

1 Der Markt

1.1 Rückblick

Aktienmärkte stark und Rentenmärkte durchwachsen

Die Jahresendrallye, die im Schlussquartal 2023 die Aktienkurse deutlich nach oben getrieben hatte, setzte sich im ersten Quartal 2024 nahezu unvermindert fort und bescherte Anlegern im weltweiten Aktienmarkt einen Wertzuwachs von etwa 9%.

Getrieben wurde die positive Aktienmarktentwicklung vor allem von der anhaltenden Dominanz des „Soft Landing“-Narrativs, also der Erwartung, dass die Inflationsraten mittelfristig auf 2% zurückgehen, die restriktive Geldpolitik allmählich gelockert werden kann und keine wesentliche Abschwächung der konjunkturellen Dynamik eintritt. Tatsächlich zeigt sich die US-Wirtschaft weiterhin sehr robust und dürfte auch im ersten Quartal des Jahres 2024 wieder mit überdurchschnittlicher Dynamik gewachsen sein. Auch der Arbeitsmarkt zeigt bislang keine Schwäche und nur wenige Zeichen einer Abkühlung. Enttäuschend waren für die Marktteilnehmer allerdings die Inflationsdaten aus den USA für die Monate Januar und Februar. Die monatliche Dynamik fiel, gemessen am Zielwert der Notenbank, deutlich zu hoch aus, und insbesondere im Dienstleistungssektor liegen die Preise weiterhin etwa 5% höher als im Vorjahr. In der Folge sahen sich die Marktteilnehmer gezwungen, Erwartungen auf schnelle Zinssenkungen bereits im März zurückzunehmen, und zum Ende des Quartals wurde sogar eine erste Zinssenkung im Juni zunehmend in Frage gestellt. Dennoch bleibt es bislang bei der allgemeinen Erwartung, dass es im laufenden Jahr generell zu Zinssenkungen kommt, was den Aktienmärkten positiven Rückenwind gibt. Hinzu kamen überaus positive Geschäftszahlen von NVIDIA, die den bereits im vergangenen Jahr entfachten KI-Hype nochmals befeuerten.

Jenseits der USA zeigt sich die globale Wirtschaft weiterhin in schwacher Verfassung. Während die europäischen Aktienmärkte im Sog der US-Märkte und angesichts günstigerer Bewertungen sowie der Aussicht auf eine zumindest moderate Verbesserung der wirtschaftlichen Lage im Jahresverlauf ebenfalls zulegten, traf dies für chinesische Aktien nicht zu. Zwischenzeitliche Hoffnungen auf eine stärkere Stimulierung der Wirtschaft durch die Regierung erfüllten sich auf dem Nationalkongress im März nicht, und punktuelle Eingriffe in den Markt vermochten zwar einen weiteren Absturz chinesischer Aktien zu verhindern, nicht aber eine generelle Trendwende herbeizuführen.

Auf der Rentenseite war vor allem die erste Hälfte des Quartals von einem deutlichen Anstieg der Langfristzinsen geprägt, der zum einen eine Korrektur vorangegangener Übertreibungen nach unten darstellte, zum anderen aber vorsichtigere Erwartungen hinsichtlich des Ausmaßes von Zinssenkungen durch die amerikanische Notenbank widerspiegelte. Per saldo mussten Investoren von Staatsanleihen leichte Verluste hinnehmen, während Unternehmensanleihen weiterhin eine positive Entwicklung zeigten.

Bemerkenswert waren die zweistelligen Preissteigerungen für Gold und Öl: Der steigende Goldpreis reflektiert eine deutlich steigende Nachfrage zahlreicher Notenbanken nach Gold und höhere Inflationsrisiken, der höhere Ölpreis spiegelt die anhaltend fragile Lage im Nahen Osten einschließlich einer möglichen Eskalation des Konflikts unter Einbeziehung des Iran wider.

Wenig Bewegung gab es im Wechselkursverhältnis des Euro zum US-Dollar, das von widerstreitenden Triebkräften geprägt ist. Der Yen profitierte nicht von der eingeleiteten Änderung der japanischen Geldpolitik: Die Notenbank hob zwar ihren Leitzins an, beendete die Zinsstrukturkurvensteuerung, gab aber ansonsten keine klaren Perspektiven in Richtung einer fortgesetzten Straffung ihrer Geldpolitik und behält sich weiterhin den Kauf japanischer Staatsanleihen in erheblichem Umfang vor.

