



Aufholjagd

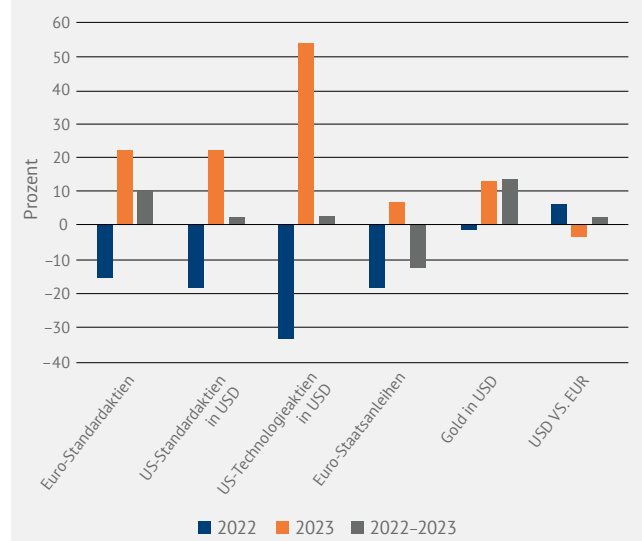
Er hat es wieder getan: Der Euro Stoxx 50 ist seinem langjährigen, saisonalen Muster treu geblieben und hat im letzten Quartal des Jahres 2023 eine positive Entwicklung verzeichnet. Zwar stand für den Monat Oktober noch ein untypisches Minus zu Buche (wir berichteten im letzten Newsletter darüber), doch der November und Dezember lagen dafür deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Das Börsenjahr 2023 lief damit für die Aktienmärkte besser, als dies zu Beginn des Jahres angesichts von Kriegen, Bankenkrise, Rezessionsangst, Energieknappheit und stark gestiegenen Leitzinsen zu erwarten war. Im ersten Quartal 2024 erreichten S&P500, DAX und Co sogar neue historische Höchststände.

Euro-Staatsanleihen konnten sich nach dem „Annus horribilis“ 2022 lange Zeit nicht gegen die enorme Inflation und steigende Leitzinsen durchsetzen. Auch hier brachte das letzte Quartal die erhoffte Erholung: Fed-Chef Powell führte die Staatsanleihenmärkte mit moderateren Tönen auf die Gewinnerstraße. Auf die Kombination aus fallenden Renditen und dem eskalierenden Nahostkonflikt folgte lehrbuchmäßig auch die Erholung beim Krisenmetall Gold.

Trotz dieses freundlichen Jahresausklangs konnte das sehr schwache Jahr 2022 bei Aktien nur geringfügig, bei Anleihen hingegen gar nicht ausgeglichen werden. Grafik 1 zeigt die Ergebnisse der einzelnen Jahre sowie die kumulierte Wertentwicklung über beide Jahre hinweg.

Wie stehen die Chancen, dass sich die Aufholjagd fortsetzt sowie Aktien und Anleihen auch in der längerfristigen Betrachtung wieder deutlicher über die Nulllinie springen? Das konjunkturelle Umfeld lässt Raum für Optimismus.

Grafik 1: Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

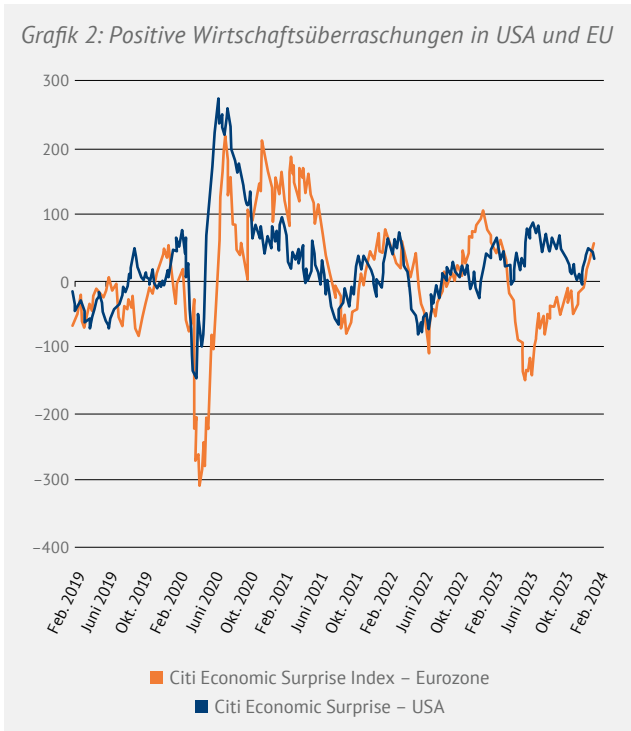


tung wieder deutlicher über die Nulllinie springen? Das konjunkturelle Umfeld lässt Raum für Optimismus.

Rezession: Kommt sie oder kommt sie nicht?

