



FERI CIO Office

Jahresausblick 2024

Investieren in einer Welt
mit höheren Zinsen

MEHR
ERREICHEN

MEHR
ERKENNEN

Stand November 2023

Das FERI CIO Office wünscht Ihnen ein erfolgreiches Anlagejahr 2024...



Dr. Marcel V. Lähn
Vorstand und Chief Investment Officer FERI AG

...mit unserem Multi Asset-Management:



© FERI Multi Asset-Würfel

Inhalt

Szenario 2024 – Executive Summary	Seite 4
Global Outlook – Investieren in einer neuen Welt hoher Zinsen	Seite 5
1. Makroökonomischer Ausblick: Geldpolitische Straffung wirkt	Seite 6
2. Implikationen für die strategische Asset Allocation: Multi Asset-Ansatz unverzichtbar	Seite 8
Unser Ausblick für die einzelnen Assetklassen	Seite 10
1. Aktien: Zunächst herausforderndes Umfeld, dann schrittweiser Aufbau bis hin zu deutlicher Übergewichtung	Seite 11
2. Renten: Erhöhte Attraktivität, sinkende Zinsen als zusätzlicher Performancetreiber	Seite 13
3. Geld und Währungen: Aufwertung des Euro, attraktive Opportunitäten beim Yen	Seite 14
4. Rohstoffe und Edelmetalle: Rezession, Angebotsrisiken und geopolitische Faktoren	Seite 15
5. Private Markets: Chancen in den Segmenten Infrastruktur, Private Debt und Secondaries	Seite 16
6. Hedgefonds: Hohes Zinsniveau, ökonomische Ungleichgewichte und Geopolitik als Chance	Seite 18
7. Digital Assets: Attraktive „Katalysatoren“ sprechen für steigende Bitcoinpreise	Seite 19
8. Volatilitätsstrategien: Zahlreiche Risikoszenarien und Volatilitätstreiber erhöhen Renditepotenzial	Seite 20
9. Immobilien: Zinsumfeld belastet, strategischer Inflationsdruck als positiver Gegenpol	Seite 21
Chancen und Risiken: Auf welche Faktoren wir im Jahr 2024 besonders achten	Seite 22

Szenario 2024 – Executive Summary

Kernthesen

Implikationen für Investoren

1. Global Outlook: Geldpolitische Straffung wirkt, Moderate Rezession (USA); Inflationsplateau erhöht; Geopolitik als veritabler Risikofaktor	<i>Resiliente Asset Allocation erreichen durch Multi Asset-Ansatz und aktives Risikomanagement</i>
2. Aktien: Zunächst herausforderndes Umfeld, dann schrittweiser Aufbau bis hin zu Übergewichtung	<i>Zunächst defensive Segmente im Vorteil; im späteren Verlauf Zyklischer mit Outperformance; Wachstumsaktien im Vorteil, wenn deutliche Leitzinssenkungen absehbar</i>
3. Renten: Erhöhte Attraktivität, im Jahresverlauf sinkende Zinsen als zusätzlicher Performance-treiber	<i>Rezessionsszenario: langlaufende Qualitätsanleihen und hochwertige Unternehmensanleihen im Vorteil; Spreadanstiege wahrscheinlich: High Yield-Anleihen im Nachteil</i>
4. Rohstoffe und Edelmetalle: Schwacher Nachfrageausblick und hohe Realzinsen belasten, gleichzeitig Angebotsbegrenzung	<i>Strategische Mindestquote (Hedge)</i>
5. Geld und Währungen: Aufwertung des Euro (Bewertungsvorteile, aber rezessive Tendenzen als Gegenpol), spürbare Aufwertung des Yen	<i>Agiles Währungsmanagement im Fokus, Opportunitäten beim Yen nutzen</i>
6. Private Markets: Hohes Zinsniveau eröffnet partiell Chancen, Infrastruktur profitiert von ökologischer Transformation, Secondaries mit deutlichen Bewertungsabschlägen	<i>Professionelle Selektion in Bezug auf Folgen höherer Zinsen als Schlüssel zum Erfolg, Chancen in den Bereichen Infrastruktur, Private Debt und Secondaries</i>
7. Hedgefonds: Hohes Zinsniveau, ökonomische Ungleichgewichte und Geopolitik als Chance	<i>Deutlich positive Renditen in allen Segmenten, Global-Macro in einem Multistrategie-Hedgefonds-Portfolio unverzichtbar</i>
8. Digital Assets: Zulassung eines Bitcoin-Spot-ETFs, viertes Halving und fortschreitender Tokenisierungstrend als Positivtreiber	<i>Generell erhöhte Akzeptanz der Blockchain-Technologie, Digital Assets gewinnen innerhalb einer Multi Asset Allocation an Bedeutung</i>
9. Volatilitätsstrategien: Zahlreiche Risikoszenarien und Volatilitätstreiber erhöhen Renditepotenzial	<i>Risk-off-Phasen zu erwarten: erhöhte Versicherungsnachfrage/-prämie steigert Renditeerwartung; höhere Basisverzinsung als weiterer Performancetreiber</i>
10. Immobilien: Zinsumfeld belastet, strategischer Inflationsdruck als positiver Gegenpol	<i>Preis Anpassung fortgeschritten, erste Einstiegschancen in 2024; Immobilien sind strategische Inflationsgewinner</i>

