

# Jahresausblick 2024

Die wesentlichen Themen aus dem alten Jahr werden uns auch in 2024 beschäftigen: Ukraine, Israel, Inflation, Klimainvestitionen, Militärausgaben und die Geldpolitik. Doch ein Datum wird im Vordergrund stehen: der 5. November 2024 – die US-Präsidentschaftswahl. Sollte Donald Trump tatsächlich noch einmal für die Republikaner als Kandidat ins Rennen gehen, wird er gegen einen müde wirkenden Joe Biden gewinnen. Ein Albtraum für europäische Politiker, auf die US-Aktienmärkte könnte das jedoch positiv wirken.

## Die Annahmen der FIDUKA

- Die Weltwirtschaft hat mit vielerlei Belastungen zu kämpfen. Stark gestiegene Zinsen erschweren unternehmerische Investitionen und lähmen die Bauwirtschaft. Gleichzeitig vermindert die Inflation die Kaufkraft der Konsumenten. Hoffnungen auf eine spürbare Wirtschaftsbelebung in 2024 sind daher fehl am Platz. In Deutschland dürfte es nach der Mini-Rezession in 2023 wieder leicht aufwärts gehen, ähnlich wie im übrigen Europa. In den USA profitiert die Wirtschaft noch von hohen fiskalischen Stimuli, doch deuten die Frühindikatoren bereits auf eine spürbare Abkühlung hin. Eine Rezession sehen wir jedoch nicht.
- Die Inflation hat sich lange hartnäckig gezeigt, ist jetzt aber auf ein erträgliches Maß von rund 3% zurückgekehrt. Der positive Effekt niedrigerer Energiepreise wird nicht auf Dauer wirken können. Zudem steigen nun Löhne und Mieten in der Breite an. Gegen Ende 2024 dürfte die Teuerungsrate um 2,5% herum liegen, mit Risiko nach oben.
- Seit 2008 befinden sich die Notenbanken im Krisenbekämpfungsmodus: Finanzkrise, Eurokrise, Corona. Anschließend kehrte die Inflation zurück und den Negativzinsen folgte eine der schnellsten Zinserhöhungen der letzten Jahrzehnte. Jetzt könnte eine Zinsnormalisierung anstehen, allerdings sind die Markterwartungen hinsichtlich geldpolitischer Lockerungen etwas zu optimistisch. Wir gehen von Zinssenkungen in Summe von 0,50% (EZB) bzw. 0,75% (Fed) aus.
- In Hinblick auf eine weniger restriktive Geldpolitik dürften auch die Renditen der langlaufenden Anleihen ihr Hoch im Zyklus bereits markiert haben. Das neue „normale“ Zinsniveau in den USA dürfte sich von jetzt an voraussichtlich in der Mitte von dem Niveau vor der Finanzkrise (2008: 5%) und dem Vor-Corona-Niveau von rund 2,5% bewegen, also bei rund 3,75%. Europäische Anleihen werden diesem Trend folgen. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe könnte auf 2% fallen und Anlegern weiter einen negativen Realzins bescheren.
- Der US-Dollar tendiert in Wahljahren des Öfteren schwächer. Das könnte sich in 2024 wiederholen. Erwartete Zinssenkungen der Fed und ein anhaltend hohes Haushaltsdefizit belasten den Greenback. Allzu groß werden etwaige Verluste jedoch nicht ausfallen, da eine Alternative für große Investoren fehlt. Wir erwarten den US-Dollar in einer engen Handelsbandbreite von 1,05 bis 1,15 Euro. Mehr Potential sehen wir für den Goldpreis, der nicht mehr von steigenden Zinsen belastet werden sollte.
- In 2023 konnten die Unternehmen ihre Gewinne trotz inflationärer Umsatzsteigerungen nicht erhöhen. Im neuen Jahr dürften niedrigere Transportkosten, weniger Probleme in den Lieferketten, gemäßigtere Energiepreise und eine Nachfrageerholung für eine bessere Gewinnlage sorgen. Hinzu kommen eingeleitete Kostensenkungsmaßnahmen. Wir rechnen mit 5-10% höheren Unternehmensgewinnen in den USA und in Europa. In Kombination mit der Abkehr der Notenbanken von der restriktiven Geldpolitik und der vor allem in Europa vorherrschenden niedrigen Bewertung besitzen Aktien ein knapp zweistelliges Aufwärtspotential. Die „Glorreichen 7“ (s. S. 6) bleiben gute Aktien, die Marktbreite wird aber wieder zunehmen.

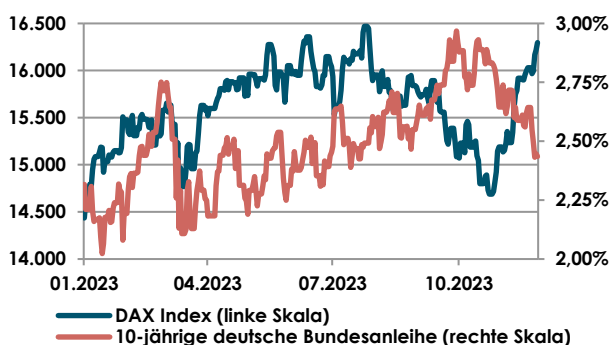
## I N H A L T

► Die Annahmen der FIDUKA	S. 1
► Rückblick auf das Jahr 2023	S. 2
• Wichtige Finanzmarktindizes 2023 in Euro	
► Anlageperspektiven	
• Konjunkturelles Umfeld	S. 3
• Anleihen	S. 4
• Aktien	S. 6
► Anlagestrategie	S. 8

## Rückblick auf das Jahr 2023

Inflation, Zinsen und Notenbanken waren die beherrschenden Themen an den Kapitalmärkten. Für die Aktien galt die alte Regel, dass auf ein schwaches Jahr fast immer ein positives Börsenjahr folgt. Einzige Ausnahme bleibt weiter die Zeit nach der Jahrtausendwende mit dem Platzen der Dot.com-Blase. Zum Start in das Jahr waren die Aktienbewertungen, außer in den USA, ohnehin sehr moderat. In Europa konnten sich die Börsen deshalb sogar Ende Juli bis auf neue Indexhöchststände befestigen.