Standen vor einem Jahr die Rezessionsampeln noch auf „Rot“, so hat sich die Lage in den USA und der Eurozone entspannt. Die Citi Economic Surprise Indizes in Grafik 2 messen Abweichungen in den Veröffentlichungen von Makrodaten im Vergleich zu den Erwartungen von Volkswirten. Für beide Regionen haben sich die Barometer zuletzt verbessert.

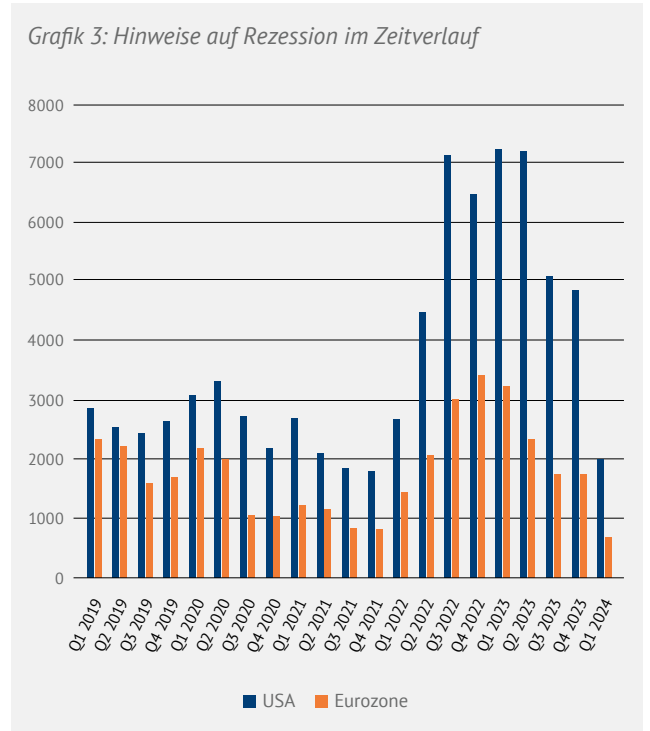
Grafik 2: Positive Wirtschaftsüberraschungen in USA und EU



In der Eurozone sind hierfür vor allem Länder wie Italien und Spanien verantwortlich, die im 4. Quartal 2024 ordentliche Wachstumswerte vorweisen konnten. Die schwache Lageeinschätzung in Deutschland als wirtschaftlich stärkstem Einzelland der Eurozone trübt das Bild hingegen.

Diese Entwicklungen sorgen dafür, dass das Rezessionsgespenst, das vor einem Jahr noch deutlich sichtbar Sorgen bereitete, mehr und mehr in den Hintergrund gedrängt wird.

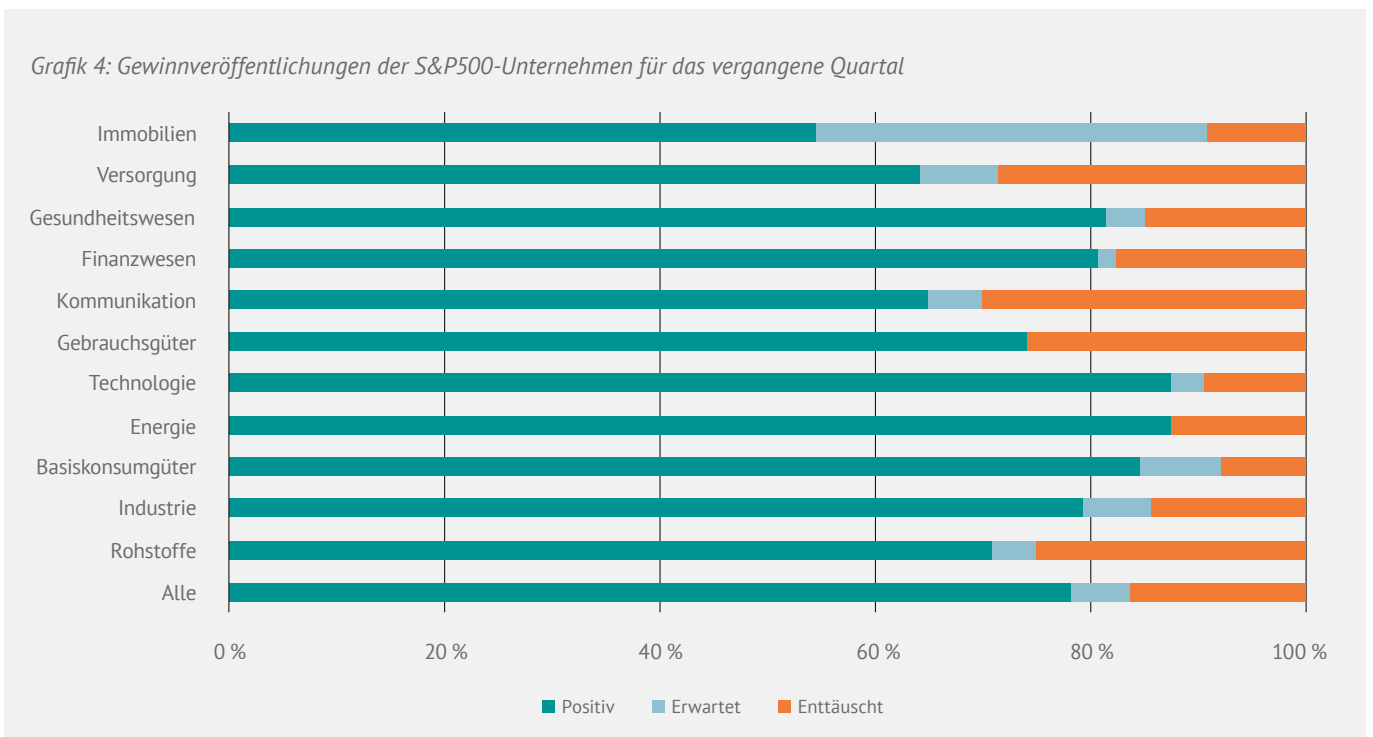
Grafik 3: Hinweise auf Rezession im Zeitverlauf