Angesichts der erreichten Bewertungen und zahlreicher Unsicherheitsfaktoren müssen sich Investoren auf ein deutlich volatileres Marktumfeld im zweiten Quartal des Jahres einstellen.

1.2 Ausblick

Globale Trendwende in der Notenbankpolitik

In diesem Jahr wird die aggressive Straffungskampagne der Vorjahre vollständig in der Realwirtschaft und dem Finanzsystem ankommen und dort systemischen Druck ausüben. Zwar werden die globalen Notenbanken im Jahresverlauf durch Leitzinssenkungen und Liquiditätslockerungen versuchen, Schadensbegrenzung zu betreiben. Da jedoch die Geldpolitik mit einer Zeitverzögerung wirkt, dürften die Gegenmaßnahmen zu spät kommen. Folglich ist im zweiten Halbjahr 2024 mit erhöhten Rezessionsrisiken und der Gefahr von sog. „Credit Events“ zu rechnen.

Big Picture: Nach einer jahrelangen Phase der monetären Stimulierung haben die globalen Notenbanken ab 2022 eine Trendwende vollzogen und die aggressivsten Straffungskampagnen der letzten 40 Jahre implementiert. Die zinsseitigen Straffungen wurden flankiert von einer Rückführung der Notenbankbilanzen. Der Umschwung von Liquidität im Überfluss zu einer Liquiditätsverknappung ist ein Stressfaktor für das globale Finanzsystem und Staatshaushalte und ein (gewünschter) Bremsfaktor für die Weltkonjunktur. Gleichzeitig sind die Staatsausgaben in den letzten Jahren spürbar angestiegen. Die 2020er Jahre könnten zu einer Dekade fiskalischer Exzesse werden. Diese wirken inflationär und können den Regimewechsel hin zu einer höheren Inflation forcieren.

Aus dieser Gesamtschau resultiert folgender Szenarien-Raum für 2024/25: Im ersten Verlaufspfad kommen die aggressiven Straffungskampagnen in der Realwirtschaft an und die Weltkonjunktur steuert auf eine „klassische“ notenbankinduzierte Rezession. Da die (Kern-)Inflationsraten auch 2024 vielfach oberhalb der Zielmarken liegen werden, werden globale Notenbanken voraussichtlich nicht in dem Maße zur Hilfe eilen, wie aktuell von den Märkten eingepreist wird. Dieses Szenario hätte zunächst negative Konsequenzen für Risikoanlagen, vor allem zyklische Aktien und Rohstoffe, während Qualitätsanleihen („Long Duration“) im Vorteil wären. In der anschließenden Erholungsphase dürfte sich das Attraktivitätsverhältnis zwischen Risikoanlagen und Qualitätsanleihen wieder umkehren.

Im zweiten Szenario könnte sich die US-Wirtschaft als robuster und die Inflation als hartnäckiger herausstellen als bislang angenommen. Demnach würde die Disinflation nicht nur enttäuschend verlaufen, sondern sich eine neue Inflationswelle herausbilden (analog zu den 1970er Jahren). Die Notenbanken wären gezwungen, die angepeilten Zinssenkungen abzusagen oder sogar die Straffungsintensität erneut zu erhöhen. Dies könnte im späteren Verlauf eine schwere Rezession auslösen. Die Trends an den Finanzmärkten dürften zeitweise ähnlich verlaufen wie 2022, nämlich mit einer synchronen Schwäche von Aktien und Renten. Gleichzeitig dürfte der US-Dollar als „Safe Haven“ fungieren und folglich fest tendieren. Im späteren Verlauf würden aber auch in diesem Szenario Qualitätsanleihen eine spürbare Attraktivität entwickeln (Rezession). Die Wahrscheinlichkeit für diese Szenario ist zuletzt merklich angestiegen. Zudem ist auch ein exogener Inflationsschock, ausgehend aus dem Konflikt im Nahen Osten und dem UKR-Krieg (RUS Ölembargo), vorstellbar.