Global Outlook – Investieren in einer neuen Welt hoher Zinsen

1. Makroökonomischer Ausblick: Geldpolitische Straffung wirkt

Das makroökonomische Umfeld ist zu Beginn des Jahres 2024 durch drei wesentliche Charakteristika gekennzeichnet:

- Die **Inflation** ist in den meisten Ländern deutlich gesunken, liegt aber immer noch spürbar über der von den Notenbanken angestrebten Zielmarke von 2%.
- Die **Geldpolitik** ist in den USA und in Europa klar restriktiv, der Zinsanhebungszyklus befindet sich aber in der Endphase und hat wahrscheinlich sein Maximum erreicht.
- Die **Konjunktur** zeigt sich in den USA noch robust, während die Wirtschaft in Europa seit längerem stagniert und China mit einer strukturellen Wachstumsschwäche konfrontiert ist.

Für das fundamentale Marktumfeld sind im Jahr 2024 drei Faktoren von maßgeblicher Bedeutung:

(1) **Die verzögerten konjunkturellen Folgen der in den vergangenen Quartalen erfolgten geldpolitischen Straffung**

Wir erwarten, dass der starke Zinsanstieg in den Jahren 2022 und 2023 über deutlich verschlechterte Finanzierungsbedingungen zu einer Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und im Zeitablauf insbesondere in den USA zu einer (moderaten) Rezession führt.

(2) **Die weitere Inflationsentwicklung**

Rezessive Tendenzen sind eine Voraussetzung dafür, dass die Inflationsraten im Laufe des Jahres 2024 nachgeben und zum Jahresende in die Nähe des von den Notenbanken angestrebten Zielwerts von 2% sinken (Basisszenario). In einem Negativszenario ist auch denkbar, dass sich die Inflation als hartnäckig erweist und der Zielwert von 2% vorläufig nicht erreicht wird.

(3) **Geopolitik**

Geopolitische Risiken bleiben im Jahr 2024 ein Faktor von erheblicher Relevanz: Im Fokus stehen dabei die Konfliktlage im Nahen Osten, die Präsidentschaftswahlen in den USA, der Hegemonialkonflikt zwischen den USA und China und hier insbesondere die Präsidentschaftswahlen in Taiwan, und der andauernde Krieg Russlands gegen die Ukraine.

In den **USA** werden sich im Laufe des Jahres 2024 die negativen Folgen höherer Zinsen gegenüber den im Jahr 2023 noch wirksamen positiven Wachstumskräften durchsetzen. Der dadurch induzierte Anstieg der Arbeitslosenquote führt zu einer deutlichen Schwächung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, was sich in einer (moderaten) Rezession der US-Wirtschaft niederschlagen wird. Erst dadurch wird der Preiserhöhungsspielraum der Unternehmen so weit begrenzt, dass die Inflationsrate bis zum Jahresende auf ein Niveau von etwa 2% sinken wird. Die nachhaltige Sichtbarkeit dieses Prozesses öffnet den Spielraum für die Fed, den Leitzins in der zweiten Jahreshälfte moderat zu senken.