Anzeichen dafür gibt es zwar immer noch, beispielsweise in einer sehr stark inversen Renditestrukturkurve (mehr Rendite für kurzlaufende Anleihen als für Langläufer), was in der Vergangenheit als zuverlässiger Indikator für wirtschaftliche Schrumpfung galt. Doch in der Unternehmenswelt hat die Angst deutlich nachgelassen.

Rezessionsphasen sind zu einem Teil selbsterfüllende Prophezeiungen: Je mehr darüber gesprochen wird, desto wahrscheinlicher ist es, dass sich die schlechte Stimmung auf

Grafik 4: Gewinnveröffentlichungen der S&P500-Unternehmen für das vergangene Quartal



die unternehmerischen Tätigkeiten auswirkt. Grafik 3 zeigt eine Auswertung, die mit Hilfe einer KI-Anwendung erstellt wurde. Sie zeigt die Nennung des Begriffes Rezession und ähnlicher Bezeichnungen (z. B. Wirtschaftskrise, wirtschaftlicher Rückgang) in Jahres-, Halbjahres- und Quartalsberichten, Investorenpräsentationen oder adhoc-Mitteilungen. Dies ergibt einen Hinweis darauf, wie stark das Thema die Unternehmen in ihrer Kommunikation beschäftigt.

Während im Coronajahr 2020 fiskal- und geldpolitische Maßnahmen die Rezessionsangst im Keim erstickt haben, kam es im Zuge des Ausbruchs des Ukrainekrieges zu einem starken Anstieg an rezessionsähnlichen Nennungen. In den vergangenen Quartalen ist jedoch ein deutlicher Rückgang festzustellen. Die Unternehmen werden optimistischer, und dafür gibt es Gründe.

Die Ergebnisse der S&P500-Unternehmen hielten im Vergleich zu den Vorhersagen der Finanzanalysten in der im Februar abgeschlossenen Berichtssaison Überraschungen bereit. Rund 80% der Unternehmen konnten die prognostizierten Gewinne übertreffen. Die Unternehmen haben also trotz schwieriger geo- und geldpolitischer Umstände solide Zahlen erwirtschaftet. Aus diesem Blickwinkel lässt sich die positive Entwicklung an den Aktienmärkten also nachvollziehen.

Es stellt sich die Frage, was von den Aktienmärkten nach den neuen historischen Höchstständen des ersten Quartals 2024 in den kommenden Monaten zu erwarten ist.

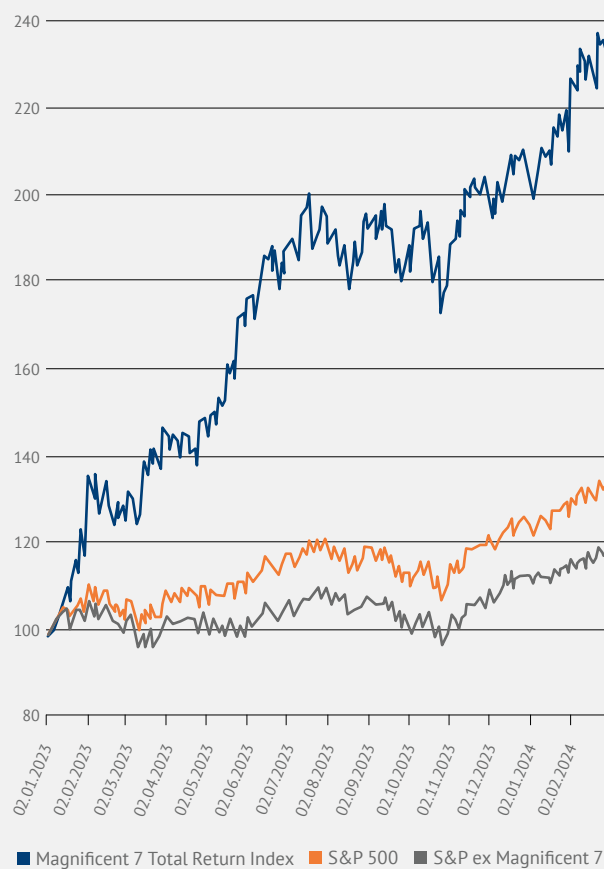
Aktien: Heterogene Entwicklung bietet Chancen