DAX-Index und Rendite 10-jährige Bundesanleihe



Quelle: Bloomberg

Die große Energiekrise mit befürchteten Rationierungen von Gas und Energie blieb aus und die nachlassende Inflation mit den wieder rückläufigen Weltmarktpreisen für Gas, Rohöl und andere Rohstoffe waren die fundamentalen Ursachen für den Börsenaufschwung. Zwar sind starke Basiseffekte für die rückläufige Teuerung maßgeblich mitverantwortlich, trotzdem können sich die Notenbanken mit ihren massiven Zinsschritten ebenso einen Teil des Erfolgs bei der Inflationsbekämpfung ans Revers heften. Obwohl von den Zentralbanken eine harte Linie angekündigt wurde, haben Ausmaß und Tempo der Zinsstrafung die Märkte überrascht.

Der scharfe Aufwärts-Zinszyklus ist durchaus ein zweischneidiges Schwert. Denn die schnellen Zinsschritte wirken dämpfend auf die gesamtwirtschaftliche Endnachfrage, die Konjunktur verlangsamt sich. In China verläuft die Erholung nach Beendigung der „Null-Covid“ Politik nicht so dynamisch wie erwartet. Anders als wegen der schrumpfenden Industrieproduktion zu befürchten war, ist die Beschäftigung dank des nach der Pandemie boomenden Dienstleistungssektors weltweit stabil hoch geblieben, die Arbeitslosenquoten sind für einen Wirtschaftsabschwung bisher ungewöhnlich niedrig. Dafür ist die Verschuldung einiger Staaten extrem ausgeufert, in den USA wird ein Budgetdefizit von 9% vom Bruttoinlandsprodukt prognostiziert. Nur mit mehrmaligen Brückenfinanzierungen kommt überhaupt ein Haushalt in den USA zustande.

An den Zinsmärkten sorgte der hohe staatliche Finanzierungsbedarf für viel Bewegung. Im ersten

Jahresabschnitt gingen die Kapitalmarktzinsen im Einklang mit den Inflationsraten zurück, obwohl die Notenbanken die Leitzinsen weiter anhoben. Im Mai kam es am Markt zu einer Zinswende, die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen schnellten von 3,3% bis auf 5,0% in der Spitze im Oktober nach oben, und der Zins für zweijährige Papiere von 3,8% bis auf über 5,2%. Steigende Zinsen waren Gift für die Aktien, besonders im zinsempfindlichen Technologiebereich. Die Börsen verzeichneten im Herbst eine empfindliche Korrekturphase, der deutsche DAX-Index mit einer Einbuße von 11,5%. Zu Hilfe kamen den Börsen weiter fallende Inflationsraten und vorsichtigere Aussagen der Notenbanker, unter denen nicht wenige ein Ende des Zinserhöhungszyklus signalisieren. Die Marktzinsen sinken seitdem wieder und Aktien befinden sich seit Ende Oktober in einer V-förmigen, steilen Erholungsphase, sozusagen in einer vorgezogenen Jahresendrally. Der ambivalente Zusammenhang zwischen Zinsen und Aktien funktioniert also fast perfekt.

Externe Faktoren wie die Geopolitik blieben uns als Einflussparameter erhalten. Lange Zeit sah es so aus, als ob wir von neuen Schocks verschont bleiben würden. Dann aber brach im Oktober mit voller Wucht der Nahostkonflikt aus. In den Krieg zwischen Israel und der palästinensischen Terrororganisation Hamas hat sich bisher keines der Nachbarländer direkt eingemischt, so dass die Auswirkung auf den Ölpreis und die Weltwirtschaft kurzfristig begrenzt blieben. Beide Seiten stehen sich unversöhnlich gegenüber, weshalb die Situation jederzeit weiter eskalieren kann.

### Wichtige Finanzmarktindizes 2023 in Euro\*

MSCI Weltaktienindex	16,1%
S&P 500 (USA)	18,3%
MSCI EM (Schwellenländer)	4,0%
STOXX 600 (Westeuropa)	11,5%
EURO STOXX 50 (Eurozone)	18,4%
DAX (Deutschland Standardwerte)	16,5%
MDAX (Deutschland Nebenwerte)	4,2%
CAC 40 (Frankreich)	15,5%
FTSE MIB (Italien)	30,1%
FTSE 100 (Großbritannien)	6,8%
Dow Jones (USA 30 Standardwerte)	8,2%
Nikkei 225 (Japan)	13,3%
FTSE Internationale Anleihen	-1,3%
REXP (Anleihen Deutschland)	1,6%
US-Dollar/Euro	-1,7%
CRB Rohstoffindex	1,6%
Rohöl (Brent)	1,5%
Gold	9,8%
Rogers Agri Index (Agrarprodukte)	0,1%

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes inkl. Dividenden \* per 30. November 2023