In **Europa** weist zwar der private Konsum ein gewisses Erholungspotenzial auf, das sich aus sinkenden Inflationsraten und noch vorhandenen Überschussersparnissen aus Pandemiezeiten speist. Dem stehen jedoch auch hier deutlich verschlechterte Finanzierungsbedingungen infolge der restriktiven Geldpolitik der EZB, ein insgesamt ungünstiges außenwirtschaftliches Umfeld und im Speziellen der negative Einfluss einer US-Rezession auf die europäischen Exportausichten gegenüber. Im Ergebnis wird die Wachstumsdynamik zunächst schwach bleiben. In der zweiten Jahreshälfte könnte ein neuer konjunktureller Aufschwung beginnen. Die Inflation liegt wahrscheinlich auch Ende des Jahres 2024 noch über der 2%-Marke. Die EZB wird deshalb erst später im Jahr und nur sehr vorsichtige Zinssenkungen vornehmen.

In **Japan** profitiert die Binnennachfrage von noch erheblichen Aufholpotenzialen aus Pandemiezeiten, besonders im Tourismus. Weil die japanische Notenbank bis zum Ende des Jahres 2023 an ihrer expansiven Geldpolitik festgehalten hat, gehen von der Geldpolitik nur moderat belastende Einflüsse aus. Die japanische Wirtschaft wird deshalb im Jahr 2024 eine im Vergleich zu anderen Industrieländern relativ hohe Wachstumsdynamik erreichen. Die Bank of Japan hebt ihren Leitzins auf ein positives Niveau an und beendet im Jahresverlauf die Steuerung der Langfristzinsen und kehrt damit zu einer „klassischen“ Geldpolitik zurück.

In **China** gelingt es der Regierung, eine unkontrollierte Eskalation der Immobilienmarktkrise zu verhindern und insgesamt die gesamtwirtschaftliche Lage zu stabilisieren. Der Preisrückgang an den Immobilienmärkten setzt sich allerdings fort, und die hohe Verschuldung sowohl vieler Haushalte als auch von Immobilienentwicklern und Baufirmen belastet die Gesamtwirtschaft weiterhin. Die Wachstumsdynamik bleibt deshalb mit weniger als 4% verhalten.

In den **Schwellenländern** nimmt der bereits im zweiten Halbjahr begonnene Prozess von Zinssenkungen der Notenbanken Fahrt auf. Damit verbessern sich die Finanzierungsbedingungen und damit die Aussichten für einen neuen konjunkturellen Aufschwung. Gebremst wird dieser allerdings von der latenten Wachstumsschwäche Chinas und der einsetzenden US-Rezession. Insgesamt steigt die Wachstumsdynamik der Schwellenländer (ohne China) im Jahresverlauf an und erreicht gegen Ende des Jahres einen Wert, der dem langjährigen Durchschnitt entspricht.

Geopolitik bleibt auch im Jahr 2024 ein wichtiger Einflussfaktor

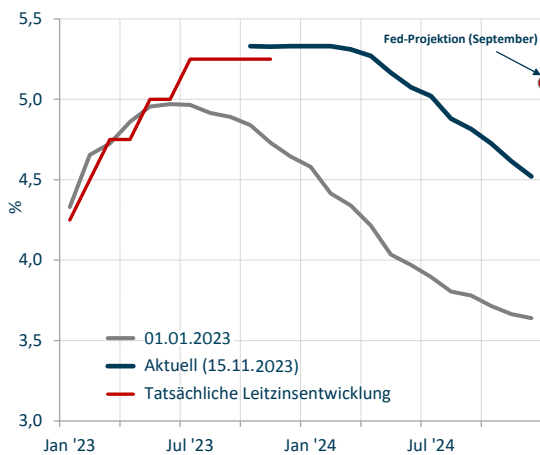
Auch im Jahr 2024 bleiben geopolitische Themen von hoher Relevanz. Im **Krieg zwischen Israel und der Hamas** gehen wir in unserem Basisszenario davon aus, dass eine Ausweitung des Konflikts mit direkter Beteiligung Irans vermieden wird. In diesem Fall bleibt die Region ein Unruheherd mit potenziell preissteigernden, aber insgesamt begrenzten Auswirkungen auf den Ölpreis. Eine direkte Konfrontation zwischen Israel und Iran, möglicherweise auch unter Beteiligung der USA, bleibt aber ein Szenario mit signifikanter Wahrscheinlichkeit und gravierenden Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Ein drastischer Anstieg des Ölpreises würde zu einem erneuten Anstieg der Inflationsraten führen. Zinssenkungen der Notenbanken wären dann unwahrscheinlich, möglicherweise müssten die Notenbanken die Leitzinsen sogar nochmals und über das bisherige Niveau hinaus anheben. Gleichzeitig hätte der hohe Ölpreis spürbar konjunkturdämpfende Wirkungen und würde bereits bestehende rezessive Tendenzen verstärken. Ergebnis wäre ein grundsätzlich verändertes Investmentumfeld.

