sehr rasch zurück. Allein die letzten beiden Monate des Jahres machten 95% der Wertentwicklung europäischer Staatsanleihen aus, die das Jahr mit +7,2% abschlossen. Unternehmensanleihen im Investment Grade-Bereich aus der Eurozone erwirtschafteten in 2023 +8,2% (gemessen an den IBOXX-Indizes).

Fed erhöht Zinsen zunächst weiter, indiziert ab Oktober jedoch Zinspeak

Die US-Notenbank erhöhte die Zinsen in den ersten drei Sitzungen des Jahres jeweils um 0,25%. Nach einer Pause, flankiert von Hoffnungen des Marktes über ein Ende der Erhöhungen, kam dann im Juli ein weiterer Schritt in gleicher Höhe hinzu, der den finalen Leitzins auf 5,5% brachte. Die Notenbankbilanz reduzierte sich in 2023, nur unterbrochen durch eine Marktintervention der Fed im März im Zuge der Turbulenzen um die Silicon Valley Bank, um etwa 10% oder fast 800 Mrd. USD.

EZB hebt Leitzins bis zum Herbst auf 4,5% an

Die Zinsschritte der EZB waren im Zuge der nicht nachlassenden Inflation weitaus ausgeprägter. Der Leitzins wurde von 2,5% auf 4,5% nahezu verdoppelt. Nach den beiden größeren Zinsschritten von je 0,5% im ersten Quartal fielen die folgenden vier Erhöhungen mit jeweils 0,25% dosierter aus. Die Marktteilnehmer wurden vom letzten Zinsschritt Mitte September negativ überrascht, was die Kapitalmarktzinsen zunächst auf neue Höchststände trieb. Die Bilanz der EZB schrumpfte im Jahresverlauf um über 1 Bio. EUR.

Hohe Schwankungsbreite bei Anleiherenditen in USA und Europa

Zehnjährige Treasuries rentierten zum Jahresanfang mit 3,9%, gipfelten dann nach einem Tief im April von 3,3% bei 5% im Oktober, um am Jahresende wieder nahe ihres Ausgangsniveaus zu stehen. Die Inversion der Zinsstrukturkurve nahm weiter zu und erreichte im Maximum einen Abstand von 108 Basispunkten zwischen 2- und 10-Jahres-Papieren. Kaum weniger stark ausgeprägt war die Differenz bei

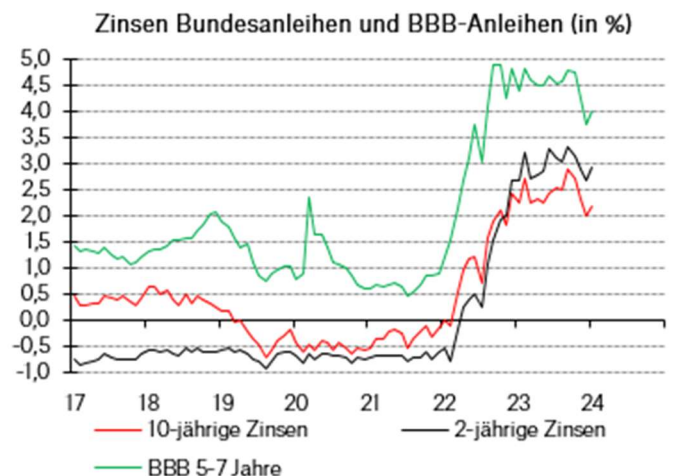
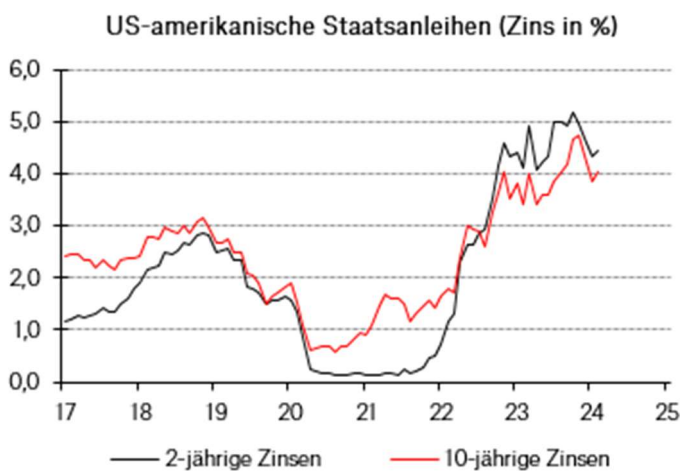
deutschen Staatspapieren mit 82 Basispunkten. Die Start- und Endrendite der zehnjährigen Bundesanleihen lag mit 2,6% zu 2% deutlich stärker auseinander als in den USA. Nach einem Top bei 3% im Oktober sank die Rendite bis Jahresende um einen ganzen Prozentpunkt.