Im dritten Verlaufspfad kommt es zu einem sogenannten „Soft Landing“. Hierbei gelingt durch eine kontrollierte Abbremsung der Wirtschaft die Eindämmung der Inflation bei gleichzeitiger Vermeidung einer (schweren) Rezession. Dieses Szenario ist aus empirischer Sicht unwahrscheinlich, da eine zielgenaue Abkühlung der Wirtschaft nach einer Hochinflationsphase eine große Herausforderung darstellt. Trotzdem sollte dieses Szenario ernstgenommen werden. Die Spekulation der Anleger auf dieses Szenario hat Risikoanlagen mittelfristig entscheidend angetrieben und dürfte vorerst weiter positiv wirken. Im späteren Jahresverlauf haben aber Szenario 1 und 2 eine höhere Wahrscheinlichkeit.

Noch ist nicht klar, in welcher Intensität und zeitlichen Abfolge die skizzierten Abläufe tatsächlich ein treten werden. Daher sollten Investoren eine Multi Asset Allocation anstreben, die sich vor dem Hintergrund des skizzierten Gesamtbildes durch eine bestmögliche Szenariorobustheit auszeichnet. Gleichzeitig sind ein flexibles Risikomanagement und eine Offenheit gegenüber taktischen Opportunitäten von entscheidender Relevanz.

1.3 Depotbericht

Erfreuliche Performance im ersten Quartal 2024

Im ersten Quartal 2024 haben sich die vier Portfolios im Zuge der soliden Kapitalmärkte positiv entwickelt. Während das Portfolio Sicherheit im ersten Quartal einen Wertgewinn von 1,10% erzielte, erhöhte sich der Wert des Portfolios Stabilität um 2,81%. Das Portfolio Wachstum gewann 5,46% und das Portfolio Chance stieg um 8,27%.

Im Verlauf der Berichtsperiode haben wir wie im Vorquartal strategische und taktische Umschichtungen vermieden. Die einzelnen Anlageklassen sind aktuell massiver als zuvor von Notenbankpolitik, Zinsentwicklung und Inflationserwartungen abhängig. Zudem spielt die Geopolitik an mehreren Fronten eine überlagernde Rolle. Trotzdem befinden wir uns aktuell auf der Zielgeraden, um einige geplante strategische Veränderungen für das kommende Quartal vorzubereiten.

Die Dominanz der großen US-Technologietitel aus dem Jahr 2023 hat sich auch im ersten Quartal 2024 zumindest teilweise fortgesetzt. Wir bleiben bei unserer bewertungsorientierten Analyse der Marktsegmente und werden uns nicht in Aktienmarkt-Hypes reintreiben lassen.

Die Diversifikation auf der Rentenseite hinsichtlich Floatern, kurzer Duration, Staatsanleihen und Corporates hoher Bonität sowie Credits hat sich weiterhin bewährt, jedoch werden wir voraussichtlich die Duration der Rentenseite etwas erhöhen in naher Zukunft. Auf der Aktienseite gehen wir weiterhin davon aus, dass die Beimischung von Small Caps gerade auf längere strategische Sicht nach vorn positiv wirken sollte. Im Bereich der regenerativen Energien sowie im Bereich Aktien China deutet sich eine mögliche Änderung der strategischen Einschätzung an. So werden wir in naher Zukunft die Bereiche Core Global Equity und Aktien Japan etwas verstärken, ohne ganz auf die Satelliten Segmente zu verzichten.

Ein Lichtblick in den Portfolios im vergangenen Quartal war der M&G Global Floating Rate High Yield Bond Fund, der im Quartal ca. 5,1% in Euro zulegen konnte. Gleichzeitig enttäuschte unter anderem der Jupiter Dynamic Bond Fund, der mit einem Verlust von ca. 0,6% ernüchternd rentierte.

Alle Portfolios waren im Berichtszeitraum breit und ausgewogen diversifiziert und setzten auf verschiedene Anlageklassen und Investment-Strategien. Durch die aktive Gewichtung risikotragender Investments können die vier Portfolios künftig weiterhin deutlich von steigenden Kursen profitieren und durch die Streuung über verschiedene Anlageklassen sowie der Beimischung marktneutraler Strategien stabilisiert werden.