Jenseits dieses akuten Konflikts wird 2024 vor allem im Bann der anstehenden **Präsidentenwahl in den USA** stehen. Infolge der enormen innenpolitischen Spaltung des Landes ist mit einem harten Wahlkampf zu rechnen, der bereits im Vorfeld die latente Dysfunktionalität staatlicher Entscheidungsmechanismen verstärken wird. Der Wahlausgang selbst ist ex ante kaum prognostizierbar – eine denkbare Wiederwahl Donald Trumps dürfte in der Weltpolitik erhebliche Verunsicherungen auslösen.

Der langfristig wichtigste Einflussfaktor auf die globale Ordnung und das Weltwirtschaftssystem bleibt der **Hegemonialkonflikt zwischen den USA und China**. Im Jahr 2024 verdienen besonders das Ergebnis der Präsidentenwahl in Taiwan, die daraus möglicherweise resultierende Eskalation im Verhältnis zwischen Taiwan und China bis hin zu einer militärischen Aggression Chinas gegen Taiwan und die unvermeidbare Reaktion der US-Regierung darauf Beachtung. Insgesamt muss damit gerechnet werden, dass der Prozess der De-Globalisierung und der wechselseitigen Entkoppelung beider Wirtschaftsräume weiter voranschreitet. Dies könnte auch die EU vor schwierige Entscheidungen stellen, auf die diese bislang nicht hinreichend vorbereitet ist.

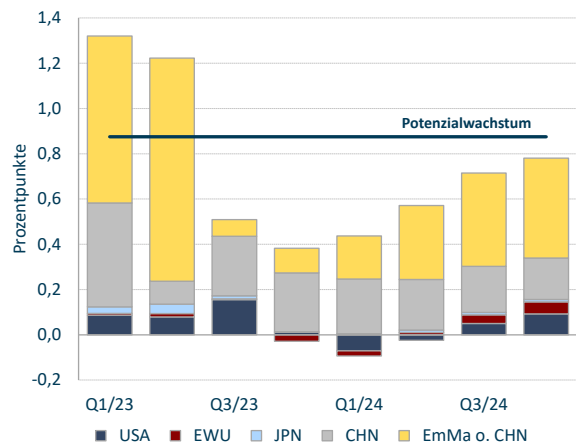
Im **Krieg Russlands gegen die Ukraine** sind stärkere Bemühungen um einen Waffenstillstand denkbar, zumal die weitere Unterstützung der Ukraine durch die USA nach den dortigen Präsidentenwahlen nicht als sicher gelten kann. Eine solche Phase birgt erfahrungsgemäß ein hohes Eskalationspotenzial – zu erwarten wären ein erhebliches Potenzial an Verunsicherung, aber auch unmittelbar negative Folgen für die Versorgung vieler Schwellenländer mit Getreide.

