



HRK LUNIS
Vermögensverwaltung

Kapitalmarktkommentar

Ausgabe 01 | 01. Quartal 2024

Wenn **Vermögensverwaltung**
in höchster Qualität gelebt wird.

hrklunis.de



THEMEN

Editorial	3
Kapitalmarktumfeld	4 - 5
Assetklassen	5
Aktienmärkte	5 - 6
Anleihen	6 - 7
Rohstoffe	7
Ausblick und taktische Positionierung	8 - 9
Aktienmärkte	9 - 10
Anleihen	10 - 11
Rohstoffe	11 - 12
Fazit	13



EDITORIAL

Spannende Entwicklungen

Neu bei HRK LUNIS: Sven Langenhan als Leiter des Investment Office

Liebe Leserin, lieber Leser,

ein spannendes und in vielen Bereichen überraschendes Auftaktquartal liegt hinter uns. Die US-Wirtschaft läuft weiter wie am Schnürchen. Die starken Rezessionssorgen aus dem letzten Jahr scheinen weitestgehend verflogen zu sein. In Deutschland hingegen haben wir schon längst keine solchen Sorgen mehr, sondern stecken mitten in einem wirtschaftlichen Abschwung. Und dennoch reüssiert der deutsche Aktienindex DAX. Wie passt das alles zusammen und wie geht es weiter?

Gerne geben wir Ihnen mit diesem Kapitalmarktkommentar wieder einen detaillierten Überblick der wesentlichen Entwicklungen im ersten Quartal und wagen einen Ausblick, was uns an den Kapitalmärkten erwarten könnte. Für konkrete Punktprognosen sowie kurzfristige Einschätzungen fehlt uns leider die berühmt-berüchtigte Glaskugel. Es macht aber sehr viel Sinn, mögliche Szenarien „durchzuspielen“ und darauf aufbauend die strategische Positionierung zu überprüfen. Damit bilden wir die Basis für gut durchdachte Allokationsentscheidungen und die Gestaltung von möglichst robusten Portfolios, welche zu Ihren ganz individuellen Chance-Risiko-Profilen passen. Dafür haben wir uns zum Beginn des 2. Quartals mit Sven Langenhan als neuem Leiter des hauseigenen Investment Office weiter verstärkt. Eine erste Handschrift von ihm lesen Sie bereits in diesem Bericht.

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre und bedanke mich für Ihr anhaltendes Vertrauen in die HRK LUNIS AG!



Ihr

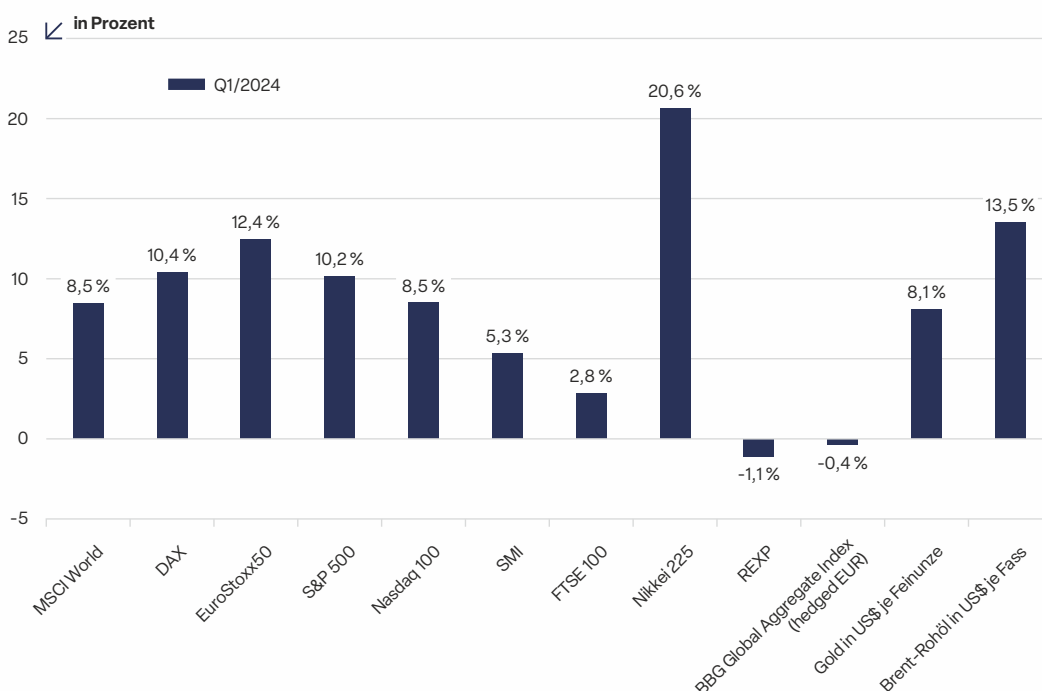
Michael Reuss
Vorstandsmitglied



Kapitalmarktumfeld

Die Inflation in den führenden Industrienationen schwächte sich auf Jahressicht weiter ab, das Tempo des Rückgangs war allerdings geringer als von zahlreichen Marktteilnehmern erwartet. In den USA stieg die Inflationsrate im Februar im Vergleich zum Januar entgegen den Erwartungen sogar leicht auf 3,2 % an; wobei eine geringe Schwankungsbreite gerade bei solch komplexen Zahlenwerken wie Inflationsdaten nicht ungewöhnlich ist und dementsprechend auch wenig Einfluss auf die Marktentwicklung genommen hat. Für März liegt die Prognose ebenfalls bei 3,2 %. Ergo bekräftigten die Zentralbanker ihre ablehnende Haltung gegenüber zu frühen Zinssenkungen. Damit wurde relativ rasch klar: Eine erste Zinssenkung in den USA und im Euroraum wird es während des ersten Quartals, wie noch bis Anfang des Jahres erwartet, nicht geben. Vielmehr, so die allgemeine Einschätzung, dürfte es frühestens Ende des zweiten Quartals werden, bis an der Zinsschraube gedreht wird. Es besteht auch zunehmend Unsicherheit darüber, wie stark die Zentralbanken die Leitzinsen zurücknehmen werden oder können. Hauptgrund für die hartnäckige Inflation in den USA dürfte der nach wie vor exzeptionell gute US-Arbeitsmarkt sein: Allein im Januar wurden über 350.000 neue Stellen geschaffen, die Arbeitslosenquote sank im März auf 3,7 % und die durchschnittlichen Stundenlöhne zogen an. Allerdings entwickelten sich die privaten Konsumausgaben eher schwach, obwohl die persönlichen Einkommen in der Summe deutlich zulegen konnten. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass gerade Arbeitsmarktdaten häufig späteren Revisionen durch die jeweiligen Agenturen unterliegen, so dass die zunächst berichteten sehr hohen Stellenschaffungen teils deutlich nach unten korrigiert wurden. Zudem flacht das Lohnwachstum inzwischen deutlich ab. Was auch daran liegen kann, dass zunehmende strukturelle Verschiebungen im Arbeitsmarkt z.B. von „höherwertigen“ Arbeitsplätzen in das Niedriglohnsegment sowie der in den USA in schwierigeren Zeiten nicht ungewöhnlichen Annahme von Zweit- (und mitunter sogar