Das Jahr 2023 stand ganz im Bann der Künstlichen Intelligenz, ausgelöst durch den Zugang der Öffentlichkeit zu ChatGPT. Die Medien fokussierten sich auf Indexschwergewichte wie Nvidia, Microsoft & Co., welche die Entwicklung marktkapitalisierter Barometer wie den S&P500 stark verzerrten. Die Gegenüberstellung eines Index der sogenannten Glorreichen 7 („G7“: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft Nvidia, Tesla) mit dem S&P500 und dem S&P493 (ohne „G7“) verdeutlicht, wie konzentriert auf wenige KI-Profiteure die Aufwärtsbewegung der vergangenen Quartale war (Grafik 5).

Es besteht kaum ein Zweifel daran, dass Künstliche Intelligenz Unternehmen aus allen Bereichen verändern und effizienter gestalten wird. Auch überrascht Nvidia als Lieferant der für die anspruchsvollen Anwendungen unverzichtbaren Hochleistungschips weiterhin mit Gewinnüberraschungen. Doch mittlerweile sind die Bewertungen der G7 in Sphären vorgestoßen, die einiges an Zukunftsfantasie vorweggenommen zu haben scheinen.

Im Vergleich der Kursgewinnverhältnisse von Unternehmen, die Gewinne erzielen, liegt der S&P493 bei etwa 22, der G7-Index bei 37 und ein von der Investmentbank UBS berechneter Index aller KI-Gewinner sogar bei 45. Mit anderen Worten: Bei diesen Unternehmen dauert es durch-

Grafik 5: Entwicklung von US-Aktienindizes mit unterschiedlichen Gewichtungen und Zusammensetzungen; auf 100 indexierte Zeitreihen



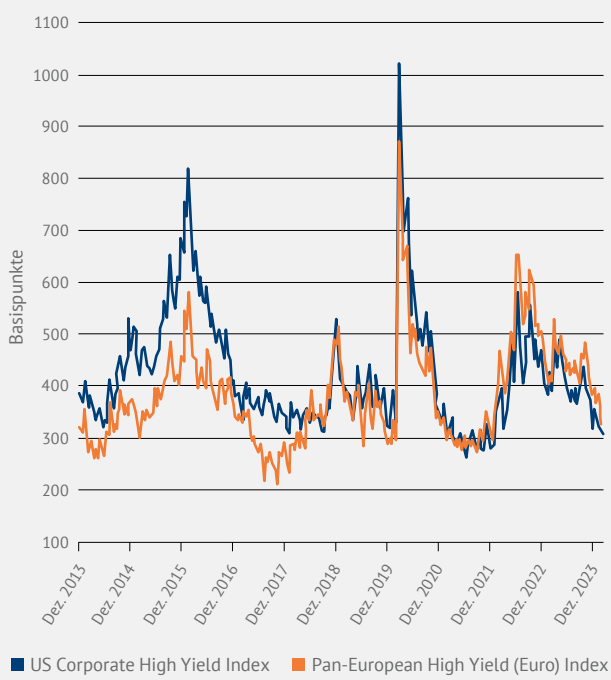
schnittlich 45 Jahre, bis die Summe der erwarteten Gewinne den aktuellen Kurs erreichen. Der langjährige Durchschnitt im S&P500 liegt bei etwa 20.

Beispiele wie Intel, der frühere Platzhirsch am Chipmarkt, zeigen, dass erfolgversprechende Marktsegmente Nachahmer auf den Plan rufen, hohe Bewertungen zur Last werden und zu Korrekturen bei marktbeherrschenden Unternehmen führen können. Die aus der zweiten und dritten Reihe hervortretenden Herausforderer und Profiteure der Effizienzsteigerungen mit günstiger Bewertung sollten dann wieder in den Vordergrund rücken. Hier sehen wir Nachholbedarf und das Potenzial des Jahres 2024.