Leitzins der Fed: Verlauf bis Ende 2024 (Markterwartung) - Tageswerte -



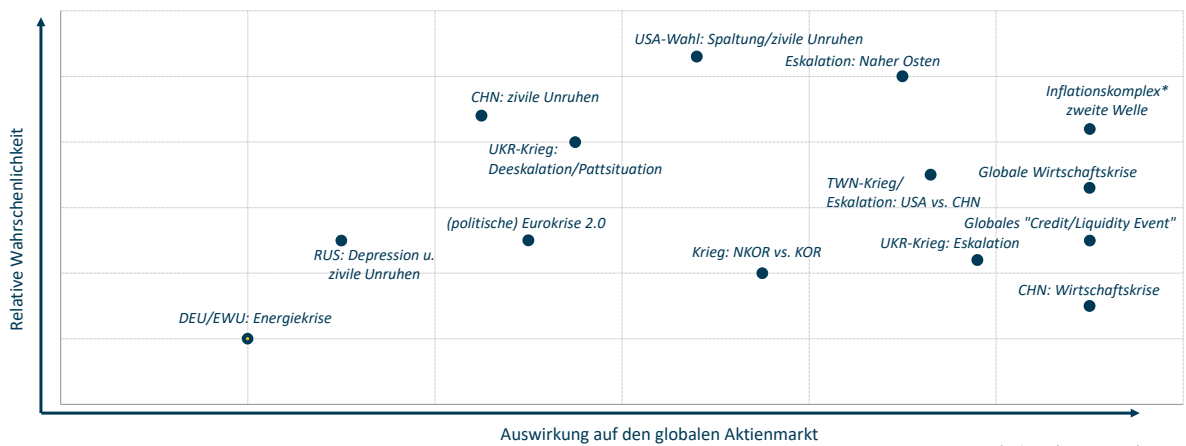
© FERI

BIP global: Wachstumsbeiträge - Quartalswerte -



Risk Map 2024

- Risikoszenarien im „Probability-Impact“-Diagramm -

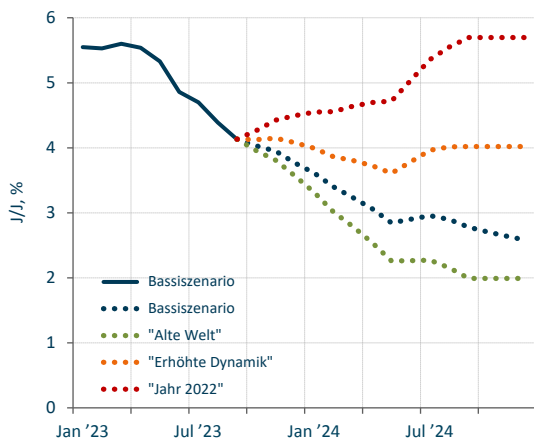


Stand: 07.11.2023

* Inflation (serwartungen), Zinsen

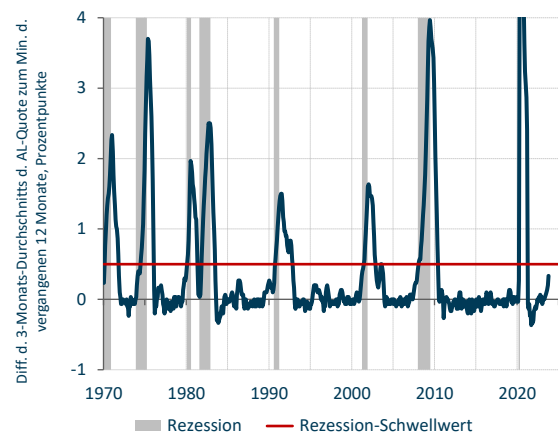
© FERI

USA: Entwicklung der Kerninflation - Szenarien - Monatswerte -



© FERI

USA: Sahm Rule Recession Indicator - Saisonbereinigte Monatswerte -



2. Implikationen für die strategische Asset Allocation: Multi Asset-Ansatz unverzichtbar

Die Kapitalmärkte haben in den vergangenen beiden Jahren einen signifikanten Regimewechsel vollzogen: Das über Jahrzehnte gewohnte Umfeld niedriger Inflation und moderater Zinsen endete, und das hat spürbare Implikationen für alle Anlageklassen.

Die Zeit einer unbegrenzten Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken mit der Folge einer monetären Aufblähung aller Anlageklassen ist definitiv vorbei. Investoren müssen sich auf ein Regime einstellen, in dem die Notenbanken zwischen Inflationsbekämpfung und Rücksicht auf hohe Staatsschulden pendeln und auch das Instrument der finanziellen Repression in Erwägung ziehen. Daraus resultieren potenziell makroökonomische Schocks mit der Folge, dass auch auf den Kapitalmärkten mit kürzeren Zyklen und größeren Schwankungen gerechnet werden muss. Einzelne Anlageklassen weisen je nach Marktphase deutlich unterschiedliche und in kürzeren Abständen sich verändernde Rendite-Risiko-Profile auf.

Die grundsätzliche Antwort auf ein solches Anlageumfeld besteht in einer breit angelegten Multi Asset-Strategie. Deren wichtigstes Kennzeichen besteht darin, durch eine intelligente Zusammenführung verschiedener Anlage-segmente und eine flexible Allokationssteuerung eine Optimierung in Bezug auf Rendite- und Risikoerwartungen herbeizuführen. Das Ziel ist die Glättung der Wertentwicklung im Anlagezyklus in Folge einer geringen Korrelation der Anlageklassen zueinander. Stabilität und Widerstandskraft des Portfolios lassen sich durch ein erweitertes Anlagespektrum, also durch die Einbeziehung von Private Markets, Rohstoffen, Hedgefonds und Volatilitätsstrategien sicherstellen.