Börsenentwicklung im Überblick



Quelle: Bloomberg



Dritt-)jobs zu beobachten sind. Auch deshalb und mit Blick auf weiter sinkende Sparreserven sowie rekordhohe Kreditkartenzinsen scheint der US-Verbraucher nun vorsichtiger zu werden. Viele potenzielle Immobilienkäufer halten sich zudem mit Blick auf hohe Hypothekenzinsen und nach wie vor hohe Hauspreise zurück. Auf der Angebotsseite sieht es ähnlich aus: Die Industrieproduktion ging Anfang des Jahres zurück, die Stimmung der Industrieunternehmen wurde pessimistischer.

Schlechte Wirtschaftsnachrichten kamen aus China. Der stärkste Rückgang der Verbraucherpreise seit der Großen Finanzkrise 2009 als Replik auf die schwache Binnennachfrage signalisiert, dass Chinas Regierung massiver gegensteuern muss. Gleichzeitig ging die Industrieaktivität weiter zurück. Die Verbesserung im Dienstleistungssektor dürfte von kurzer Dauer sein, da sie vor allem auf den Reise- und Tourismusboom während der Neujahrsfeierlichkeiten zurückzuführen war. Am Immobilienmarkt setzt sich die Krise unvermindert fort: Die Neubaupverkäufe sanken um 33 %, die Baubeginne um 30 % gegenüber Vorjahr. Inzwischen fallen die Neubaupreise (bis auf eine dreimonatige Pause Anfang 2023) seit zweieinhalb Jahren.

Die Wirtschaft im Euroraum stagnierte Ende 2023. Dieser Zustand hat sich nicht gebessert. Die Stimmung der Industrieunternehmen in der Eurozone ging weiter nach unten, Deutschlands Industrieproduktion ebenfalls. Auch Europas Verbraucher sind angesichts weiterhin hoher Preise und der Sorge vor einer Rezession zögerlich. Die Inflation sinkt, aber langsamer als erwartet. Wenig überraschend hinkt Europa den USA etwas hinterher. So kämpfen wir trotz im Vergleich insgesamt deutlich schlechterer Wirtschaftsentwicklung vor allem mit Zweitrundeeffekten aus den in zahlreichen europäischen Ländern noch stattfindenden Tarifkonflikten. Die jüngsten Entwicklungen in Deutschland mit branchenübergreifenden massiven Streiks und anschließend außergewöhnlich hohen Tarifabschlüssen sind hier ein Sinnbild für sich weiter aufstauendes Inflationspotenzial trotz wirtschaftlicher Schwäche. Dies hindert die Europäische Zentralbank noch daran, die Zinsen rasch und prononciert zu senken.