Gewinnsituation unterstützt auch Unternehmensanleihen

Die Gewinnüberraschungen der vergangenen Berichtssaison rücken auch Unternehmensanleihen ins Rampenlicht. Die Zinsentwicklung der vergangenen beiden Jahre ist hierbei aus zwei Blickwinkeln relevant. Leitzinsanhebungen sowie der Wegfall billionenschwerer Anleihekaufprogramme der Zentralbanken haben zu einem signifikanten Renditeanstieg geführt und das Segment nach Jahren des Niedrigzinses für die Kapitalanlage wieder attraktiv gemacht. Die Kehrseite: Die Emittenten sehen sich einem erhöhten Refinanzierungsniveau gegenüber, was Neuemissionen verteuert. Die Möglich-

Grafik 6: Renditeaufschläge von High Yield-Indizes gegenüber adäquaten Staatsanleihen



keit einer Zunahme von Zahlungsausfällen ist deshalb nicht von der Hand zu weisen. Doch bisher kommen die Unternehmen aufgrund der guten Gewinnsituation mit dieser Belastung weitgehend gut zurecht. Auf breite Streuung sollte dennoch Wert gelegt werden.

Doch wie attraktiv sind diese Anlagen noch, die im Fahrwasser der Aktienmärkte ebenfalls eine sehr solide Wertentwicklung erzielt haben? Die Renditeaufschläge, welche die Unternehmen hochverzinslicher Anleihen („High Yield“) in US-Dollar und Euro gegenüber den bonitätsstärkeren Staatsanleihen desselben Währungsraumes bezahlen müssen, bieten eine Entscheidungshilfe (Grafik 6).

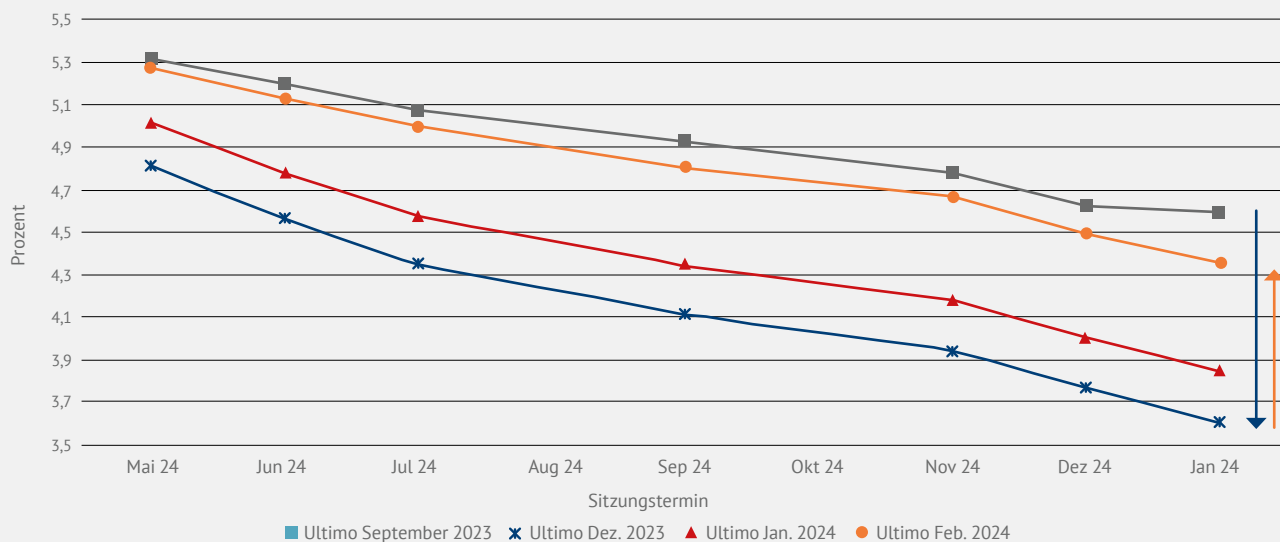
Die Niveaus während Krisensituationen wie dem Corona-Ausbruch 2020 sind zwar nicht mehr erzielbar, dennoch besteht bei der Anlage in diese Wertpapiere durchschnittlich die Chance auf einen Mehrertrag von jeweils über 3%-Punkten gegenüber Staatsanleihen aus den USA und des Euroraumes. US-Papiere weisen aufgrund des in diesem Währungsraum höheren Renditeniveaus einen absolut gesehen höheren Ertrag aus, der Aufschlag gegenüber den jeweiligen Staatsanleihen ist im Euroraum hingegen etwas größer. Aus der Grafik ist ebenfalls abzuleiten, dass im Euroraum zu den Tiefständen der vergangenen zehn Jahre ein größerer Abstand besteht. Die Chance auf eine weitere Einengung der Renditeaufschläge und damit ein zusätzlicher Mehrertrag gegenüber Eurostaatsanleihen scheint damit größer als in den USA. Zusätzlich entfällt für Euro-Investoren das Währungsrisiko.

Auch Staatsanleihen selbst verdienen wieder besondere Aufmerksamkeit. Insbesondere dann, wenn Fed und EZB von ihren restriktiven Kursen abweichen. Wenngleich Fed und EZB zuletzt etwas Wasser in den Wein der Zinssenkungsspekulationen gegossen haben, bleiben Zinsschritte im Jahr 2024 auf der Agenda.