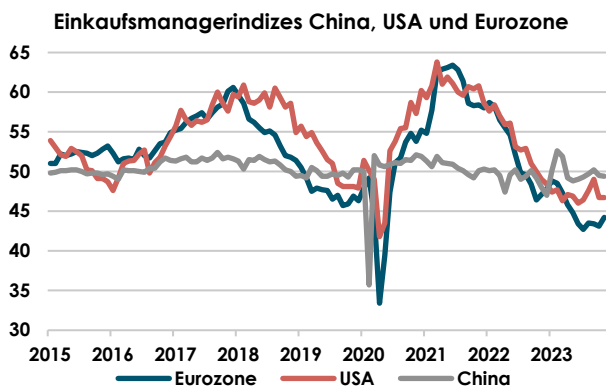
# Anlageperspektiven

## Konjunkturelles Umfeld

### Nach dem Inflationsschock neue Konjunktursorgen

Das positive zuerst: Die Inflation wird 2024 im Trend weiter auf dem Rückmarsch bleiben, allerdings langsamer als in diesem Jahr und mit Unterbrechungen in einzelnen Monaten. Sorgen müssen wir uns um die weltweite Konjunktur machen, denn in den USA beginnt sich das Wachstum abzuschwächen, in China bremsen der wackelnde Immobilienmarkt und Europa befindet sich seit Monaten in einer Stagflation, Deutschland sogar in einer Rezession. Die maue Weltkonjunktur hilft, die Inflation fester in den Griff zu bekommen. Für die Kapitalmärkte bedeutet das eine positive Nachricht, denn ein moderates Wachstum bei niedriger oder rückläufiger Inflation war tatsächlich immer ein gutes Umfeld besonders für Aktien, weil nicht die Gefahr besteht, dass die Notenbanken mit einer restriktiven Zinspolitik die Geldwertstabilität sichern müssen. Allerdings sollte es auch nicht zu einem Abdriften in die Rezession kommen; die Unternehmensgewinne, derzeit eine maßgebliche Stütze der Börsen, würden dann massiv unter Druck geraten.

Die Weltwirtschaft wird impulslos in das neue Jahr starten. Ein fiskalpolitischer An Schub ist angesichts der hohen Verschuldungsniveaus in Amerika und Europa praktisch unmöglich und die Geldpolitik der Notenbanken wird zunächst noch abwartend restriktiv bleiben. Später im Jahr sind bei weiter nachgebender Teuerung monetäre Impulse denkbar, wahrscheinlich sogar mit vorsichtigen Zinssenkungen der Zentralbanken. Über weite Strecken des ersten Halbjahrs dürften uns die Konjunktursorgen aber begleiten, denn so lange werden die Bremseffekte der Zinsanhebungen noch nachwirken.



Quelle: Bloomberg, ISM Institute; S&P Global

In Europa und den USA kann sich der private Konsum aufgrund der kräftig steigenden Realeinkommen im Jahresverlauf allmählich beleben. In Deutschland stiegen bei rückläufiger Teuerung die Löhne im letzten Quartal um durchschnittlich

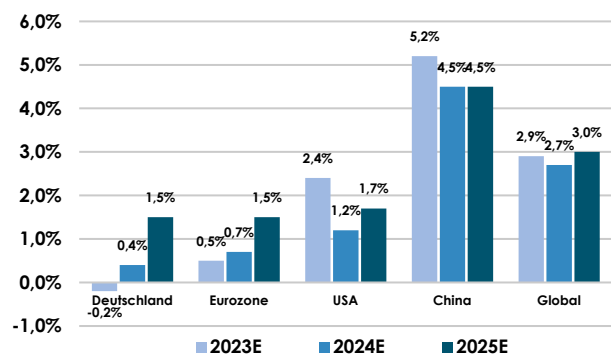
6,3%. Ähnlich in den USA und weiten Teilen Europas. Zuletzt lag die Inflation in der Eurozone im November nur noch bei 2,4%, in den USA bei 3,2% im Oktober. Die Haushalte haben also mehr Geld in der Kasse, die Kaufkraft der Verbraucher nimmt merklich zu. Gefühlt mag das zurzeit beim Konsumenten noch nicht so richtig angekommen sein, weil bei einzelnen Warengruppen wie Lebensmitteln die Preise immer noch steigen. Im nächsten Jahr sollte die Konsumfreude der privaten Haushalte aber aus der Lethargie erwachen.

Konjunkturelle Hoffnungsschimmer liefern auch die Frühindikatoren. Sowohl die Einkaufsmanagerindizes in Europa und den USA als auch die Ifo-Geschäftsklimaumfrage bei 9.000 deutschen Unternehmen haben sich stabilisiert und weisen eine milde Aufwärtstendenz auf. Kommt es 2024 zu einer Erholung der Weltwirtschaft, einem neuen Konjunkturaufschwung? Die Vorzeichen dafür stehen nach Beendigung der restriktiven Zinspolitik gar nicht so schlecht, bis zu einem kräftigeren selbsttragenden Aufschwung wird es trotzdem noch ein paar Quartale dauern.

Eine große Unbekannte bleibt die US-Präsidentenwahl im November 2024. Donald Trump als nächster Präsident ist zumindest nicht auszuschließen, was einer Stimmungsverbesserung bei Unternehmen und Verbrauchern, vor allem in Europa, einen Strich durch die Rechnung machen könnte. Wir müssten dann mit neuen Handelsrestriktionen und einer generell erratischen US-Wirtschaftspolitik rechnen, auch wenn das erst nach seinem Amtsantritt im Januar 2025 bevorstehen würde. Unsicherheit wird aber schon in der gesamten Vorwahlkampfphase geschürt werden, keine beruhigenden Aussichten für die Vereinigten Staaten.

Im sensiblen Energiebereich ist Europa diesmal besser gerüstet und es droht keine Winter-Versorgungskrise. Mit den an der deutschen Küste hochgezogenen LNG-Terminals konnten die Gasspeicher relativ schnell komplett befüllt werden. Der europäische Erdgaspreis liegt gegenwärtig um zwei Drittel unter Vorjahr und auch die Strompreise sind europaweit gefallen, in Deutschland, Frankreich, Italien und Großbritannien jeweils um über 60%.

### Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg

# Anleihen

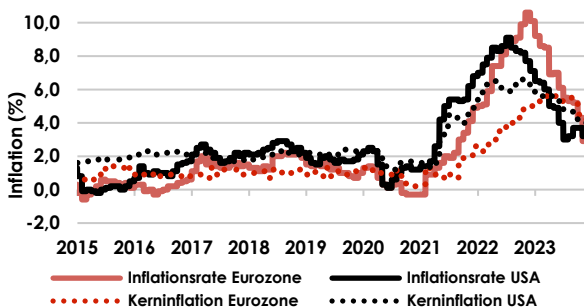
## Der Zinsgipfel liegt hinter uns

Nachdem Investoren im Rentenmarkt 2022 deutliche Kursverluste hinnehmen mussten, war die Hoffnung auf eine Besserung für dieses Jahr groß. Die Renditen stiegen allerdings noch bis September weiter an. Im vierten Quartal begann jedoch der Abstieg vom voraussichtlichen Zinsgipfel. Fallenden Renditen ließen schließlich die Anleihenpreise wieder steigen und sorgten so für eine positive Jahresperformance. Gemessen am REXP-Index erzielten Bundesanleihen einen Ertrag von 1,6%. US-Staatsanleihen sahen sich aufgrund zeitweise stärkeren Aufwärtsdrucks bei den Renditen einem schwierigeren Umfeld gegenüber. Mit 1% fiel der Gesamtertrag bei den US-Treasuries etwas geringer aus. Investoren von Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität (Investment-Grade-Rating) blicken positiv auf das bisherige Jahr zurück. Das Segment verzeichnet einen Gesamtertrag von rund 5,5%.

## Inflation auf dem Rückzug

Die US-Notenbank und die EZB setzten in diesem Jahr ihren Kampf gegen die Inflation fort, den sie bereits 2022 begonnen hatten. Zu Beginn des Zinserhöhungszyklus waren große Zinsschritte an der Tagesordnung, doch in der nächsten Phase wurden diese sukzessive verkleinert. Dies führte schließlich zur aktuellen Situation, in der die Zentralbanker eine abwartende Haltung eingenommen haben. Um den stark steigenden Preisen entgegenzuwirken, wurden die Leitzinsen in den USA seit dem Frühjahr 2022 um fünf Prozentpunkte und im Euro-Raum um 4,5 Prozentpunkte angehoben. Tatsächlich verzeichneten die Inflationsraten in diesem Jahr einen deutlichen Rückgang. Betrug die Preissteigerungsrate im Euro-Raum im Herbst 2022 noch 10,6%, so liegt sie aktuell mit 2,4% zumindest ansatzweise in Schlagdistanz des Inflationsziels von 2%. Auch in den USA liegt die Teuerungsrate mit 3,2% deutlich unter dem Vorjahres-Hoch von 9,1%.

**Inflation und Kerninflation (ohne Energie & Lebensmittel) in der Eurozone und in den USA**

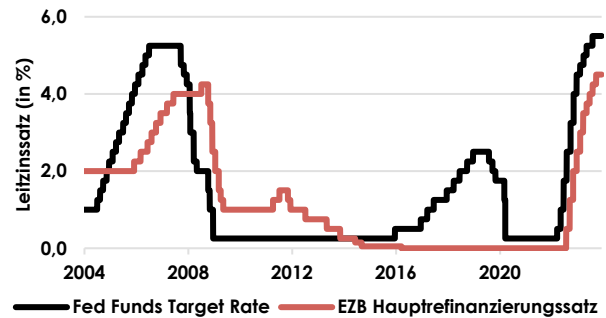


Quelle: Bloomberg

Obwohl der rückläufige Trend recht erfreulich war, verkünden die Notenbanker noch nicht den Sieg im Kampf gegen die Inflation. Zum einen

nahm die Inflation langsamer ab als zuvor erwartet. Zum anderen könnten vermeintlich üppige Lohnabschlüsse Zweitrundeneffekte auslösen. Wir gehen jedoch davon aus, dass die beiden großen Notenbanken in den kommenden Monaten die Lage beobachten und dann im weiteren Verlauf des Jahres 2024 erste Zinssenkungen vornehmen werden (Fed und EZB insgesamt um 0,75% bzw. 0,5%).

**Entwicklung der Leitzinsen**



Quelle: Bloomberg

## Zinsausblick

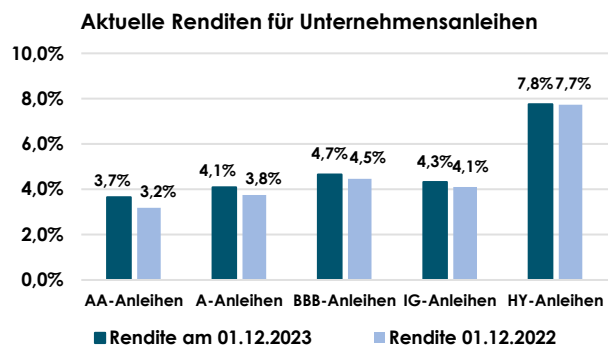
Erfahrungsgemäß bieten Phasen, in denen sich das Ende eines Zinserhöhungszyklus abzeichnet, ein günstiges Umfeld für Rentenpapiere. Bei der historischen Betrachtung der Rentenmärkte zeigt sich, dass die Renditehöchststände häufig vor dem Erreichen des Leitzins-Hochs bzw. zu Beginn eines Leitzins-Plateaus markiert werden. Mit den jüngsten Renditegipfeln in den USA (5%) und bei Bundesanleihen (3%) sind zuletzt zyklische Hochs markiert worden. Wir erwarten rückläufige Renditen in 2024 – die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe dürfte in Richtung 2% fallen und die 10-jährige US-Staatsanleihe sollte Ende 2024 nur noch bei knapp unter 4% rentieren.

