



Das Börsenjahr geht positiv zu Ende

Nach der Zinspause ist vor der Senkung – noch zu Beginn des 04. Quartals 2023 waren sinkende Zinsen kein Thema an den Märkten. Eine längere Zeit hoher Zinsen wurde als die neue Sichtweise der Notenbanken interpretiert – gemäß der Strategie „higher for longer“. Das Ziel einer dauerhaften Inflation von zwei Prozent war objektiv wohl eher nicht erreichbar, wurde jedoch trotzdem von den Entscheidungsträgern als finanzpolitische „Monstranz“ herumgereicht. Im Verlauf des Novembers mehrten sich jedoch plötzlich die Stimmen, dass es bereits im ersten Halbjahr 2024 zu Leitzinssenkungen kommen würden und entfachten damit eine eher nicht erwartete Rallye an den Aktien- und Rentenmärkten. Als die US-amerikanische Notenbank dann auf ihrer letzten Sitzung im Jahr 2023 zur allgemeinen Überraschung tatsächlich Zinslockerungen in Aussicht stellte, trieb sie die Kapitalmärkte zu neuen Höhen. Binnen weniger Stunden fielen an den Börsen zumindest temporär gleich zwei historische Marken. Der deutsche Leitindex Dax erreichte das erste Mal in seiner Geschichte über 17.000 Punkte, und in den USA erzielte der Dow-Jones-Index einen neuen Rekord bei 37.207 Zählern. Damit erlebte die rasante Jahresendrally an den Kapitalmärkten allerdings ihren vorläufigen Höhepunkt. Welcher Investor hatte dies im Oktober, als die Märkte aufgrund der unklaren Zinsausrichtung Jahrestiefststände erreichten und die Renditen von Staatsanleihen immer neue Höchststände markierten, wie seit mehr als 20 Jahren nicht gesehen, erwartet? Besonders vor dem Hintergrund der neuen geopolitischen Situation im Nahen Osten und den damit möglichen negativen Einflüssen auf die globale Stabilität?

Verlangsamte Inflations- und Zinsentwicklung

In Deutschland hat sich die Inflation im Laufe des Jahres deutlich verlangsamt, sodass die Inflation im November einen weiteren Rückgang der Inflation auf 3,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat verzeichnete, was den niedrigsten Stand seit Juni 2021 darstellt, während die Kerninflation auf 3,8 Prozent anstieg. In Europa zeigte sich ein ähnliches Bild. Im November sank die Inflation in der Eurozone weiter auf 2,4 Prozent. Im Dezember hielt die EZB nach zehn Zinserhöhungen in Folge die Zinssätze zum zweiten Mal in Folge unverändert am gegenwärtigen Zinsniveau fest, um dem Rückgang der Inflation im Euroraum und der sich abschwächenden Euro-Wirtschaft Rechnung zu

tragen. EZB-Präsidentin Christine Lagarde erteilte der Erwartung einer baldigen Zinslockerung eine Absage, indem sie bestätigte, dass die EZB (noch) nicht über Zinssenkungen diskutiert habe.