Hochzins- und Hybridanleihen waren die „Stars“ in 2023

Unternehmensanleihen profitierten neben den fallenden Zinsen zum Jahresende zusätzlich von rückläufigen Risikoprämien von über 0,3% bei Investment Grade Papieren und sogar 1,6% bei Hochzinsanleihen der Eurozone. Letztere Anleihekategorie erreichte mit +17% über das Jahr eine aktienähnliche Wertentwicklung. Hybride Anleihen brachten mit +10,4% ebenfalls zweistellige Gewinne. Sektoral entwickelten sich Papiere aus den Bereichen Banken, Versicherungen, Öl- und Gas sowie Versorger am besten.

Anleihen aus den Emerging Markets warteten in 2023 sogar mit einer noch besseren Wertentwicklung als ihre westlichen Pendanten auf. Insbesondere in Südamerika unterstützten die Notenbanken mit bereits einsetzenden Zinssenkungen.

Nach Hochpunkt im Oktober beginnt Rückgang der Kapitalmarktzinsen bis zum Jahresende



SALytic nutzt Zinsgipfel zum Kauf von längeren Laufzeiten mit hohen Renditen

Die SALytic Rentenstrategie stützte sich in 2023 zunächst auf eine nicht zu lange Restlaufzeit im Portfolio, was in den ersten drei Quartalen des Jahres bei steigenden Zinsen zu einer äußerst stabilen Entwicklung führte. Zinsgipfel im März und Oktober sowie punktuell bei Hochs im Spätsommer haben wir genutzt, um länger laufende Papiere mit hoher Rendite für die Zukunft zu erwerben. Emissionen haben wir rege wahrgenommen, wobei das zweite Halbjahr eine eher geringe Emissionstätigkeit verzeichnete. Unser verstärkter Fokus auf Bankanleihen wie z.B. BNP, Rabobank und Santander zahlte sich in den vielen Kundenportfolien ebenso aus wie der selektive Erwerb hybrider Titel wie etwa Deutsche Bahn, Orange und Engie.

Ausblick 2024: Notenbanken unterstützen den Rentenmarkt durch Zinssenkungen - Normalisierung der Strukturkurven zu erwarten

Fed und EZB beginnen im zweiten Halbjahr 2024 mit Zinssenkungen – Märkte nehmen dies vorweg

Nachdem sich die Marktzinsen im November/Dezember bereits stark rückläufig entwickelt haben, begleitet von weiteren Einengungen der Risikoprämien, nehmen die Marktteilnehmer bereits mehrere Zinssenkungen in den Anleihekursen vorweg. Sowohl für die Fed als auch die EZB sind aktuell fast 1,50% bzw. sechs Zinsschritte zu jeweils 0,25% nach unten eingepreist, was u.E. als zu optimistisch anzusehen ist. Hier gibt es eher Raum für Enttäuschungen des Marktes, insbesondere was die Hoffnung auf eine Senkung im März anbelangt. Die aktuelle Datenlage sieht eher weiter nach einem „Soft Landing“ in den USA aus. Nur ein ernstes Stress-Szenario im Finanzmarkt, ein unerwartet deutlicher Rückgang in der Kerninflation oder ein Einbruch am Arbeitsmarkt sollten die Notenbanken zu einem frühzeitigen Agieren bewegen.