Assetklassen

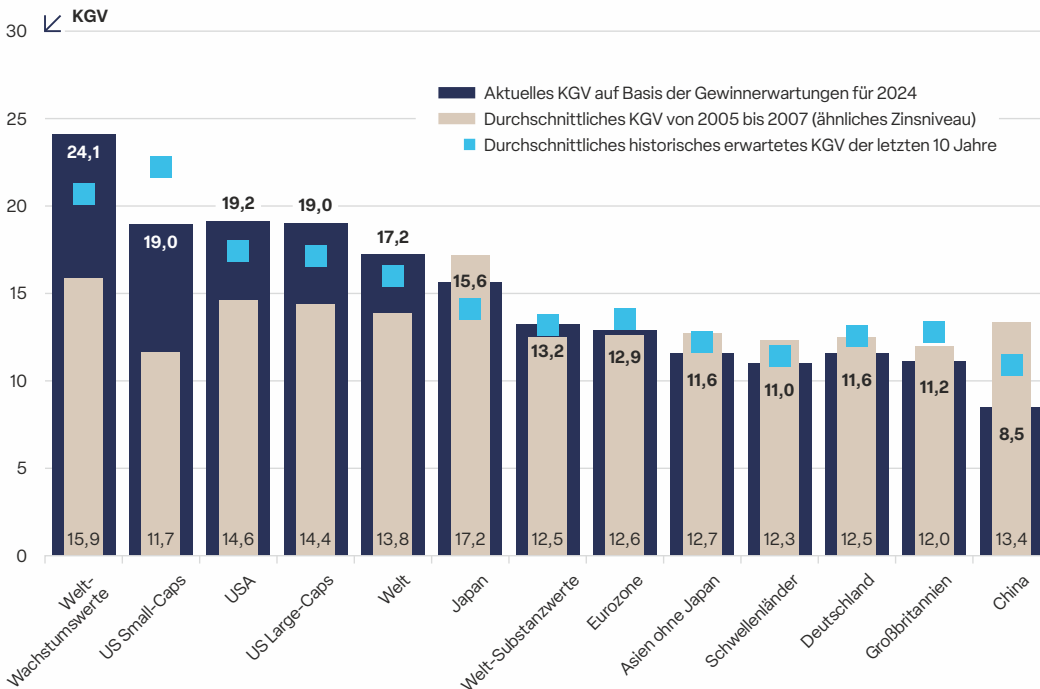
Aktienmärkte

Globale Aktien starteten für viele Marktteilnehmer überraschend gut ins neue Börsenjahr. Der MSCI World Index legte im ersten Quartal um 8,5 % zu. Dabei präsentierten sich wieder einmal die US-Börsen stark. Der Technologieindex Nasdaq stieg um 8,5 %, der breiter gefasste S&P 500 10,2 %. Europas Börsen geben ein uneinheitliches Bild ab. Der EuroStoxx 50 kletterte um 12,4 % nach oben, der DAX erreichte zum Quartalsende mit einem Plus von 10,4 % sogar ein neues Rekordhoch bei 18.492,49 Punkten. Dagegen entwickelten sich der Schweizer SMI (5,3 %) und der britische FTSE 100-Index (2,8 %) schwach. Auffallend war die ungewöhnliche Entwicklung am Quartalsende. Während sich der S&P 500 von den erreichten Rekordlevels zurückzog, kletterten Indizes aus dem Euroraum auf neue Höchststände. Bis zu einem gewissen Grad lässt sich dies dadurch erklären, dass für Europa aggressivere Zinssenkungen eingepreist sind als für die USA. Es ist jedoch einerseits nicht unwahrscheinlich, dass sich beide Regionen schon bald wieder im Gleichschritt bewegen werden. Und andererseits sollten kurzfristige Divergenzen auch nicht überbewertet werden. Extrem gut entwickelte sich der japanische Aktienmarkt. Der Nikkei 225 stieg seit Jahresbeginn um 20,6 %.

Die Berichtssaison in den USA verlief positiv, was in erster Linie an der nach wie vor sehr robusten US-Konjunktur liegt. Nachdem fast alle großen US-Unternehmen ihre Ergebnisse für das vierte Quartal vorgestellt hatten, konnte eine positive Bilanz gezogen werden. Rund drei Viertel der S&P 500-Mitglieder übertrafen ihre Gewinnprognosen. Das durchschnittliche Gewinnwachstum von 4 % (im Vergleich zum Vorjahresquartal) lag über den Erwartungen der Analysten, so dass nun im Schnitt ein Gewinnanstieg von 11 % für das Gesamtjahr 2024 erwartet wird. Ungemütlicher fielen die Ergebnisse für kleine und mittelgroße Unternehmen aus. Hier setzte sich die seit 15 Monaten laufende Gewinnrezession fort. Kleinere Gesellschaften haben einen größeren Anteil an variabel verzinslichen Schulden als die Großkonzerne, so dass der Zinsanstieg der letzten beiden Jahre starken Druck auf ihre



Große Unterschiede in der Bewertung



Quelle: Bloomberg

Margen ausgeübt hat. Ähnlich ambivalent verlief die Berichtssaison in Europa. Kräftige Gewinneinbrüche vermeldeten die Rohstoff- und Energieproduzenten sowie Versorger im marktbreiten Stoxx-600-Index. Lichtblicke lieferten die Sektoren Pharma, Finanzwesen und Technologie.

Auffallend war die extrem starke Performance vieler Chip-Aktien. Diese hängt vor allem mit den enormen Investitionen in Künstliche Intelligenz zusammen. Am stärksten profitiert davon der US-Konzern Nvidia. Der Pionier der Grafikprozessoren legte zum dritten Mal in Folge Quartalsergebnisse vor, die alle Prognosen der Analysten sprengten. Inzwischen ist Nvidia an der Börse mehr wert als Amazon. Lediglich Microsoft, Apple und Meta (Facebook) rangieren noch vor Nvidia. Dessen CEO Jensen Huang prognostiziert, dass die generative KI eine Investitionswelle auslöst, die zu einer Verdopplung der Rechenzentren in den kommenden fünf Jahren führen wird. Es spricht also viel dafür, dass die Sonderkonjunktur, die aus der generativen KI erwachsen ist, noch einige Zeit anhalten und die Kapitalmärkte positiv beeinflussen wird.

Anleihen

An den Rentenmärkten dominierten im ersten Quartal rote Vorzeichen. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg um 0,43 Prozentpunkte an, langlaufende deutsche Staatspapiere rentierten zum Quartalsende 28 Basispunkte höher. Die Zinsstrukturkurven dies- und jenseits des Atlantiks verflachten sich weiter, blieben aber invers. Da sich die Kreditaufschläge nur leicht einengten, konnten sich auch Unternehmensanleihen guter Qualität nicht aus der Verlustzone herausarbeiten. Der globale Index von Investmentgrade-Anleihen gab 0,37 % nach.

Aus historischer Sicht hat das Ende des Zinserhöhungszyklus stets zu deutlichen Zuflüssen in Anleihen geführt. Sie waren am stärksten, wenn Rezessionssorgen und Risikoaversion zunahm. In den Quartalen nach dem Höhepunkt der Leitzinsen konnten langlaufende deutsche Staatsanleihen (10 Jahre) eine durchschnittliche Performance im hohen einstelligen bzw. knapp zweistelligen Prozentbereich vorweisen. Das zugrunde liegende rückläu-



fige Zinsniveau war in der Regel durch eine sich stark abschwächende Wirtschaftslage getrieben. Die dadurch erforderlichen Zinssenkungen kompensierten oft den Anstieg der Kreditrisikoprämien im Investmentgrade-Bereich, nicht aber im Hochzinssegment.

Rohstoffe

Eine überraschende Entwicklung nahm im ersten Quartal der Goldpreis. Mit 2.229,87 US-Dollar je Feinunze erreichte er zum Quartalsende einen neuen Rekordstand. Dies hat viele Experten auf dem falschen Fuß erwischt. Aus fundamentaler Sicht war nämlich eher ein sinkender Goldpreis angenommen worden. Schließlich sind die Zinsen seit Jahresbeginn wieder gestiegen, die Aktienmärkte entwickeln sich gut, die Kurse konkurrierender Kryptowährungen sind regelrecht explodiert, der Dollar hat leicht aufgewertet und eine globale Rezession ist bislang ausgeblieben. Auch die (öffentlichen) Kapitalflüsse hätten eigentlich für einen schwächeren Goldpreis gesprochen, da im Januar und Februar private und institutionelle US-Anleger aus den zwölf größten Gold-ETFs Gelder im Gegenwert von fast 4,8 Mrd. US-Dollar abzogen.

Doch warum hat sich das Edelmetall dann verteuert?