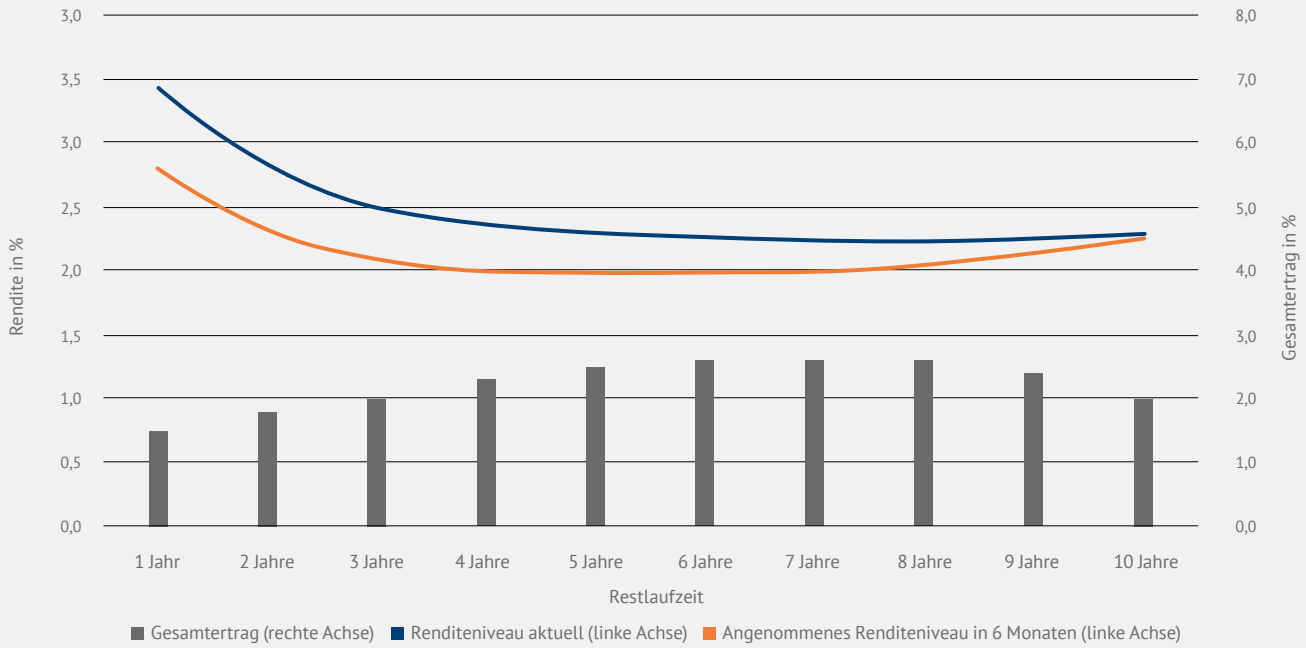
Wenn die Zinswende kommt: Spannende Renditekurve

Nach Fed-Chef Powells moderateren Tönen im Oktober 2023 gingen die Kapitalmärkte umgehend dazu über, an den Futures-Märkten zahlreiche Zinssenkungen einzupreisen. In der Spitze waren es bis zu sieben Schritte à 25 Basispunkte bis Ende 2024 (Grafik 7, blaue Linie). Die Fed-Gouverneure selbst erwarteten angesichts immer noch zu hoher Inflation, einem brummenden Dienstleistungssektor und fester Arbeitsmarktzahlen jedoch nur drei Schritte. Diese divergierende Einschätzung zwischen Märkten und Zentralbanken hat sich mittlerweile so weit angeglichen, dass aus unserer Sicht ein realistisches Bild mit zwei bis vier Zinssenkungen entstanden ist, beginnend im 2. Quartal (Grafik 7, orange Linie).

Grafik 7: Erwartungen zu Fed-Leitzinssenkungen an den einzelnen Sitzungsterminen im Zeitverlauf



Grafik 8: Mögliches Ertragsszenario bei Leitzinssenkungen und Versteilerung der Renditestructurkurve



Ähnlich verhalten sich die Erwartungen an die EZB. Störgeräusche von Seiten der Zentralbanken sind damit unwahrscheinlicher geworden sind.

Die Auswirkungen von Leitzinssenkungen auf die Kursgewinne von Anleihen der unterschiedlichen Restlaufzeiten zeichnen ein interessantes Bild. Der stärkste Renditerückgang findet in diesem Umfeld in aller Regel bei kurzlaufenden Anleihen statt: Der Effekt von Leitzinssenkungen ist dort am stärksten sichtbar, während die Bewegung bei Langläufern eher von langfristigen Inflationsentwicklungen und sonstigen Risikoprämien beeinflusst wird. Mit anderen Worten: Die Renditestructurkurve wird steiler. Doch wie wirkt sich eine solche Versteilerung auf die zu erwartenden Kursgewinne in den einzelnen Laufzeiten aus, hinter denen sich unterschiedliche Zinsänderungschancen und -risiken verbergen?

Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, wie genau sich die Kurvenstruktur entwickelt. In Grafik 8 zeigen wir ein aus unserer Sicht mögliches Kurvenszenario und eine sogenannte Horizont-Ertragsanalyse, basierend auf deutschen Staatsanleihen. Simuliert werden Erträge für die kommenden sechs Monate.

Am stärksten profitieren in einem Versteilerungsszenario nicht die Anleihen mit dem stärksten Renditerückgang am kurzen Ende der Renditestructurkurve. Das beste Chance-Risiko-Verhältnis haben vielmehr Schuldverschreibungen im mittleren Laufzeitenbereich zwischen vier und acht Jahren. Basierend auf unserem Beispiel wären bereits mit sehr konservativen Bundesanleihen dieser Laufzeiten Kursgewinne über 2% auf sechs Monate zu erwarten.

Fazit

Das Jahr 2024 bietet trotz der Kursgewinne der vergangenen Monate wieder Chancen an den Kapitalmärkten. Fed und

EZB haben überzogene Zinssenkungsfantasien des Jahreswechsels 2023/24 erfolgreich eingefangen. Mit zwei bis vier Zinssenkungen im Jahr 2024 ist ein realistischeres Bild entstanden. Die Unternehmen haben die höheren Zinsbelastungen bislang gut weggesteckt, so dass vor allem auch abseits der omnipräsenten KI-Profitere profitable Werte der zweiten und dritten Reihe Aufholpotenzial erwarten lassen. Moderates Wirtschaftswachstum und tendenziell rückläufige Zinsen bieten ein spannendes Betätigungsfeld bei höherrentierlichen Anleihen, bei entsprechender Streuung über die Emittenten. Und bei etwas aufwendigerer Analyse und Anwendung von „Kurven-Mathematik“ ergibt sich bei Staatsanleihen mit sehr hoher Bonität die Chance, weitere Verluste aus dem Jahr 2022 aufzuholen.

Die Multi-Asset-Strategien von HP&P sind ein idealer Ausgangspunkt für diese Kapitalmarktaussichten. In einem fortlaufenden Prozess ermitteln wir die relative Vorteilhaftigkeit einzelner Anlageformen und passen die Portfolioallokationen bei Bedarf schnell und effizient an. ■

Herausforderungen 2024

- **Geopolitik:** US-Präsidentchaftswahlen, Wahl des EU-Parlaments, Konflikte in der Ukraine und im Nahen Osten
- **Wirtschaft:** Trendumkehr in China, Trendumkehr in Deutschland
- **Zentralbanken:** Soft Landing

Exkurs: Aktives und passives Management in der Vermögensverwaltung

In der Kapitalanlage haben passive Indexfonds über Jahre hinweg an Popularität gewonnen, und das aus guten Gründen. Die Idee, Marktsegmente kostengünstig zu „tracken“, anstatt zu versuchen, sie zu schlagen, ist verlockend. Die jüngsten Entwicklungen an den Aktienmärkten werfen jedoch eine Frage auf: Ist es vielleicht wieder an der Zeit, aktivere Investmentstrategien in Betracht zu ziehen?

Ein Blick auf das aktuelle Marktgeschehen zeigt, dass die traditionelle passive Anlagestrategie, die zumeist auf breite Marktindizes setzt, ihre Tücken haben kann. Im Börsenjahr 2023 haben einige wenige Technologiegiganten den Rest des Aktienmarktes weit hinter sich gelassen (Grafik 5). Der Haken an der Sache? Die „Magnificent Seven“ getauften Unternehmen machen jetzt einen erheblichen Anteil am Gesamtmarkt aus, was dazu führt, dass Anleger, die in marktkapitalisierungsgewichtete Fonds mit diesen Titeln investieren, stärker von deren Performance abhängig sind. Mit der hohen Konzentration nimmt die Risikostreuung ab.