In den USA kühlte sich im Oktober die Inflation ebenfalls weiter ab, mit einer Inflationsrate von 3,2 Prozent, die geringer ausfiel als erwartet, und einer minimal rückläufigen Kernteuerung von vier Prozent. Im November verringerte sich der Teuerungsdruck weiter auf 3,1 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat, während die Kerninflationsrate unverändert bei vier Prozent blieb. Mehrere Fed-Beamte deuteten darauf hin, dass sich bei der US-Notenbank ein Konsens abzeichnet, den derzeitigen Zinserhöhungszyklus zu beenden, was zu einem starken Rückgang der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen von der zuvor erreichten und als kritisch eingestuften Fünf-Prozent-Marke führte. Zu diesem Zeitpunkt wurde erwartet, dass die Zinsen auch ohne eine weitere Anhebung noch lange hoch bleiben müssten – „higher for longer“. Anleger rechneten zunehmend damit, dass die Fed den aktuellen Zinserhöhungszyklus beendet hat und im neuen Jahr mit Zinssenkungen beginnen würde. Im Dezember hielt die Fed die Zinsen auf ihrer dritten Sitzung in Folge unverändert, mit einem Leitzins zwischen 5,25 und 5,5 Prozent, dem höchsten Wert seit 22 Jahren, und deutete für viele Analysten völlig überraschend bereits erste drei Zinssenkungen für 2024 an. Mittlerweile sind viele Marktbeobachter noch weiter mit ihren optimistischen Prognosen vorgeprescht und rechnen damit, dass die FED sogar bis zu sechs Zinssenkungen im Jahr 2024 vornehmen wird. Global gesehen erhöhte der Internationale Währungsfonds seine Prognose für die weltweite Inflation auf 5,8 Prozent, gegenüber dem letzten veröffentlichten Anstieg von 5,2 Prozent, und forderte die Zentralbanken der Welt auf, die Zinsen lange genug hochzuhalten. In Japan entschärfte die Bank of Japan ihre Sprache bezüglich der Renditekurve und unternahm damit einen weiteren Schritt zur Lockerung ihrer Zinspolitik. Chinas Zentralbank hingegen beließ die Leitzinsen unverändert.

Der Blick auf die Weltwirtschaft

In Deutschland zeigt der Ifo-Index eine sich verschlechternde Geschäftsatmosphäre. Im Oktober stieg der ifo-Geschäftsklimaindex zwar auf 86,9 Punkte und auf 87,3 Punkte im November, dem dritten Anstieg in Folge. Jedoch trübte sich die Stimmung im Dezember ein, der Index fiel auf 86,4 Punkte. Die Unternehmen waren weniger zufrieden



mit den aktuellen Geschäften und blickten skeptischer auf das erste Halbjahr 2024. Das deutsche BIP wird voraussichtlich 2023 um 0,6 Prozent schrumpfen, eine Revision der früheren Prognose von 0,3 Prozent Wachstum. In Europa erreichte der Einkaufsmanagerindex im Oktober den niedrigsten Wert seit fast drei Jahren. Im November stieg der PMI für die Eurozone dann auf 47,1 Punkte, ging aber im Dezember um 0,6 Punkte zurück. Die Europäische Kommission revidierte ihre Wachstumsprognose für den Euroraum im Jahr 2023 auf 0,8 Prozent.

In den USA stagnierte die Wirtschaftstätigkeit im September, zeigte aber im Oktober eine Ausweitung. Im November blieb der Composite PMI stabil bei 50,7, wobei ein stärkerer Dienstleistungssektor einen schrumpfenden Industriesektor ausglich. Das US-Verbrauchervertrauen fiel im September auf ein Viermonatstief, stieg jedoch im November leicht an. Das US-BIP wuchs im dritten Quartal um 5,2 Prozent, das stärkste Wachstum seit dem vierten Quartal 2021. Global betrachtet wuchs Chinas Wirtschaft im dritten Quartal um 4,9 Prozent und übertraf damit die Markterwartungen. Jedoch bleibt das Wachstum hier weiterhin deutlich hinter den gewohnten Zahlen aus vergangenen Jahren zurück. China fällt weiterhin als Wachstumslokomotive für die Weltwirtschaft aus.

Insgesamt deuten viele Indikatoren darauf hin, dass die globale Wirtschaft im ersten Quartal eine rezessive Phase durchlaufen wird. Die Orderbücher vieler Unternehmen aus Corona Zeiten sind bald abgearbeitet, der neue Ordereingang fällt dagegen mau aus. Der Lagerabbau bei vielen Unternehmen ist auch noch nicht abgeschlossen. Die Auswirkungen der Geldpolitik, die dynamische Zinserhöhungswelle der letzten Monate, hat auch noch nicht ihre volle Wirkung entfalten können, die Kreditvergabe ist vielerorts noch restriktiv. Aktuell hoffen viele Analysten auf einen milden Verlauf.