Mit Blick auf das Jahr 2024 sehen wir eine weiterhin hohe Komplexität des Marktgeschehens. Wesentliche Treiber sind eine anhaltend restriktive Geldpolitik und daraus resultierend ein globaler Liquiditätsentzug mit der Folge globaler Rezessionsrisiken und erhöhter Risiken im Finanzsystem. Eine strukturell erhöhte Inflation ist ein weiterer Faktor mit relevanten Folgen für die Kapitalmärkte. Hinzu kommen die fortlaufenden Auswirkungen einer geopolitischen Zeitenwende mit einer globalen Blockbildung und einer forcierten De-Globalisierung als Megatrend und speziell in Europa der Suche nach neuen Geschäftsmodellen. Grundsätzlich erfordern Inflation und Rezessionsrisiken die Beibehaltung einer sachwertorientierten Asset Allocation mit Fokus auf Resilienz und aktivem Risikomanagement.

Unser makroökonomischer Ausblick zeigt, dass auch im Jahr 2024 das Denken in Szenarien unerlässlich bleibt:

- In unserem Basisszenario, sprich das Szenario mit der höchsten Eintrittswahrscheinlichkeit, kommt die aggressive geldpolitische Straffung in der Realwirtschaft an, und die Weltkonjunktur steuert auf eine „klassische“ notenbankinduzierte Rezession zu. Da die Inflationsraten noch vielfach oberhalb der Zielmarken liegen, nehmen die globalen Notenbanken keine schnellen Zinssenkungen vor und vergrößern damit das Ausmaß der Rezession und der negativen Begleiterscheinungen für die Märkte und das Finanzsystem. Dieses Szenario hätte temporär negative Konsequenzen für Risikoanlagen, vor allem für Aktien, während Qualitätsanleihen im Vorteil wären. Mit Erreichen der Rezession würden sich die Aussichten für Aktien grundsätzlich aufhellen.
- In einem zweiten Szenario stellt sich die Inflation als deutlich hartnäckiger heraus als bislang angenommen. Sollte sich eine zweite Inflationswelle herausbilden, wären die Notenbanken gezwungen, die Straffungsintensität erneut zu erhöhen. Damit würde sich die Wahrscheinlichkeit einer späteren, aber schweren Rezession erhöhen. Dieser Verlaufspfad dürfte an den Finanzmärkten ein mit dem Jahr 2022 vergleichbares Muster auslösen, mit einer synchronen Schwäche von Aktien- und Rentenmärkten. Im späteren Verlauf würden aber auch in diesem Szenario Qualitätsanleihen eine spürbare Attraktivität entwickeln.
- Im dritten Szenario gelingt durch eine kontrollierte Abbremsung der Wirtschaft die Eindämmung der Inflation bei gleichzeitiger Vermeidung einer (schweren) Rezession („Soft Landing“). In diesem Szenario bliebe der grundsätzliche Aufwärtstrend für Aktien intakt, während parallel auch Qualitätsanleihen positive Erträge erbringen würden.

Wir halten das „Soft Landing“-Szenario für eher unwahrscheinlich, weil eine zielgenaue Abkühlung der Wirtschaft nach einer Hochinflationsphase nahezu unmöglich erscheint. Anleger sollten alle drei Szenarien ernst nehmen, um flexibel auf die jeweilige Lage und die jeweils wahrscheinlichen Verlaufsmuster reagieren zu können.