Zum einen dürften das Näherrücken der Zinswende in der westlichen Welt, die weiter steigenden geopolitischen Unsicherheiten sowie die globale Wachstumsverlangsamung eine gewisse Rolle spielen. Die wichtigere Ursache liegt aber in dem neu entfachten Goldhunger diverser Zentralbanken. So haben sich die Goldkäufe mehrerer Notenbanken in den vergangenen zwei Jahren vervielfacht. Die Folge: Fast ein Drittel der weltweiten Goldminenförderung wurden von den Notenbanken aufgekauft. Der Grund ist geopolitischer Natur. So begann Russland kurz nach der Krim-Invasion, sich von seinen Beständen in US-Staatsanleihen zu trennen und im Gegenzug Gold zu kaufen. Als Reaktion auf den Ukrainekrieg froren westliche Regierungen nahezu alle Devisenreserven Russlands ein. Vielen autoritären Regimen öffnete dies die Augen für die eigene Verletzlichkeit. Auch sie begannen, ihre Reserven umzuschichten.

Unter diesen Staaten spielt China, das seit anderthalb Jahren seine Goldbestände aufbaut, eine Sonderrolle. Obwohl die handels- und geopolitischen Spannungen mit den USA stetig zunehmen, hält das Land noch 800 Mrd. US-Dollar in US-Staatsanleihen und weitere 2.500 Mrd. US-Dollar in liquiden Devisenreserven, die im Fall einer Konfrontation unter Sanktionsrisiken fallen dürften. Gold macht in Chinas Notenbankbilanz gerade einmal 4 % aus. Hier schlummert reichlich Potenzial.

Aber auch unabhängige Staaten bauen ihre finanzielle Abhängigkeit von den USA ab und tauschen große Teile ihres Staatsvermögens in das Edelmetall. Die BRICS-Staaten und wohlhabende Länder im Mittleren Osten und Asien fallen in diese Kategorie. In Summe haben die Notenbanken 2023 global mehr als das Vierfache der Menge aufgekauft, die von ETF-Investoren in den USA abgestoßen wurde.

Eine Trendwende ist nicht in Sicht – zu tief sitzen Unzufriedenheit mit der westlichen Hegemonie und die Angst vor Sanktionen bei den betroffenen Staaten. Auch von privaten Goldkäufern außerhalb der USA dürfte der Rückenwind erhalten bleiben. In Indien sorgen sich die Menschen über die hohe Inflation. In China sind Immobilien- und Aktienmarkt so tief in der Misere, dass sich die Anleger dem Gold zugewandt haben. Überall dort, wo die Wirtschaft in eine Rezession abgeglitten ist – in Großbritannien, einigen Ländern der EU und Südamerikas – ist die private Nachfrage nach dem gelben Metall angesprungen.

Der Ölpreis verteuerte sich im ersten Quartal um 16,1 %. Geopolitische Sorgen, ebenso wie das Potenzial für weitere Produktionskürzungen der OPEC+ unterstützten den soliden Aufwärtstrend seit Jahresbeginn.



Ausblick und taktische Positionierung

Wurden die Rezessionsrisiken vor allem im Hinblick auf die USA und ein mögliches „hard landing“ im vergangenen Jahr von vielen Marktteilnehmern noch überschätzt, so scheinen diese Risiken nun unterschätzt zu werden. Die überraschende Resilienz der US-Wirtschaft trotz historisch hoher Zinsen und schwindender Kaufkraft der Verbraucher sowie teils deutlicher Bremsspuren in zahlreichen anderen wichtigen Volkswirtschaften der Welt, könnte die Kapitalanleger zermürbt haben. Da Börsen die Zukunft handeln, sind die Höchststände in zahlreichen Aktienmärkten sowie Tiefststände der Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen wohl kaum anders zu interpretieren.

Dieses Muster beweist eines auf eindrucksvolle Weise: Bestimmte Marktentwicklungen punktgenau zu prognostizieren, ist gerade in höchst komplexen Zeiten wie aktuell – sowohl mit Blick auf die geopolitischen als auch die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen – und einem von Sentiment der Anlegerinnen und Anleger geprägten Investitionsumfeld nahezu unmöglich. Man ist unseres Erachtens also gut beraten, stets verschiedene Entwicklungsmöglichkeiten in Erwägung zu ziehen und sich so aufzustellen, dass ein Portfolio möglichst über alle Szenarien hinweg „funktioniert“. Ziel der sinnvollen Allokation muss also zum Beispiel sein, dass „die Rezession“ kommen darf, aber nicht muss! Insbesondere da das Rezessionsrisiko wie beschrieben derzeit vom Markt tendenziell unterschätzt wird, erscheint eine etwas defensivere Ausrichtung und gleichzeitig ausreichend Pulver in Form von (aktuell auch wieder ordentlich verzinster) Liquidität im Trockenen zu halten opportun. Denn etwaige Rücksetzer sowohl am Aktien- als auch am Unternehmensanleihemarkt sind ebenfalls im Hinblick auf die rein technische Marktsituation jederzeit möglich. So wie es Übertreibungen in die eine Richtung gibt – aktuell scheint der Markt sehr euphorisch zu sein –, kann es schnell zu deutlichen Rücksetzern kommen mit einer Renaissance der (in der Regel sehr lautstarken) Bären. Es gilt genau für solche Situationen gewappnet zu sein und sich dabei nicht zu stark von Emotionen sowie der daraus resultierenden Marktdynamik leiten zu lassen.