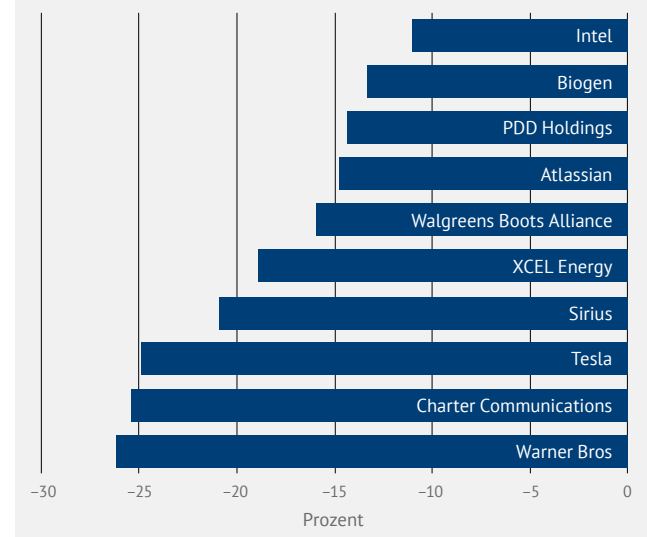
In diesem Umfeld können die Stärken des aktiven Managements wieder in den Vordergrund rücken. Aktive Fondsmanager haben die Flexibilität, von Indexgewichten abzuweichen und ihre Portfolios in Unternehmen umzuschichten, von denen sie langfristigen Erfolg erwarten. Sie können Gewinne realisieren, in unterbewertete oder aussichtsreiche Anlagen umschichten und Risiken durch Vermeidung hoher Konzentrationen in wenigen Einzeltiteln zu reduzieren.

In diesem Kapitalmarktumfeld liegt also ein besonderes Augenmerk darauf, die richtige Fondsselektion zu treffen. Denn: Insbesondere im Hinblick auf die jüngsten Entwicklungen wird deutlich, dass sich das Bild auch für die Börsen-

liebliche von gestern schnell ändern kann. Tesla, Teil der „Magnificent Seven“, war bis Ende Februar mit einem Minus von gut 24 Prozent bereits die drittschlechteste Aktie im Technologieindex NASDAQ.

Die aktuelle Marktstruktur verdeutlicht, dass es keinen Einheitsansatz für die Vermögensverwaltung geben kann. Passive Strategien haben ihre Vorzüge, vor allem in Bezug auf die Kostenkontrolle. Dennoch ist die Auswahl aktiv gemanagter Zielfonds in einer Welt, in der sich die Märkte rasch verändern und die Konzentration auf wenige Giganten zunimmt, ein wichtiger Bestandteil in der Anlagepolitik bei Habel, Pohlig & Partner. ■

Grafik 9: Jahresstart 2024 nicht für alle Nasdaq-Titel positiv



hpp-vermoegensverwaltung.de

Besuchen Sie uns im Internet. Wir bieten Ihnen dort aktuelle Nachrichten, Pressemeldungen, Videos und Podcasts. Auf Wunsch können Sie unseren Newsletter auch per E-Mail erhalten.

Bitte kontaktieren Sie Ihren Berater oder schreiben Sie uns an info@hpp-vermoegensverwaltung.de eine kurze Nachricht. Wir bedanken uns für Ihr Vertrauen und freuen uns auf die weitere Zusammenarbeit. ■

Impressum

Wert und Rendite einer Anlage können Schwankungen unterworfen sein. Eine steigende Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für eine auch zukünftig positive Wertentwicklung. Die vorliegende Übersicht dient nur zu Anschauungszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar.

Das vorliegende Dokument ersetzt nicht den aktuell gültigen Verkaufsprospekt. Diesen erhalten Sie kostenfrei bei der Universal-Investment-Gesellschaft mbH. Alle Angaben wurden mit bestem Wissen und Gewissen zusammengestellt, jedoch kann keine Gewähr für die absolute Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten übernommen werden. Einschätzungen, Meinungen und Prognosen sind rechtlich unverbindlich.

Habel, Pohlig & Partner

Institut für Bank- und Wirtschaftsberatung GmbH
Sonnenberger Straße 14, 65193 Wiesbaden
Telefon: 06 11-999 66-0
E-Mail: info@hpp-vermoegensverwaltung.de
Internet: www.hpp-vermoegensverwaltung.de

Amtsgericht Wiesbaden, HR B 10132
Umsatzsteueridentifikationsnummer gemäß § 27a
Umsatzsteuergesetz: DE 182 043 150
Steuer-Nr.: 040/235/02861
Vertretungsberechtigte Geschäftsführer:
Oliver Voigt, Andreas Hauser

Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Registrier-Nr. 108924

Mitgliedschaften: Verband unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V. (VuV)
Gesetzliche Sicherungseinrichtung: Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW)

Quellennachweise der Abbildungen

Grafik 1: Bloomberg, HP&P; Stand: Ultimo Dezember 2023
Grafik 2: Bloomberg; Stand: Ultimo Februar 2024
Grafik 3: Bloomberg, HP&P; Stand: Ultimo Februar 2024
Grafik 4: Bloomberg; Stand: Ultimo Februar 2024
Grafik 5: Bloomberg; Stand: Ultimo Februar 2024
Grafik 6: Bloomberg; Stand: Ultimo Februar 2024
Grafik 7: Bloomberg, HP&P; Stand: Ultimo Februar 2024
Grafik 8: Bloomberg, HP&P; Stand: Anfang März 2024
Grafik 9: Bloomberg; Stand: Anfang März 2024