Der Rückgang der Renditen wird allerdings aufgrund der Unsicherheit bzgl. der Entwicklung der Staatsschulden begrenzt bleiben. Die USA stehen hier besonders im Fokus. Die ausschweifende US-Ausgabenpolitik wird zum großen Teil über die Ausgabe von Staatsanleihen finanziert, die sich zusehends schwieriger platzieren lassen. Vor allem ist zu erkennen, dass Japan und China als traditionell große Käufer erheblich zurückhaltender als in der Vergangenheit auftreten. Auch wenn sich die Schuldenspirale in Europa nicht so schnell dreht wie in den USA, ist der Verschuldungsstand innerhalb der Währungsunion teilweise auf überhöhten Niveaus. Insbesondere die bonitätsschwächeren Länder in Südeuropa dürften mit der Wiedereinführung der Regeln des Wachstums- und Stabilitätspakts sowie einem geplanten Zurückfahren der EZB-Kaufprogramme verstärkt im Fokus stehen. Damit sollte nicht nur in den USA, sondern auch bei europäischen Staatsanleihen der Renditerückgang 2024 aufgrund einer ungünstigeren Angebots-/Nachfragesituation begrenzt bleiben und im Vergleich zu vorherigen Zyklen geringer ausfallen.



## Attraktive Unternehmensanleihen

Es spricht einiges dafür, dass Unternehmensanleihen auch 2024 eine positive Performance aufweisen werden und Staatsanleihen im Gesamtertrag erneut den Rang ablaufen. Die aktuell relativ hohe Rendite von 4,3%, rückläufige Renditen am Kapitalmarkt sowie ein Risikoaufschlag von 1,2 Prozentpunkten sollten einen Wertzuwachs in mindestens gleicher Größenordnung wie in diesem Jahr begünstigen.



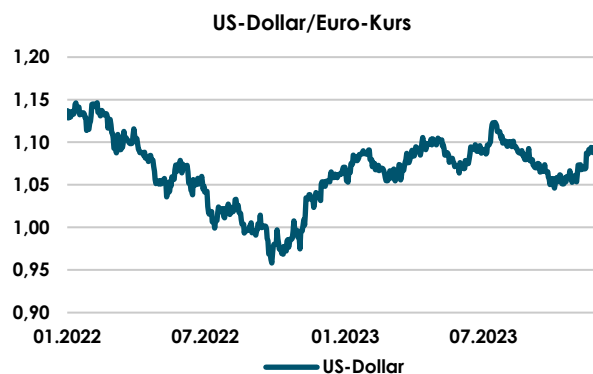
Quelle: Bloomberg

Die fundamentale Situation gestaltet sich für bonitätsstarke Anleihen solide. Weiterhin können viele Unternehmen noch von den hohen Liquiditätspuffern zehren, die während des Niedrigzinsumfeldes aufgebaut wurden. Zwischen 2015 und 2021 haben sich die IG-Unternehmen zu Zinssätzen deutlich unterhalb von 1% (teilweise sogar zu 0%!) refinanzieren können. Während der Pandemie-Jahre 2020/2021 stieg die Laufzeit der neu begebenen Anleihen zeitweise im Durchschnitt auf mehr als sieben Jahre an. Entsprechend halten sich die zu refinanzierenden Volumina noch in Grenzen. Die große Refinanzierungswelle steht erst 2025 und 2026 an. Das Bild für Unternehmen aus dem Hochzins-Segment präsentiert sich differenzierter. Die durchschnittliche Laufzeit ausstehender Anleihen ist mit 3,6 Jahren deutlich geringer und entsprechend höher fällt der Refinanzierungsdruck zu den aktuellen Konditionen aus. Die Ratingagentur Moody's rechnet daher auch mit einem Anstieg der Ausfallraten von aktuell 2,7% auf 3,7% zum Jahresende 2024 und damit auf einen Wert, der nur knapp unter dem langfristigen Durchschnitt von 3,9% liegt. Insgesamt ist festzuhalten, dass sich das Chance/Risiko-Profil im Qualitätsanleihen-Bereich derzeit günstiger präsentiert.

## US-Dollar

Nachdem der EUR-USD-Wechselkurs im Zuge der Energiepreis-Krise im Herbst 2022 ein Zwanzigjahrestief bei 0,96 markierte, setzte bei dem Währungspaar ein Trendwechsel ein. Die EZB drehte zwar später als die Fed an der Zinsschraube, ging aber dann auch zu großen Erhöhungsschritten von 0,75 Prozentpunkten über, die tendenziell den Euro beflügelten. Die wirtschaftliche Outperformance der USA und die Ungewissheit über das

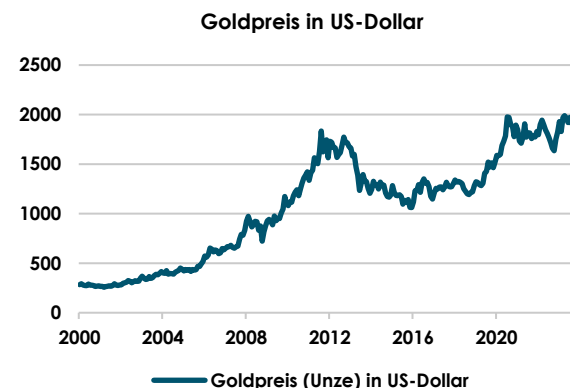
Ende des Zinserhöhungszyklus der Fed konnten insbesondere zur Jahresmitte den US-Dollar nochmals stärken. Da sich aber nun für das erste Halbjahr 2024 eine konjunkturelle Abkühlung abzeichnet und die Zuversicht auf das endgültige Ende des Zinserhöhungszyklus sehr groß ist, dürfte dem Greenback eine erneute nachhaltige Aufwertung gegenüber dem Euro nicht gelingen. Auch erneut aufkommende Diskussionen um die Budgetsituation der US-Regierung sollten auf den US-Dollar eher hemmend wirken. Dagegen steht weiterhin der Zinsvorteil in den USA zu Buche, womit im Gegensatz zum Euro-Raum auch positive Realrenditen erwirtschaftet werden können. Wir erwarten, dass der EUR-USD-Wechselkurs zum Jahresende bei 1,10 notieren wird und sich weitgehend in der Handelsspanne zwischen 1,05 und 1,15 bewegen sollte.