Wir erwarten einen weiteren Rückgang der Inflation in den USA, sofern keine neuen exogenen Schocks auftreten. Dies erlaubt es der Fed, ab Ende des zweiten Quartals bis zum Jahresende die Zinsen um gut einen Prozentpunkt zu senken. Am Jahresende 2024 sehen wir die Treasuries in einer Spanne zwischen 3,8% und 4%.

In Europa steigt die Inflation zur Jahreswende 2023/24 basisbedingt vorübergehend an. Bereits ab Februar wird sie jedoch wieder moderat weiter fallen. Zusammen mit der unbefriedigenden konjunkturellen Situation wird daher auch die EZB ab dem Frühsommer mit Zinssenkungen beginnen. Mit 75 Basispunkten gehen wir von weniger Schritten als in den USA aus und sehen die zehnjährigen deutschen Bundesanleihen zum Jahresende auf einem Niveau von 2% oder minimal darüber.

Notenbankbilanz der EZB schrumpft weiter

Das Angebot an Neuemissionen europäischer Staatsanleihen wird mit etwa 1,25 Bio. EUR leicht unter dem Vorjahr liegen. Wir rechnen damit, dass sich die quantitative Straffung beschleunigen wird. Die EZB hat in der Dezember-Sitzung bekannt gegeben, dass ab dem zweiten Halbjahr das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) um monatlich 7,5 Mrd. EUR abgeschmolzen wird. So kommen in 2024 zu der Reduzierung innerhalb des Rückkaufprogramms der EZB (APP – Asset Purchase Programme) über 210 Mrd. EUR weitere 45 Mrd. EUR hinzu.

Aussichten für Rentenpapiere bleiben gut

Die Zinssenkungen werden Anleihen auch im laufenden Jahr einen fruchtbaren Boden bieten und strukturell eine Normalisierung der Zinsstrukturkurven über die nächsten Jahre einleiten. Fallende Zinsen sind weiterhin förderlich für die Entwicklung der Risikoprämien. So dürften sich Unternehmen mit ihrem Finanzierungsdrang im ersten Halbjahr eher zurückhalten, ab der zweiten Jahreshälfte jedoch für eine Belebung bei den Neuemissionen sorgen. In diesem Zuge favorisieren wir nun mittlere Laufzeiten. Für 2024 rechnen wir mit auskömmlichen Wertentwicklungen bei Anleihen im Bereich von etwa 3 bis 5%.

Gold mit beeindruckender Jahresendrallye und Allzeithoch im Dezember

Wir halten auch in 2024 an unserer Goldposition als Risikoversicherung fest

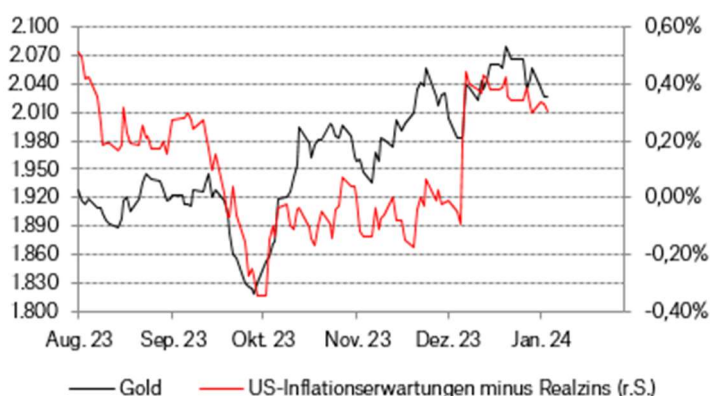
Goldpreis getrieben von Notenbankkäufen und globalen Krisenherden

Der Goldpreis erreichte Anfang Dezember ein neues Allzeithoch von 2.135 USD und erzielte auf Jahressicht eine Performance von fast 14% in USD. Die Rallye startete zu Beginn des vierten Quartals, als viele Anleger, verunsichert durch die verschiedenen geopolitischen Krisenherde, vermehrt auf den „sicheren Hafen“ Gold setzten. Große Unterstützung fand der Goldpreis zudem in der Aussicht auf sinkende Opportunitätskosten mit der Hoffnung auf Zinslockerungen in 2024. Haupttreiber waren jedoch vor allem Käufe von Notenbanken in Schwellenländern. Hier trat insbesondere die chinesische Zentralbank als Nachfrager auf, welche 2023 über 180 Tonnen Gold erwarb.