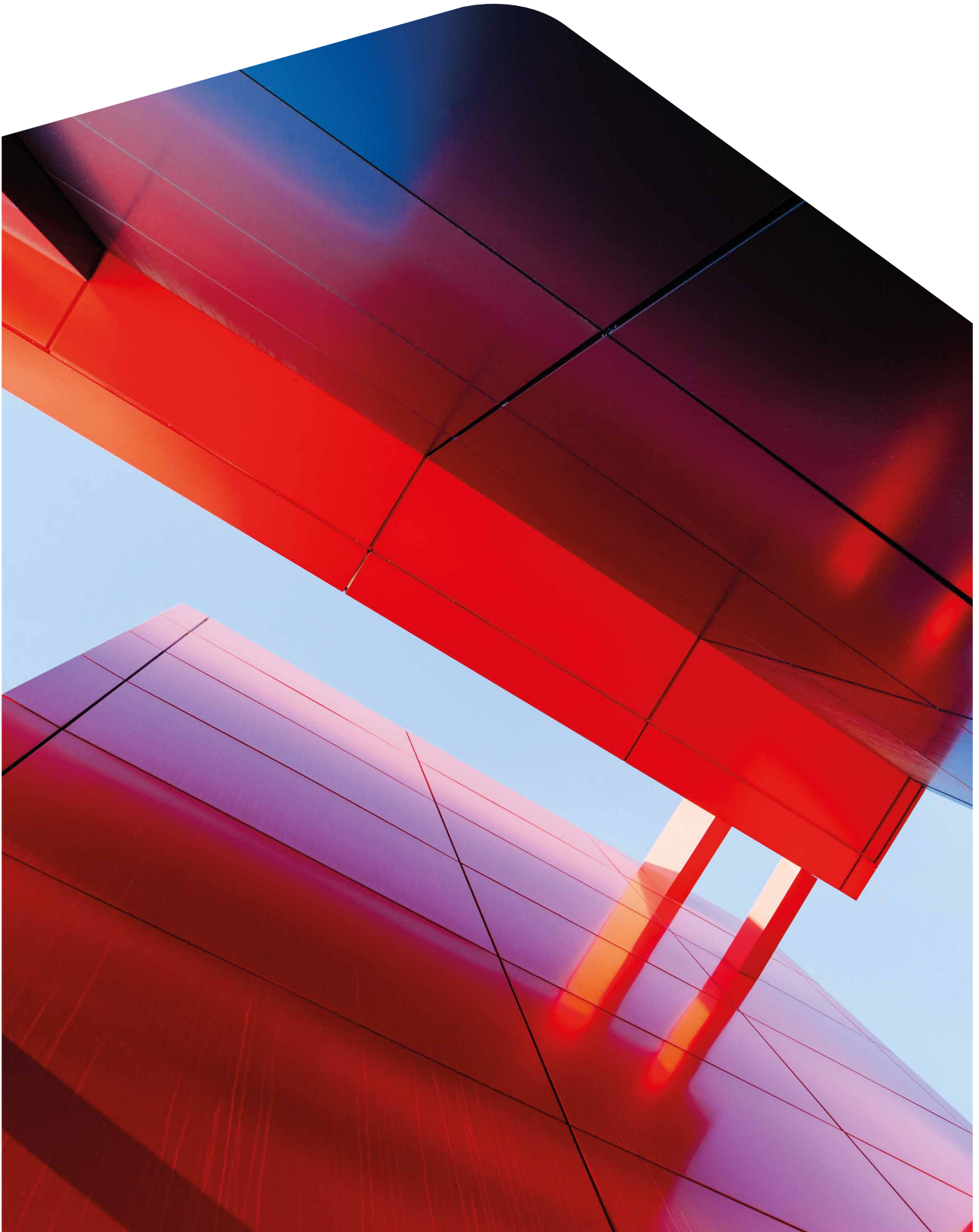
Im Folgenden stellen wir unsere Einschätzung zur Entwicklung der einzelnen Anlageklassen im unserem Basis-szenario dar.

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (ytd*)
52,1% Digital Assets	131,2% Digital Assets	1208,6% Digital Assets	11,5% Private Markets	96,8% Digital Assets	268,2% Digital Assets	71,9% Digital Assets	26,0% Rohstoffe	61,6% Digital Assets
16,0% Private Markets	21,5% Private Markets	10,2% Private Markets	0,4% Renten	28,9% Aktien	7,5% Volatilität	38,3% Rohstoffe	16,6% Private Markets	10,9% Aktien
9,2% Immobilien	14,9% Rohstoffe	8,9% Aktien	0,3% Rohstoffe	23,1% Immobilien	6,7% Aktien	30,5% Immobilien	6,4% Volatilität	5,4% Private Markets
8,8% Aktien	11,1% Aktien	0,7% Renten	-0,3% Immobilien	22,8% Private Markets	6,2% Private Markets	30,1% Private Markets	1,9% Hedgefonds	5,2% Volatilität
7,3% Hedgefonds	9,2% Immobilien	0,6% Volatilität	-0,4% Geldmarkt	10,6% Hedgefonds	4,0% Renten	27,5% Aktien	0,0% Geldmarkt	2,2% Hedgefonds
2,6% Volatilität	5,6% Hedgefonds	-0,3% Geldmarkt	-1,0% Volatilität	6,0% Renten	-0,5% Geldmarkt	11,5% Hedgefonds	-13,0% Aktien	2,2% Geldmarkt
1,0% Renten	3,3% Renten	-1,7% Immobilien	-2,0% Hedgefonds	3,7% Volatilität	-2,0% Hedgefonds	6,1% Volatilität	-17,2% Renten	0,6% Renten
-0,1% Geldmarkt	1,1% Volatilität	-6,9% Hedgefonds	-4,8% Aktien	3,2% Rohstoffe	-12,6% Rohstoffe	-0,5% Geldmarkt	-17,3% Immobilien	-2,6% Rohstoffe
-18,6% Rohstoffe	-0,3% Geldmarkt	-12,3% Rohstoffe	-72,5% Digital Assets	-0,4% Geldmarkt	-16,8% Immobilien	-2,9% Renten	-61,9% Digital Assets	-5,5% Immobilien
Digital Assets	Private Markets	Immobilien	Aktien	Hedgefonds	Volatilität	Renten	Geldmarkt	Rohstoffe