Quelle: Bloomberg

## Gold

Der markante Zinsanstieg der vergangenen zwei Jahren hat zu sehr hohen Opportunitätskosten für Goldanleger geführt. Dennoch profitierte der Goldpreis von zunehmenden geopolitischen Spannungen und zum Teil auch als Absicherung gegen eine vorschnelle Lockerung der Geldpolitik. Im neuen Jahr dürfte Gold mehr Rückenwind erhalten. Zum einen gehen wir von wieder fallenden Zinsen aus. Zum anderen sind die Notenbanken der BRIC-Staaten dazu übergegangen, für ihre Währungsreserven lieber in Gold als in US-Staatsanleihen zu investieren. Schließlich dürfte der etwas schwächer erwartete US-Dollar den Goldpreis nachhaltig über die 2.000 US-Dollar-Marke hieven.



Quelle: Bloomberg

# Aktien

## Setzt sich der positive Trend fort?

Die „Glorreichen 7“ sind nicht die Helden einer neuen Westernverfilmung, sondern sie haben in 2023 das Geschehen an den Börsen maßgeblich geprägt. Der US-amerikanische S&P 500 Index profitierte von der herausragenden Performance sieben sehr großer Konzerne (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla) und legte bis Ende November um rund 19% zu. Kurstreiber waren primär neue Wachstumsimpulse aufgrund der technologischen Fortschritte bei der Künstlichen Intelligenz (KI). Rechnet man diese sieben Aktien heraus, ergäbe sich für US-Aktien nur ein mageres Plus von 4% (in US-Dollar). In Europa verlief die Kurserholung auf etwas breiterer Front, aber auch hier konnte die Mehrheit der Aktien dem Index nicht annähernd folgen.

Die sehr unterschiedliche Branchenentwicklung spiegelt das schwierige wirtschaftliche Umfeld wider. Nachdem der aufgeschobene Konsum nach der Corona-Pandemie befriedigt war, flachte sich die Nachfrage ab, da hohe Inflationsraten das verfügbare Realeinkommen der Bürger geschmälert haben. Die Gewinnmargen der Unternehmen litten unter Kostensteigerungen auf vielen Ebenen wie zum Beispiel bei der Energie. Zusätzlich haben höhere Zinsen die Investitionstätigkeit gebremst. Nur die Banken freuten sich über eine Ausweitung der Zinsmarge, weil sie die höheren Zinsen an ihre Sparkundschaft nur teilweise weitergereicht haben.

## Ausblick auf 2024

Bekanntermaßen wirken geldpolitische Entscheidungen erst mit zwei, drei Quartalen Verzögerung auf die Wirtschaft ein, so dass wohl noch bis zur Jahresmitte 2024 die wirtschaftliche Dynamik nachlassen könnte. Darüber hinaus werden auch die fiskalischen Impulse nachlassen, da die Krisenmaßnahmen der letzten Jahre auslaufen und gleichzeitig höhere Zins- und Tilgungsbelastungen den Spielraum einengen. In Summe geht es im nächsten Jahr für die Weltwirtschaft nur moderat vorwärts.

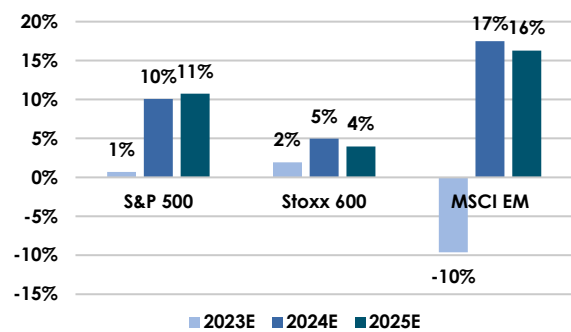
Trotzdem kann man gleich aus vier Gründen etwas positiver auf die Gewinnperspektiven der Unternehmen blicken: 1. Der Kostendruck lässt etwas nach, Energie- und Transportkosten sinken wieder. Hinzu kommen Kostensenkungsmaßnahmen und wieder funktionierende Lieferketten. 2. Die Nachfrage sollte von einem niedrigen Niveau aus wieder anspringen, nachdem der Lagerabbau in Industrie und Handel zum Ende gekommen ist. 3. Dem Konsumenten geht es besser als befürchtet – beispielsweise steigen in den USA die Löhne schneller als die Inflation. 4. Der Technologiesektor profitiert von Investitionen in die Digitalisierung der

Wirtschaft, die dank der Fortschritte bei der Künstlichen Intelligenz zunehmen werden. Mittelfristig wird KI die Produktivität der Unternehmen steigern können, wie es beispielsweise PC und Internet vor rund 25 Jahren getan haben.

## Gewinntrend dreht nach oben

Nachdem die Unternehmensgewinne in den letzten zwölf Monaten mehr oder weniger stagnierten, werden für 2024 Zuwächse in Höhe von 10% in den USA und 5% in Europa erwartet. Während im letzten Jahr das Gewinnwachstum auf Branchenebene sehr unterschiedlich ausfiel, deuten die aktuellen Schätzungen der Analysten für 2024 auf eine gleichförmigere Entwicklung hin. Nur für wenige Branchen wird ein Gewinnrückgang erwartet. In Europa sind dies Immobilien, Autos und Versorger. Wesentlich positiver sind die Aussichten für Unternehmen aus den Bereichen Technologie, Gesundheit, Industrie und Konsum.