Hier stützt sich die Hoffnung mal wieder auf die USA, die von ihrem starken Dienstleistungssektor, ihrem robusten Arbeitsmarkt und der expansiven Fiskalpolitik profitieren könnte. Vielleicht führen diese Faktoren dazu, dass dort eine Rezession sogar ganz vermieden werden könnte. Doch insgesamt ist Stand heute eher davon auszugehen, dass sich im Jahr 2024 das globale Wachstum im Vergleich zu 2023 von 3,1 in Richtung 2,6 Prozent weiter abschwächen wird.

Börsen im Aufwind

An den Finanzmärkten weltweit wurden die Entwicklungen im Jahr 2023 durch die alles

dominierenden Zinsdiskussionen beeinflusst. Wenn man sich die Entwicklung vieler Aktienindices im Jahresverlauf anhand eines Chartbildes einmal nüchtern betrachtet, dann haben die vergangenen zwei Handelsmonate das Aktienjahr „gerettet“ und zu einem positiven Ende geführt. Ende gut, alles gut? Zur Wahrheit über das Aktien- und Rentenjahr 2023 gehört aber auch, dass nicht viel gefehlt hat, und es hätten sich nur die Anleger der „Glorreichen Sieben“ im Technologiesektor, die im Nasdaq und S&P500 stark gewichtet sind, über ein positiven Jahresverlauf gefreut. Die meisten anderen Anleger hätten jedoch traurig in die Röhre geguckt!

Im 4. Quartal konnten geopolitische Unsicherheiten, insbesondere der größte Gewaltausbruch in der Region Israel seit Jahrzehnten, die Kapitalmärkte nur kurzfristig belasten, obwohl Gold und Anleihen zunächst zulegten. Die diplomatischen Bemühungen zur Deeskalation des Konflikts wurden positiv aufgenommen. Trotz dieser geopolitischen Spannungen und der Zinssorgen setzten Aktien ihre Rallye fort, insbesondere nachdem die US-Notenbank Fed beschlossen hatte, die Zinsen unverändert zu lassen und den Zins Pfad im kommenden Jahr zu wechseln. Der S&P 500 verzeichnete sogar den stärksten Wochengewinn des Jahres und legte neun Tage in Folge zu, die längste Gewinnsträhne seit etwa zwei Jahren. Zusätzlich löste ein stärker als erwarteter Rückgang der US-Inflation eine neue Rallye an den Märkten aus, sowohl bei Aktien als auch bei Renten. International erreichte der Nikkei 225 in Tokio ein 33-Jahreshoch, der Goldpreis erreichte neue historische Höchststände und auch der Bitcoin setzte seinen Höhenflug im Jahr 2023 weiter fort. Nach den diversen Skandalen im letzten Jahr legte der Bitcoin ein erstaunliches Comeback hin und der Abgesang über die Zukunft der digitalen Währungen verstummte wieder.

Die Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen erreichten Mitte Oktober in diesem Umfeld mit ca. drei Prozent den höchsten Stand seit 2011, ein Hinweis auf die Erwartung anhaltend hoher Zinsen und die damit verbundene wirtschaftliche Unsicherheit. Ähnlich stiegen die Renditen 30-jähriger US-Staatsanleihen auf den höchsten Stand seit 2007, und die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen überschritten kurzzeitig die psychologisch wichtige Fünf-Prozent-Marke, die seit 2007 nicht mehr erreicht wurde. Diese Renditen fielen dann jedoch wieder, ausgelöst durch neue Zinssenkungshoffnungen im Markt, im Verlauf einer Erleichterungsrally auf 3,86 Prozent – den



niedrigsten Stand seit Ende Juli. Um einmal kurz die Dimension dieser außergewöhnlichen Bewegung zu verdeutlichen: Ein Investor konnte ab Ende Oktober in der Erholungsbewegung mit einem Investment in langlaufenden Staatsanleihen einen beinahe vergleichbaren Ertrag (ca. plus neun Prozent) erzielen, wie mit einer Direktanlage im Dax (ca. plus 13 Prozent).

Fazit

Mit der FED-Entscheidung zum Ende des Jahres erleben wir einen Paradigmenwechsel.