Die genannten geopolitischen Krisen werden uns aller Voraussicht nach auch im Jahr 2024 begleiten. Ebenso wird das wirtschaftliche Umfeld zunehmend schwerer und zu Unsicherheiten führen. Dagegen wirken positive Realzinsen als Belastungsfaktor auf den Goldpreis. Insgesamt gehen wir davon aus, dass das Gold auf dem aktuellen hohen Niveau gut abgestützt ist, jedoch lediglich beschränktes weiteres Aufwärtspotenzial bietet.

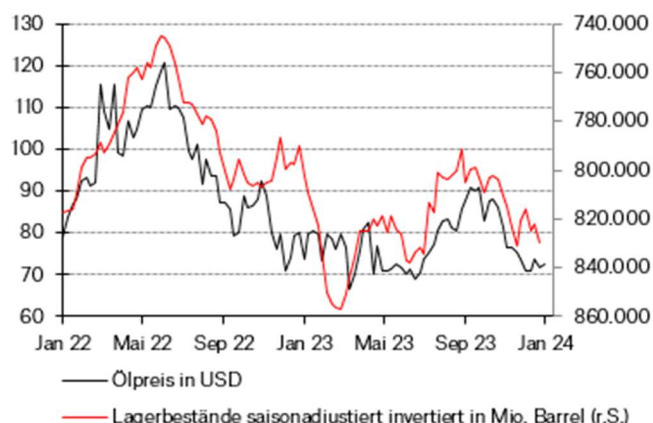
Gold hebt im Herbst 2023 ab

Gold (in USD) vs. US-Inflationserwartungen minus Realzins (in %)



Schwache Nachfrage drückt Ölpreis

US-Ölpreis vs. EIA Ölreserven USA inkl. Produkte



Rückläufige Öl-, Energie- und Rohstoffpreise als Inflationsdämpfer in 2023

Energiepreisrückgang dämpft Inflation

Trotz mehrfacher Förderkürzungen durch die OPEC+ Länder befand sich der Ölpreis im Jahresverlauf – unter stärkeren Schwankungen – insgesamt auf dem Rückzug. Dies hatte einen nicht unerheblichen Effekt auf die rückläufige Entwicklung der Inflationsdaten. Aufgefangen wurden die geringeren Fördermengen der OPEC+ Staaten u.a. durch die USA. Deren heimische Ölproduktion wurde mit Hilfe des Fracking-Verfahrens stark gesteigert und befindet sich nun auf einem Allzeithoch.

Konjunkturaufschwung sollte Rohstoffpreise im Verlauf des Jahres 2024 stützen

Bei Energie- und Industrierohstoffen erwarten wir für 2024 eine moderate Erholung, da mit fallenden Zinsen und Auslaufen des Lagerzyklus im Jahresverlauf die industrielle Nachfrage anziehen dürfte und bei vielen Rohstoffen (z.B. Kupfer, Öl) in den letzten Jahren deutlich zu wenig investiert wurde.

Die USA sowie einige Nicht-OPEC Staaten können mit ihrem Förderpotenzial eine ansteigende Nachfrage, bei gleichzeitig verhaltenem Fördervolumen der OPEC+ Länder, befriedigen. Eine Eskalation der Situation im Nahen Osten könnte dagegen jederzeit dafür sorgen, dass sich der Ölpreis schlagartig verteuert, z.B. wenn der Iran den Seeweg in der Straße von Hormus sperren würde.