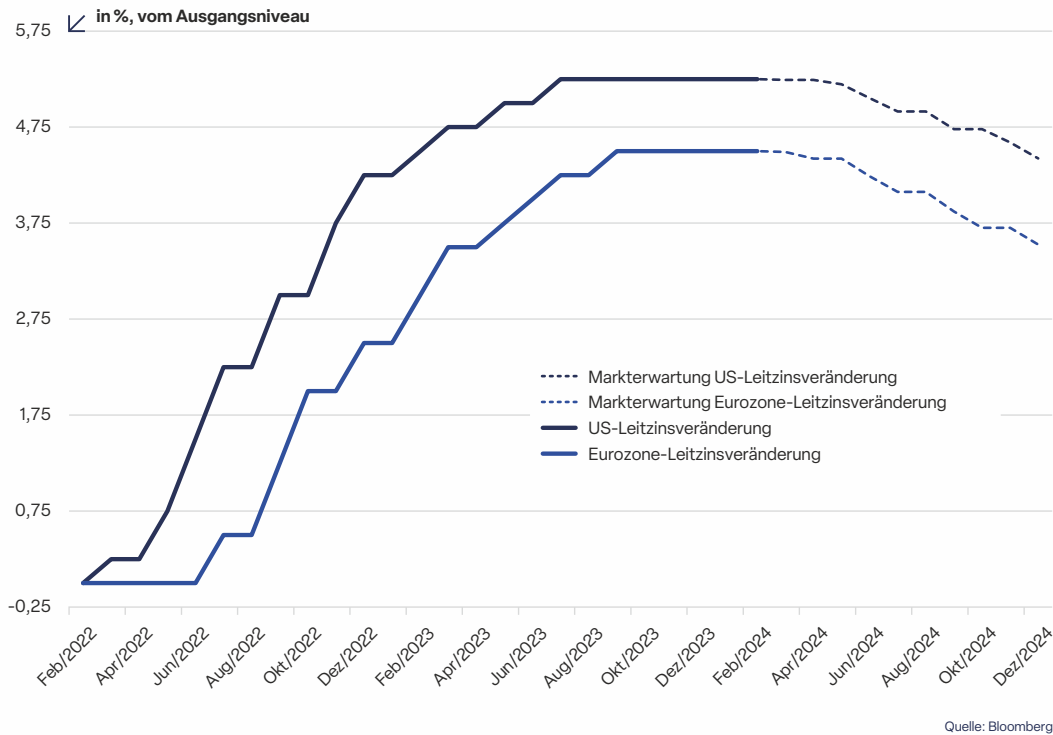
Allein durch die weiterhin datenabhängigen Notenbanken und einem noch nicht vollständig eingedämmten Inflationsrisiko ist mit erhöhten Marktschwankungen zu rechnen. Selbst bei einer deutlichen Abschwächung der US-Konjunktur wird die FED die Inflationsentwicklung sehr genau beobachten müssen. Auch wenn langfristig eine sich abkühlende oder gar sinkende Wirtschaftsleistung fast immer zu sinkenden Preisen führt, kann es in der kurzen bis mittleren Frist durch die komplexe Zusammensetzung und Berechnung der Inflationsindizes zu (gefühlten) Anomalien kommen. Das birgt zumindest Überraschungspotenzial hinsichtlich des weiteren Vorgehens der Notenbanker. Wichtig ist jedoch, dass die Notenbanken insbesondere in den USA, aber auch in Europa, wieder Spielraum haben, um über Zinssenkungen wichtige Impulse zu setzen. Und zwar in allen denkbaren und realistischen Szenarien.

Der sogenannte geldpolitische Realzins, welcher sich aus der Differenz zwischen Leitzins und der vom Markt über einen bestimmten Zeitraum eingepreisten Inflation ergibt, ist auf beiden Seiten des Atlantiks deutlich positiv. Und gleichzeitig deutlich höher als er selbst in einem positiven Szenario eines Soft oder sogar No Landings der Wirtschaft benötigt wird – gesetzt den Fall, die Inflation kommt bzw. bleibt weiter unter Kontrolle. Dabei dürfen wir einerseits nicht vergessen, dass weite Teile in Europa bereits in oder nahe einer Rezession sind. Andererseits stottert der bisherige Motor der Weltwirtschaft – die Volksrepublik China – weiter erheblich. Mit einer kurzfristigen Besserung ist aufgrund der Verschärfung der Immobilienkrise sowie ersten sichtbaren innenpolitischen Spannungen nicht zu rechnen.

Was heißt das nun konkret für die Positionierung, bevor wir einen kurzen Blick auf die einzelnen Marktsegmente werfen? Sachwerte bleiben ein wichtiger Anker der langfristigen Vermögensaufstellung. Denn sie bieten nicht nur ein ordentliches Renditepotenzial, sondern eben auch einen gewissen Inflationsschutz. Nichtsdestotrotz dürfte auch mit Blick auf bevorstehende Saisonalitätsmuster nach einer für viele überraschend starken Marktentwicklung eine gewisse Zurückhaltung nicht verkehrt sein. Zumal Anleihen grundsätzlich wieder den Zweck der Vermögensdiversifikation erfüllen und der Aufbau von (tendenziell weitgehend risikoloser) Duration aktuell sinnvoll erscheint. Zudem kann ein etwas höherer Bestand an taktischer Liquidität nicht nur Spielraum für das Nutzen von sich mit Sicherheit wieder bietenden Opportunitäten schaffen, sondern erzielt auch wieder eine auskömmliche Verzinsung.