Nach einer zweijährigen Phase mit einem nie zuvor erlebten schnellen Anstieg der Zinssätze aufgrund einer immens hohen Inflation, hat der Markt jetzt mehr Klarheit über den zukünftigen Zins Pfad gewonnen. Ob eine „Neukalibrierung“ der Zinssätze dazu führt, dass wir einen Favoritenwechsel von Wachstum- hinein in Value-Segmente beobachten werden, ist aktuell noch offen. Neben den sogenannten „glorreichen Sieben“ im Technologiesektor und über die bekannten Wachstumsindustrien hinaus, gibt es sehr viele Geschäftsmodelle, die beachtliche Erträge abwerfen. Trotz der aktuell zu beobachtenden Zinseuphorie im Markt, signalisieren die Zentralbanken mit Stichworten wie „higher for longer“, dass die Finanzierungskosten von Unternehmen noch für geraume Zeit deutlicher höher als in der jüngsten Vergangenheit bleiben dürften. Von einem neuen Nullzinsniveau sind wir noch weit, weit entfernt. Dieses Umfeld bietet aus unserer Sicht Unternehmen eine Chance, deren Geschäftsmodell eine hohe Zukunftsfähigkeit und eine gute Ertragsentwicklung erwarten lässt. Am Ende entscheidet auch die Tatsache, ob ein Unternehmen nachhaltig steigende Cashflows erzielen kann, über das Wohl und Wehe des Aktienkurses.

Trotz der optisch guten Indexperformance im Jahr 2023 schauen wir langfristig weiterhin optimistisch auf die Perspektiven am Aktienmarkt und sehen vor allem in dem Segment der Small- und Mid-Caps und regional in den Emerging Markets interessante Investitionsmöglichkeiten. Historisch betrachtet entwickeln sich europäische Märkte gegenüber ihren US-Pendants in Phasen fallender Renditen besser. Da die europäische Unternehmerlandschaft eher zyklisch geprägt ist und weniger von (Mega-)Technologie- und Wachstumstitel dominiert wird, besteht durchaus eine Chance, dass sich diese Entwicklung in dem oben skizzierten Umfeld im Jahresverlauf wiederholen kann. Mit Blick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist insbesondere der

deutsche Leitindex Dax aktuell um ein Drittel niedriger bewertet als in seinem langjährigen Durchschnitt. Daneben treffen unverändert historisch hohe Geldmengen auf ein begrenztes Angebot. Wenngleich Geduld gefragt sein dürfte, wird aus der Zinssenkungsfantasie Wirklichkeit mit großen Auswirkungen für die Gewinnaussichten der Unternehmen. Die nachhaltige Fortsetzung der guten Kursentwicklung an den Börsen erfordert jedoch irgendwann auch gute fundamentale Daten, die von der konjunkturellen Besserung abhängig sind.

Doch das Börsenjahr 2024 wird – trotz unserer optimistischen Grundeinstellung - sicher kein Selbstläufer werden. Viele Themen und Krisen aus vergangenen Jahren nehmen wir mit in das neue Jahr. Die Auswirkungen so mancher Krise aus der Vergangenheit auf unsere Gesellschaft und die globale Wirtschaft werden erst so langsam sichtbar. Neue internationale Allianzen sind im letzten Jahr geschmiedet worden, neue systemische Rivalitäten entstanden. Alte Sicherheitsdoktrin haben keinen Bestand mehr und die Investitionen in Abschreckung und Verteidigung werden zunehmen. Dies geschieht alles vor dem Hintergrund einer weiterwachsenden Staatsverschuldung und knapper Budgets und einem globalen Rekordwahljahr. Kurz, es warten bestimmt wieder die eine oder andere Überraschung auf uns, die wir aktuell nicht auf dem Schirm haben. Die Märkte werden kurzfristig dann sicher kräftig durchgeschüttelt werden. Somit bleiben wir für 2024 zuversichtlich, aber wachsam und nicht euphorisch.

Düsseldorf, 06.01.2024