Währungen

Geringere Schwankungsbreiten – Rückenwind für US-Dollar dürfte bei ausbleibenden Krisen und schnellen Fed-Zinssenkungen abnehmen

Euro legt mit Ausnahme des CHF und GBP gegenüber allen großen Währungen zu

Mit dem Bruch des Abwärtstrends des Euros gegenüber dem US-Dollar zum Jahresanfang 2023 ging die Währungsrelation in den von uns im Jahresausblick 2023 erwarteten Seitwärtskorridor zwischen 1,05 - 1,14 USD je Euro über. Weder die dynamische Zinspolitik in der ersten Jahreshälfte noch der steigende Ölpreis oder der Nahost-Konflikt in der zweiten Jahreshälfte führten zu einem Ausbruch aus dieser Bewertungsspanne. Mit einem Jahresschlusskurs von knapp über 1,10 USD konnte der Euro eine Aufwertung von über 3% gegenüber dem US-Dollar verbuchen.

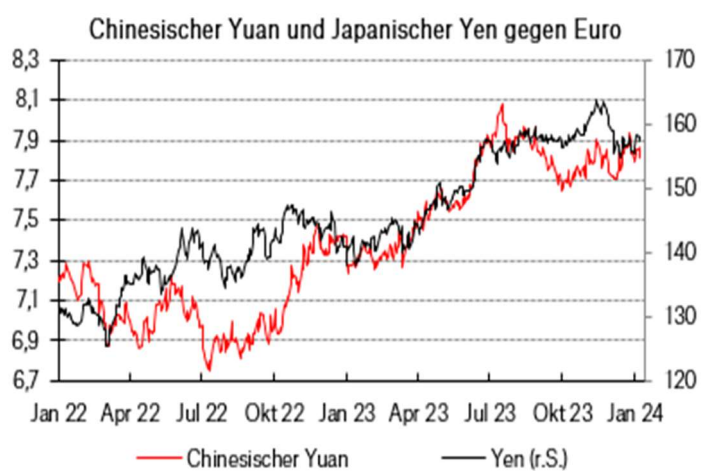
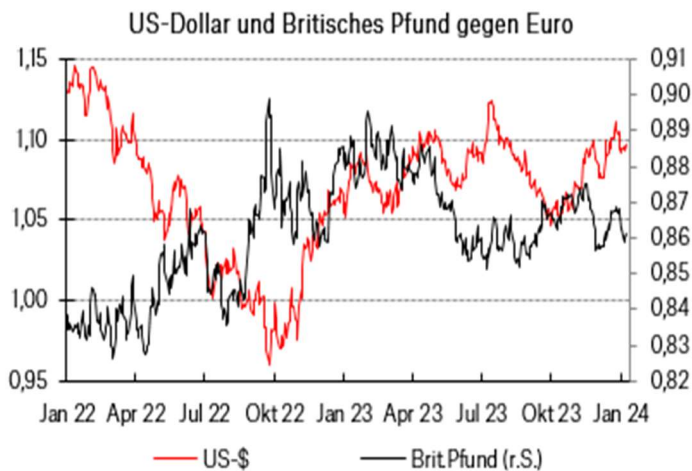
Noch kräftiger legte der Euro, vor allem aufgrund des Zinsvorteils, gegenüber den wichtigen Handelswährungen wie Japanischer Yen (+11%), Chinesischer Renminbi (+6,5%) oder den Rohstoffwährungen

Australischer Dollar (+3,2%) und Norwegische Krone (+7,5%) zu. Während das Währungspaar Britisches Pfund zu Euro annähernd unverändert tendierte (-1,5%), konnte sich der Schweizer Franken als „sicherer Hafen“ weiter festigen (+6% vs. Euro).

Der Polnische Zloty profitierte vom EU-freundlichen Wahlausgang im Oktober (Donald Tusk) und stieg auf den höchsten Wert zum Euro seit 2018.