Der Peak bei Leitzinsen ist wohl erreicht



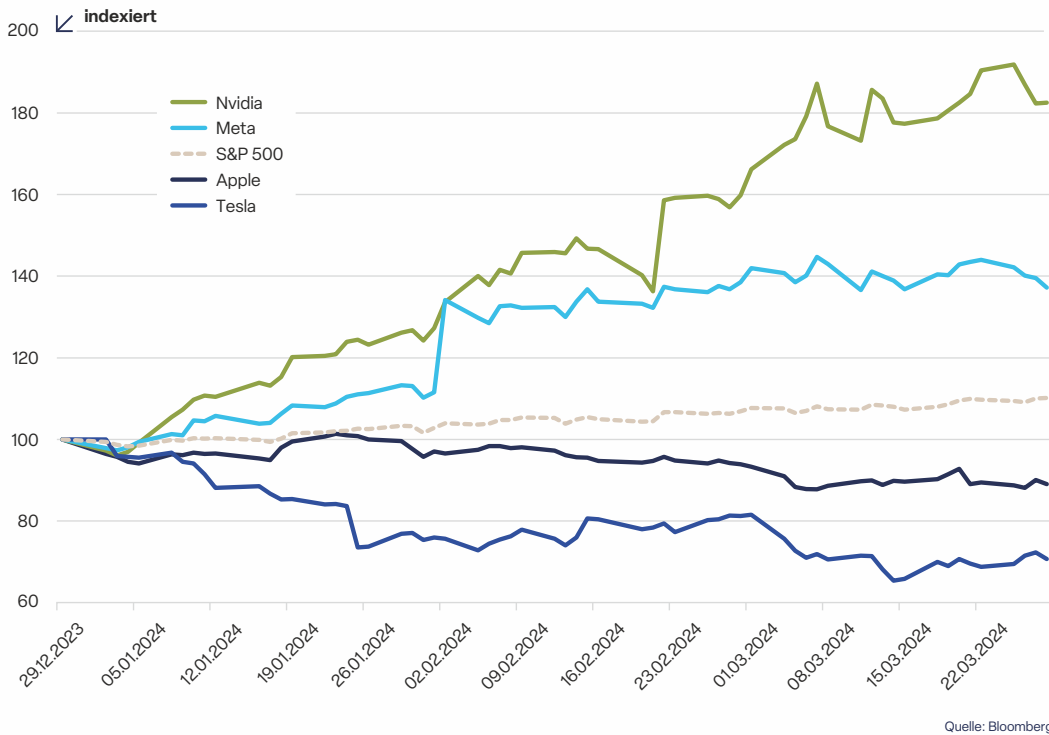
Nicht nur kurzfristig gilt, dass man Volatilität zu einem gewissen Maße aushalten sollte. Das Portfolio muss jedoch für jeden individuell so aufgestellt sein, dass Anlegerinnen und Anleger möglichst jederzeit ruhig damit schlafen können. Denn der größte Feind für langfristigen Investmenterfolg ist, wenn man kurzfristige Kursverluste nicht durchhält oder durchhalten kann. Dies hat mitunter natürlich den Preis, dass man nicht an jeder Rally uneingeschränkt und vor allem bis zum Ende partizipieren kann. Ob die Rezession nun kommt oder nicht, ob der KI-Hype weiter geht oder die ein oder andere teils abenteuerliche Bewertung korrigiert: Das wichtigste wird in den kommenden Monaten sein, geduldig und einer sinnvollen, möglichst kaufmännisch geprägten Anlagestrategie treu zu bleiben.

Aktienmärkte

An Sachwerten und damit vornehmlich Aktien führt langfristig kein Weg vorbei. Umso wichtiger ist im aktuellen Umfeld eine sorgsame Selektion von möglichst robusten Geschäftsmodellen, welche auch in wirtschaftlichen Schwächephasen keinen Anlass für größere Sorgen bieten. Der aktiven Selektion wird hierbei ein noch stärkerer Fokus zukommen. Konnte man lange Zeit quasi alles kaufen („Die Flut hebt alle Boote“), ist dies schon länger nicht mehr der Fall. Besonderes Augenmerk muss nicht nur auf die Qualität der Unternehmen, deren spezifischen Geschäftsmodelle sowie deren Zukunftsfähigkeit gelegt werden, sondern auch auf die jeweiligen Bewertungen. Die Divergenz im Aktiensegment hat deutlich zugenommen. Bestes Beispiel dafür sind die jüngsten Entwicklungen der sogenannten „Magnificent 7“. Während die Aktien vor allem von Chip- und Softwareunternehmen wie Nvidia und Microsoft, also Konzernen, die vom Hype um Künstliche Intelligenz massiv profitieren, immer neue Höchstkurse erreichen, gehen bei anderen Werten wie Tesla oder Apple deren – aber nach wie vor hohen – Bewertungen bereits sukzessive zurück. Genau hier, also in den Bewertungen, liegt die Krux: So erfolgreich manche Unternehmen auch sein mögen und so rosig die Zukunft vor allem für die Chipindustrie bzw. allem, was mit KI zu tun hat, auch aussehen mag, insbesondere die Bewertung von Nvidia (als das prominenteste Beispiel unter vielen)



Entwicklung ausgewählter Aktien der Magnificent 7 vs. S&P 500 in Q1 2024



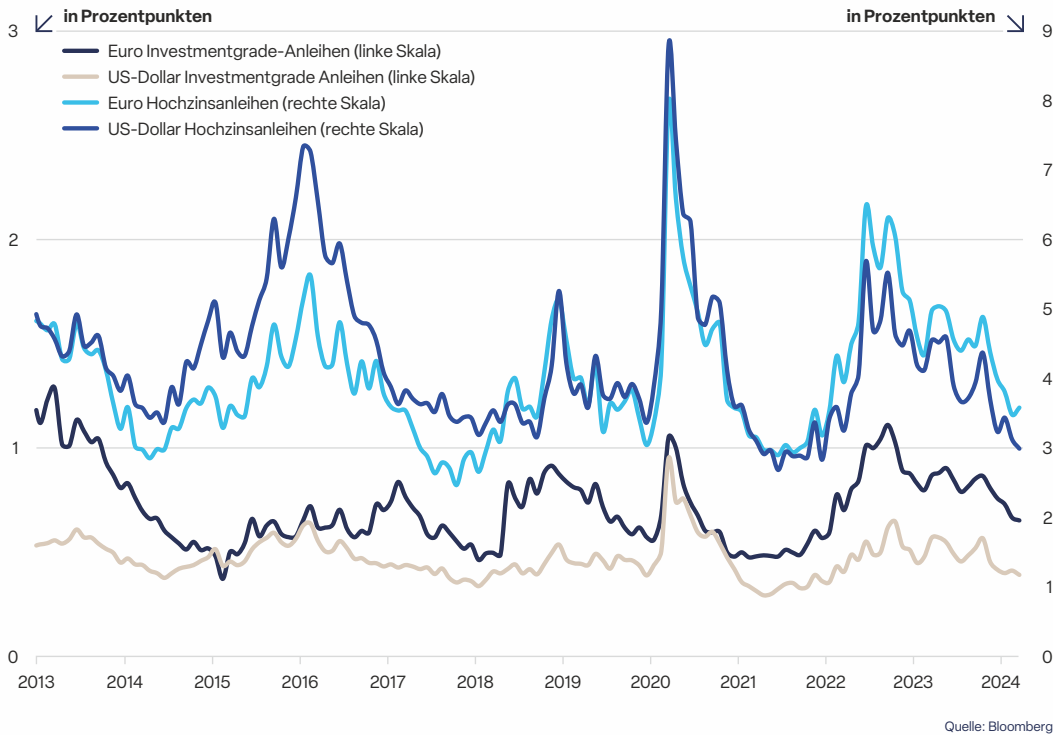
hat schwindelerregende Höhen angenommen. Es ist nicht auszuschließen, dass diese Bewertungen im aktuellen Trend noch weiter steigen. Aber ob diese Unternehmen langfristig auch nachhaltig in diese Bewertungen hereinwachsen können, ist fraglich. Das kann schnell dazu führen, dass man beim Versuch, einem (Kurzfrist-)Trend hinterherzurrennen, in eine böse Bewertungsfalle tappt. Das weiterhin sehr erfolgreiche Unternehmen Cisco Systems lässt hier grüßen. Inklusive Dividenden haben Investoren seit den Höchstständen in den frühen 2000er Jahren erst jetzt – also nach über 20 Jahren – wieder ungefähr Ihren Einsatz zurück. Und das mit einem Unternehmen, welches seitdem insgesamt sehr erfolgreich, aber zuvor schlichtweg viel zu hoch bewertet war. Dann kann es mitunter sehr lange dauern, bis das Unternehmen in diese Bewertung hereinwächst. Vor allem, wenn es auch einmal Gegenwind geben sollte.