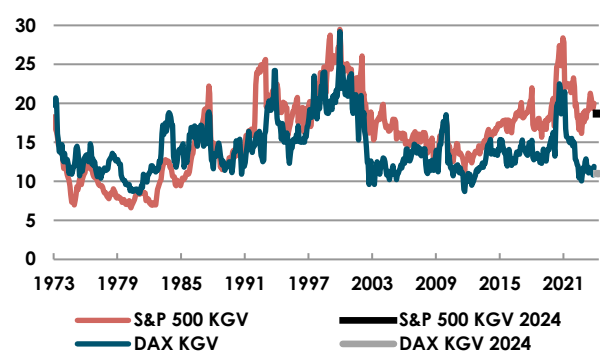
Veränderung der Unternehmensgewinne



Quelle: Bloomberg

Auf Basis der obigen Gewinnprognosen werden europäische Aktien derzeit auf einem Kurs/Gewinn-Verhältnis von 12,2 gehandelt. Das ist selbst bei Leitzinsen von 4% als preiswert einzustufen. US-Aktien (S&P 500) sind auf den ersten Blick mit einem KGV von 18,7 weniger attraktiv. Grund hierfür ist vor allem die höhere Bewertung der wachstumsstarken Tech-Konzerne. Alleine die „Glorreichen 7“ haben zusammen ein Indexgewicht von rund 30%. Wesentlich günstiger ist die gleichgewichtete Variante des S&P 500, in dem jedes Unternehmen das gleiche Indexgewicht besitzt. Hier liegt das KGV nur bei 15,1.

KGV für DAX und S&P 500



Quelle: Bloomberg

Im Jahr 2025 sollte die wirtschaftliche Aktivität weiter an Fahrt gewinnen und die Gewinnentwicklung der Unternehmen begünstigen. Spätestens ab Mitte des Jahres dürfte sich dann auch der Blick der Anleger darauf richten und die positiven Perspektiven von Aktien untermauern. Mit weiterer Unterstützung rechnen wir durch Umschichtungen aus den derzeit attraktiv verzinsten Geldmarktkonten in Aktien, wenn die Notenbanken aufgrund moderaterer Inflationsraten in den nächsten Quartalen beginnen, die Zinsen zu senken. Alleine in den USA wurden in den letzten 18 Monaten rund 1.500 Mrd. US-Dollar zusätzlich im Geldmarkt geparkt. Ein Teil davon dürfte wieder zurück in den Aktienmarkt fließen.

### Bewertungsrelationen im historischen Vergleich

Region		Kurs/ Gewinn- Verhältnis	Kurs/ Umsatz- Verhältnis	Kurs/ Buch- Verhältnis	Dividenden- Rendite	Anleihen- rendite
Deutschland	2024	11,00	0,85	135	4,60%	2,45%
	historisch	14,20	0,70	170	2,70%	5,90%
		günstig	teuer			
Europa	2024	12,20	1,25	170	3,90%	3,00%
	historisch	14,00	1,10	170	4,00%	7,50%
		günstig	teuer			
USA	2024	18,70	2,40	3,70	1,65%	4,30%
	historisch	15,20	1,40	2,50	2,90%	6,30%
		günstig	teuer			
Schwellenland	2024	11,30	1,15	140	3,20%	7,00%
	historisch	13,20	1,20	160	2,40%	9,00%
		günstig	teuer			
Japan	2024	14,60	0,90	120	2,50%	0,65%
	historisch	21,00	0,80	160	1,30%	2,60%
		günstig	teuer			

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Eine attraktive Bewertung, wieder steigende Unternehmensgewinne und die wahrscheinliche Wende in der Geldpolitik eroffnen Aktien ein Kurspotential für 2024 von 8-10%. Neue geopolitische Störfaktoren könnten zwar für zwischenzeitliche Irritationen an den Finanzmärkten sorgen, dürften den positiven Trend aber nicht gefährden.

### Aktienstrategie

In einem Umfeld mit niedrigem Wirtschaftswachstum schlagen sich defensive Qualitätsaktien meist am besten. Neben dem Gesundheitssektor, der in 2023 noch enttäuschte, und Produzenten von Konsumgütern des täglichen Bedarfs, sollten im neuen Jahr auch wieder wachstumsstarke Technologie-Aktien die Nase vorne haben. Wenn sich im Laufe des Jahres die Zeichen für eine Wachstumsbeschleunigung mehren, wird jedoch der Appetit der Anleger auf zyklischere Werte zunehmen. In diesem Segment bevorzugen wir vor allem den Industriesektor mit dem Fokus auf Automatisierung und Robotik.

Unter den Regionen hat Europa aufgrund des sehr niedrigen KGVs einen Bewertungsvorteil gegenüber den USA. Eine Outperformance europäischer Aktien dürfte jedoch unwahrscheinlich werden, sollte sich in der zweiten Jahreshälfte abzeichnen, dass Donald Trump die besten Chancen auf das Präsidentenamt hat. Gemischte Rahmenbedingungen herrschen auch für Aktien aus

den Schwellenländern vor. Ein schwächerer US-Dollar und fallende Zinsen haben in der Vergangenheit diese Börsen meist beflügelt. Seitdem in China die kommunistische Ideologie des Präsidenten Xi das Geschehen bestimmt und der wichtige Immobilienmarkt in eine Krise gestürzt ist, haben sich viele Anleger aus dem Markt verabschiedet. Ob mit den neuen staatlichen Konjunkturmanahmen die Investoren wieder zuruckgelockt werden können, muss sich noch zeigen.

### Exkurs: Superwahljahr 2024

In 2024 sollten Anleger den Wahlkalender im Auge behalten. Los geht es bereits im Januar, wenn hoffentlich nur für kurze Zeit die Aufmerksamkeit auf den Präsidentschaftswahlen in Taiwan liegt. Je nach Ausgang dient das Ergebnis als Lackmustest für die gerade erst leicht verbesserten Beziehungen zwischen den USA und China. Weiter geht es im Juni mit den Europawahlen. Dabei wird sich zeigen, ob die Antieuropaischen und Anti-Euro Parteien weiteren Zulauf bekommen. Sofern noch im Amt, ist es auch ein Stimmungstest für die stark angeschlagene deutsche Bundesregierung. Denn nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts könnte die aktuelle Haushaltskrise zum Aus für das Ampelbundnis führen. In Folge der notwendigen Reduzierung der fiskalischen Impulse dürfte sich dies negativ auf das deutsche Wirtschaftswachstum auswirken.