Euro zu USD und GBP seitwärts

Yen und Yuan werten gegenüber dem Euro ab



Drei Gründe sprechen für ein stabiles Währungsverhältnis EUR vs. USD

US-Wahlen und Fed-Zinssenkungen mögliche Wendepunkte

Ohne exogene Schocks nur moderate Schwankungen bei Währungen in 2024 – Yen mit Aufwertungspotenzial

In den letzten beiden Jahren übte der US-Dollar mit einem klar attraktiveren Zinsniveau, einem höheren Wirtschaftswachstum und der geringeren Belastung durch Krisenherde eine große Anziehungskraft für Kapital im Verhältnis zum Euro aus. Bis zu den im November anstehenden US-Präsidentenwahlen sollten diese Vorteile jedoch geringer ins Gewicht fallen. Zudem dürfte im Jahresverlauf auch der hohe Verschuldungsgrad der USA zeitweise zu einem Test der oberen Begrenzung von 1,14 US-Dollar je Euro führen.

Im Falle eines Wahlsiegs Donald Trumps im Herbst und den damit einhergehenden Bedenken über die Auswirkungen einer Reduzierung der Militärhilfe an die Ukraine, oder gar einer Neuordnung der NATO, könnte ein Anstieg der Risikoprämie für den Euro und eine Flucht in die Krisenwährungen US-Dollar und Schweizer Franken einsetzen.

Ohne signifikante exogene Einflüsse erwarten wir für den US-Dollar insgesamt einen Handel in der Spanne 1,05 - 1,14 zum Euro, also rund +/- 5% um die Jahresendwerte. Nachhaltiges Aufwertungspotenzial zum Euro hat am ehesten der Japanische Yen im Zuge einer bevorstehenden Abkehr der Bank of Japan von der Politik der negativen Zinsen. Den Schweizer Franken sehen wir ohne neue große Krisen eher seitwärts tendieren.

Anlagestrategie im Sinne des Mandanten umgesetzt

Die im Berichtszeitraum für Sie getroffenen Anlageentscheidungen entsprechen aus den nachfolgenden Gründen Ihren Anlagezielen, Ihrer Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit sowie Ihren sonstigen Präferenzen:

1. Ihre Anlageziele mit dem von Ihnen genannten Anlagezweck, dem vorgegebenen Anlagehorizont sowie Ihre Risikobereitschaft einschließlich etwaiger im Verlaufe des Berichtszeitraums sich ergebende Änderungen haben wir im Erhebungsbogen „Kundenangaben“ erfasst.
2. Die vereinbarte Anlagestrategie war im Berichtszeitraum geeignet, im Rahmen der laufenden Verwaltung des Depots Ihren individuellen Verhältnissen hinreichend Rechnung zu tragen.
3. Die im Berichtszeitraum für Sie getroffenen Anlageentscheidungen haben die Grenzen der vereinbarten Anlagestrategie eingehalten, so dass Ihre individuellen Anforderungen stets erfüllt waren.
4. Unabhängig von den Vorgaben der vereinbarten Anlagestrategie haben wir bei den einzelnen Anlageentscheidungen auch darauf geachtet, dass das Gesamtportfolio in seiner jeweiligen Zusammensetzung den individuellen Vorgaben entspricht. Die vorgenommenen Anlageentscheidungen waren ausschließlich darauf gerichtet, die Zusammensetzung des Gesamtportfolios im Hinblick auf Ihr Anlageziele, Ihre Risikobereitschaft und Ihre Risikotragfähigkeit zu optimieren; insbesondere haben wir dem Gebot der hinreichenden Diversifikation hinreichend Rechnung getragen und die Anlagerisiken standen jederzeit in einem angemessenen Verhältnis zu den angestrebten Renditechancen.
5. Nachhaltigkeitskriterien sind ein integraler Bestandteil des Investmentprozesses der SALytic Invest AG. Die Mandantenportfolien werden unter Beachtung des SALytic Invest ESG-Prozesses gemanaged, sofern dem keine anderslautenden Mandantenvorgaben entgegenstehen.
6. Die diesem Finanzprodukt zugrunde liegenden Investitionen berücksichtigen nicht die EU-Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten.

SALytic Invest AG
www.salytic-invest.de

St.-Apern-Straße 26
50667 Köln
Tel.: +49 221 99 57 30 77 00
koeln@salytic-invest.de

Feuerseeplatz 14
70176 Stuttgart
Tel.: +49 711 252 779 00
stuttgart@salytic-invest.de