Anleihen

Der Diversifikationseffekt von Anleihen ist mit Wucht zurückgekehrt. Was insbesondere im Jahr 2022 und in weiten Teilen des Jahres 2023 noch teilweise fürchterlich geschmerzt hat, ist nach vorne blickend eine sehr gute Botschaft. Zumindest der momentane Zinserhöhungszyklus sollte in den wesentlichen Volkswirtschaften seine Hochs erreicht haben. Gleichzeitig sind die Früchte der Maßnahmen – sinkende Inflationsraten sowie eine Mäßigung, wenn nicht sogar deutliche Abschwächung der Konjunktur – deutlich sichtbar. Dies gibt den Zentralbanken Spielraum für Leitzinssenkungen. Gleichzeitig stellt dies einen Spielball der Märkte dar. Auch wenn man die Frage, wie viele Zinssenkungen vom Markt in welchem Zeitraum vermeintlich eingepreist werden, nicht überbewerten sollte, so hat die Suche nach dem „heiligen (Prognose-)Gral“ durchaus Einfluss auf die Marktentwicklungen. Sie verursacht immer wieder teils heftige Schwankungen, was wir bei Anleihen über viele Jahre nicht gewohnt waren. Aber nicht alle Teilnehmer am Anleihenmarkt treffen ihre Entscheidungen im Hinblick auf Leitzinserwartungen. Ganz im Gegenteil gibt es gerade in diesem Markt täglich aus den verschiedensten Gründen sehr viele Kauf- und Verkaufsentscheidungen, die vollkommen unabhängig davon sind. Auch diese Transaktionen beeinflussen am



Risikoaufschläge nähern sich wieder ihren historischen Tiefständen



Ende die Zinskurven und somit sollten aus der jeweils aktuellen Zinsstrukturkurve abgeleitete Zukunftswerte nicht voreilig als „der Markt erwartet, dass...“ kategorisiert werden. Viel wichtiger ist es, die jeweiligen Niveaus ganzheitlich zu bewerten und in einen sinnvollen Portfolio Kontext zu setzen. Ein hohes Maß an Aktivität und Flexibilität wird im Rentenmarkt elementar bleiben. Besonderer Fokus sollte dabei der konkreten Positionierung auf den verschiedenen Zinskurven zukommen. Während (im aktuellen Umfeld!) beispielsweise selbst eine Rendite von „nur“ 4 % bei 10-jährigen US-Staatsanleihen kein niedriges Niveau darstellt, wäre eine Rendite von 2,5 % bei 10-jährigen Bundesanleihen im Gegenzug noch immer nicht hoch. Zusätzlich müssen jedoch etwaige Währungsrisiken sowie deren Absicherungskosten berücksichtigt werden.

Neben der dynamischen Steuerung der Duration, halten wir analog zu den Aktienmärkten eine gute Selektion von Einzeltiteln für entscheidend. Weite Teile des Unternehmensanleihemarktes – insbesondere im High-Yield-Bereich – bieten unterdurchschnittliche Chance-Risiko-Profile. Viele Geschäftsmodelle geraten durch die in den anstehenden Refinanzierungen peu à peu entstehenden höheren Zinsaufwendungen in zunehmende Profitabilitäts- und Liquiditätsprobleme. Um den Diversifikationseffekt von Anleihen bestmöglich nutzen zu können, sollte der Fokus beim Aufbau von risikofreier Duration – also zum Beispiel im Bereich erstklassiger Staats- oder staatsnaher Anleihen sowie ausgewählten Pfandbriefen liegen. Letztere bieten noch vereinzelt interessante Aufschläge bei mit Staatsanleihen vergleichbarer oder mitunter sogar besserer Bonität. Vorausgesetzt man macht seine Hausaufgaben und achtet sehr genau auf die Emittentenauswahl sowie die dahinterliegenden Sicherheitenpools mit möglichst wenig bis keinem Gewerbeimmobilienrisiko (vor allem in den USA!).