Sollte die Ampel diese Krise überstehen, stehen ihr im September mit Landtagswahlen in Sachsen, Thüringen und Brandenburg weitere Stimmungstests bevor. Werden die Wahlergebnisse für die Regierungsparteien dort, und die Umfragen deuten darauf hin, ähnlich schlecht ausfallen wie bei den letzten Wahlen, ist spätestens dann eine Fortführung der Ampel kaum mehr vorstellbar.

Für die Finanzmärkte steht aber vor allem die Wahl des US-Präsidenten am 5. November im Fokus. Nach den aktuellen Prognosen werden wir so oder so einen „alten“ Bekannten als „neuen“ Präsidenten sehen. Der Amtsinhaber Joe Biden trifft wohl erneut auf Donald Trump, der aller Skandale zum Trotz, die besten Chancen auf einen Sieg hat.

Ab Mitte des Jahres wird das US-Wahlkampfgetose die Finanzmärkte des Ofteren beeinflussen. Für die mittelfristige Ausrichtung der Aktienmärkte dürfte es allerdings keinen großen Unterschied machen, wer Präsident wird, da beide Kandidaten sowohl positive als auch negative Vorhaben umsetzen möchten. So plant beispielsweise Trump die Ausgabenorgie der Demokraten unverzüglich zu beenden, um den Haushalt zu entlasten. Andererseits konterkariert er dieses Vorhaben mit niedrigen Steuern. Ob am Ende „politische Börsen“ tatsächlich „kurze Beine“ haben werden, wird weniger mit dem Wahlausgang, sondern mehr mit der Akzeptanz des Verlierers zusammenhängen.

# Anlagestrategie

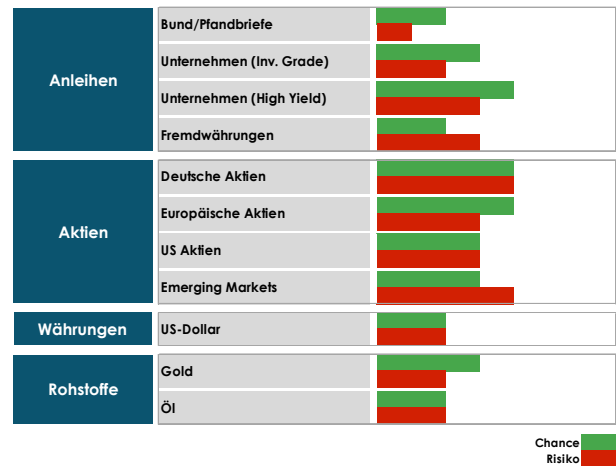
In den vergangenen zwei Jahren sorgten steigende Zinsen für Gegenwind an den Finanzmärkten. Die Aussichten für 2024 sind positiver, denn moderatere Inflationsraten und ein mäßiges Wirtschaftswachstum geben den Notenbanken den Spielraum für erste Zinssenkungen. Hiervon dürften Aktien und Anleihen gleichermaßen profitieren.

Ganz blauäugig sollte man sich aber nicht positionieren. Schließlich könnte sich die Inflation als hartnäckiger als erhofft erweisen und damit die Chancen auf Zinssenkungen reduzieren. Außerdem könnten anstehende Wahlen (u. a. USA und Taiwan) zu Kursschwankungen führen. Ebenso werden in den nächsten Jahren weltweit Klimaverwerfungen auftreten. Eine gute Diversifikation im Portfolio (inkl. Gold) ist deshalb elementar.

Wir bleiben bei Aktien übergewichtet und halten an der Selektion von wachstumsstarken Technologieaktien und defensiven Aktien fest. Europäische Aktien müssten aufgrund ihrer deutlich niedrigeren Bewertung die Nase vorne haben, doch US-Unternehmen besitzen oft zurecht wegen ihrer starken Marktstellung eine Prämie. Wir konzentrieren uns daher auf die Qualitäten und Geschäftsaussichten einzelner Unternehmen und weniger auf die regionale Zuordnung.

Da am Anleihenmarkt der Zinsgipfel voraussichtlich bereits hinter uns liegt, machen jetzt wieder längere Laufzeiten Sinn, um sich die derzeitigen Renditen auf die nächsten Jahre zu sichern. Leider liegt der Zins langlaufender Bundesanleihen immer noch unterhalb der Inflationsrate. Ein sinnvoller Kompromiss sind daher bonitätsstarke Unternehmensanleihen mit mittlerer Laufzeit.

Chance/Risiko-Profil der Anlagesegmente



Wir wünschen allen Lesern ein gesundes, glückliches und erfolgreiches Jahr 2024.

München, im Dezember 2023



Portfoliomanagement-Team der FIDUKA

(v. l. n. r.: Miraji Othman, Stefan Hecht, Marco Herrmann, Tobias Metzner, Thomas Graf, Klaus-Jürgen-Melzner)

## FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Kaufingerstraße 12 · 80331 München · Tel. (089) 291 90 70 · Fax (089) 2918 05 · [www.fiduka.com](http://www.fiduka.com)

Rechtlicher Hinweis: Die Informationen in dieser Publikation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die die FIDUKA-Depotverwaltung GmbH für zuverlässig erachtet, doch kann deren Richtigkeit oder Vollständigkeit nicht garantiert werden. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern. Angaben über die vergangene Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Diese Publikation stellt weder eine Aufforderung oder ein Angebot zum Erwerb, Halten oder Verkauf von den genannten Anlageinstrumenten oder anderen Produkten dar, noch eine Aufforderung oder ein Angebot zur Tötigung sonstiger Transaktionen bzw. Rechtsgeschäfte. Die Ausarbeitung allein stellt auch keine Empfehlung dar und hat keinerlei Beratungscharakter in irgendeiner Form. Die diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach persönlichen Anlagezielen und der Finanzsituation für bestimmte Anleger ungeeignet sein. © 2023