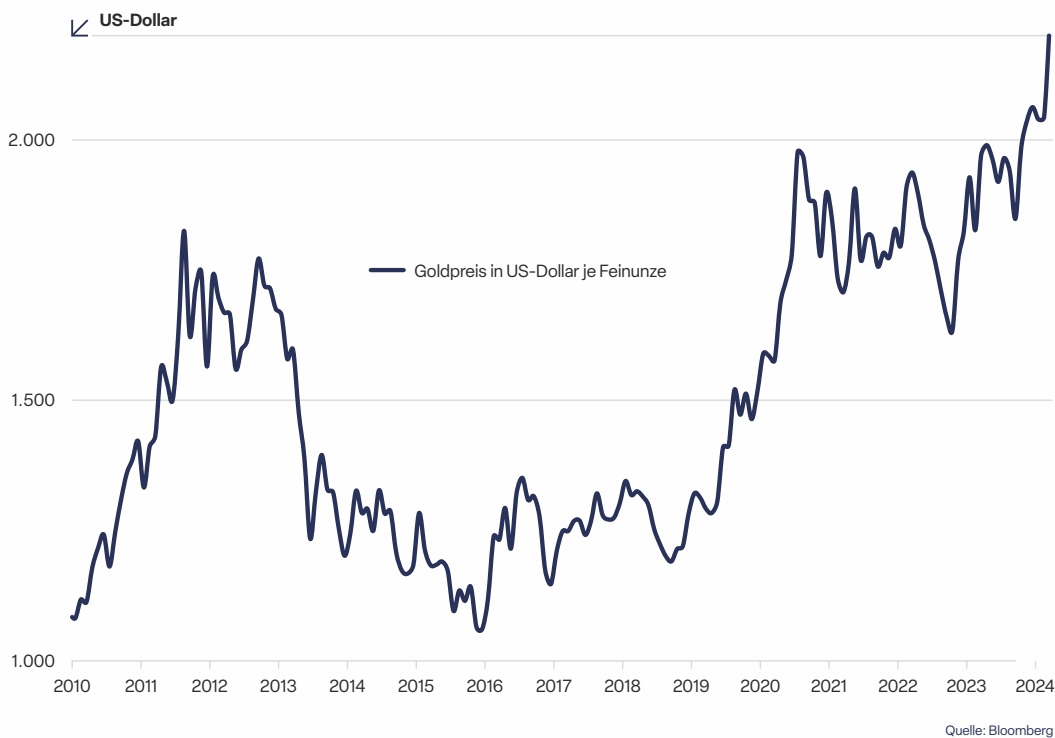
Rohstoffe

Im Abschnitt „Kapitalmarktumfeld“ haben wir uns bereits intensiv mit der jüngsten Goldpreisentwicklung beschäftigt. Als Sachwert und Inbegriff des langfristigen Inflationsschutzes gehört Gold unseres Erachtens weiterhin in jedes gut diversifizierte Portfolio. Vor allem auch, weil es als Versicherung gegen die bekannten und unbe-



kannten Risiken des globalen Finanzsystems dient. Bei einer Versicherung kommt es vordergründig nicht auf die Wertentwicklung an. Idealerweise wird diese nicht benötigt, so dass man die Prämie – im Falle von Gold ist das vordergründig der entgangene Zins – quasi umsonst bezahlt hat. Keiner dürfte sich freuen, wenn das eigene Haus brennt und sich die Feuerversicherung dadurch endlich „rentiert“ hat. Genauso wenig werden sich Anlegerinnen und Anleger freuen, wenn eine globale Finanzkrise analog 2008 um die Ecke käme, die geopolitischen Spannungen mit weiteren kriegerischen Eskalationen zunehmen oder das Inflationsgespenst noch einmal seine Zähne zeigte. Man kann sich vor solchen Krisen nicht sinnvoll schützen und wer ständig nur an die nächste Krise denkt bzw. diese vermeiden möchte, wird in der überwiegenden sehr erfreulichen Zeit eher Geld verlieren als Vermögen zu erhalten oder zu mehren. Für solche Ausnahmefälle ist es aber gut, wenigstens eine (Teil-)Versicherung im Rahmen von Gold im Portfolio zu haben. Zumal der steigende Goldpreis vor dem Hintergrund der im Rückblick geschilderten Rahmenbedingungen unseres Erachtens eher als Startpunkt für einen längerfristigen Bullenmarkt und nicht als eine kurzfristige Übertreibung zu sehen ist. Dementsprechend winkt hier neben dem Versicherungsaspekt und trotz des Verzichts auf eine Verzinsung ein gewisses Renditepotenzial.

Goldpreis auf Rekordhoch





FAZIT

Qualität ist entscheidend

Marktschwankungen bieten immer auch großartige Opportunitäten

Liebe Leserin, lieber Leser,

auch wenn vor allem die US-Wirtschaft für die meisten unerwartet resilient erscheint, zeigen sich erste dunkle Wolken am Horizont. Mit Blick auf die Stände sowohl am Aktien- als auch am Anleihemarkt scheint der Kapitalmarkt derzeit etwas zu euphorisch zu sein. Das Timing, wann was genau passieren wird, ist unmöglich. Das zeigt nicht nur die lange Markthistorie. Bereits ein Blick auf das erste Quartal 2024 sowie die starken Veränderungen beispielsweise bei den Zinserwartungen belegen das erneut eindrucksvoll.

Ihr Portfolio sollte deshalb so aufgestellt sein, dass es nicht nur in einem Szenario, sondern über möglichst alle denkbaren Szenarien hinweg langfristig zur Zufriedenheit führt. Eine Rezession in den USA also beispielsweise kommen darf, aber nicht muss!

Auch wenn sich aktuell eine etwas defensivere Positionierung mit dem Vorhalten taktischer Liquidität anbietet, sollten Aktien weiterhin prominent, aber eben mit besonderem Augenmaß gewichtet bleiben. Etwaige Rücksetzer können zu spannenden Opportunitäten bei robusten Unternehmen führen, wenn die ein oder andere Bewertung wieder in angemessenere Bereiche korrigiert. Die taktisch vorgehaltene Liquidität wird in solchen Fällen Gold wert.

Nach den dramatischen Zinsanstiegen bieten Anleihen als Anlageklasse wieder einen wertvollen Diversifikationseffekt. Gerade in einem weiterhin komplexen und hochvolatilen Marktumfeld ist es jedoch wichtiger als je zuvor, einen globalen, aktiven und höchstflexiblen Ansatz zu fahren.

Den Wert von tatsächlichem Gold sieht man vor allem dann, wenn besonders stürmische Zeiten anbrechen. Als Versicherung für die bekannten und unbekanntesten Risiken des globalen Finanzsystems bilden Sie eine strategische Position in jedem gut diversifizierten Portfolio.

Es ist nicht auszuschließen, dass die Märkte in den kommenden Wochen insgesamt etwas volatil werden. Das gehört dazu und sollte langfristige Investoren nicht stören, solange man sich wohl mit der Qualität des eigenen Portfolios fühlt. Ganz im Gegenteil bieten Schwankungen immer wieder großartige Opportunitäten. Geduldige Anlegerinnen und Anleger, welche ihrer Strategie treu bleiben, werden in solchen Phasen in der Regel besonders belohnt.

Ich wünsche uns allen weiterhin viel Freude und Erfolg bei der langfristigen Kapitalanlage!



Ihr

Sven Langenhan

Leiter Investment Office



Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch auf vollständige Darstellung erhebt.

Sie stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung/Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und ersetzt nicht die Beratung und Risikoaufklärung, durch Ihren persönlichen Berater.

Individuelle Steuer- und/oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Obwohl diese Unterlagen mit großer Sorgfalt erstellt wurden, kann die HRK LUNIS AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen.
Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.