*Stand: Oktober 2023

© FERI

Unser Ausblick für die einzelnen Assetklassen



1. Aktien: Zunächst herausforderndes Umfeld, dann schrittweiser Aufbau bis hin zu deutlicher Übergewichtung

Im Basisszenario führt die andauernde und sich in Teilen verstärkende Schwäche der globalen Wirtschaft zu deutlichen Rückgängen der Unternehmensgewinne. Eine spürbare Korrektur an den Aktienmärkten wird wahrscheinlich, sobald eine Rezession insbesondere in der US-Wirtschaft konkreter absehbar wird. Wir rechnen damit, dass dies in der ersten Hälfte des Jahres 2024 der Fall sein wird. In dieser Phase werden sich Aktien insgesamt schwächer entwickeln, was eine Untergewichtung in einem ausgewogenen Multi Asset-Portfolio nahelegt. Relativ zum Gesamtmarkt profitieren defensive Segmente, also Aktien von Unternehmen mit weitgehend konjunkturunabhängigen Geschäftsmodellen. Der beginnende Aufbau geschwächter zyklischer Aktienwerte sowie zinsensitiver Wachstumswerte ist in dieser Phase ebenfalls zielführend.

Das Bild ändert sich grundsätzlich zum Positiven, wenn die erwartete Rezession vollständig in den Märkten eingepreist wurde. Günstige Bewertungsniveaus und die Aussicht auf einen neuen konjunkturellen Aufschwung mit der Folge steigender Gewinne führen zu generell verbesserten Perspektiven für Aktienmärkte. Die zu erwartende Lockerung der Geldpolitik angesichts gesunkener Inflationsraten stellt einen zusätzlichen Treiber für Aktien dar. Folglich dürfte sich im Verlaufe des Jahres 2024 die Gelegenheit ergeben, einen schrittweisen Aufbau von Aktienpositionen bis hin zu einer spürbaren Übergewichtung vorzunehmen.

Allokation nach Regionen

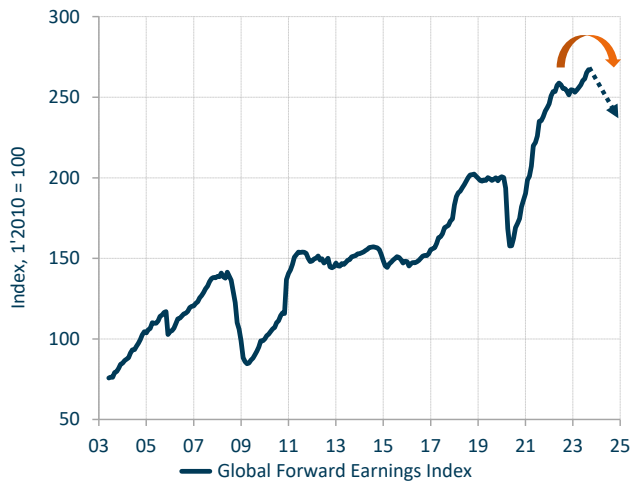
- **USA:** In den breiten US-amerikanischen Indizes dominieren defensive und wachstumsorientierte Werte. Daher dürften US-Aktien im Gesamtjahr trotz hoher Bewertungen eine Outperformance generieren.
- **Europa** ist aufgrund der Zyklizität zunächst im Nachteil, im späteren Verlauf jedoch deutlich attraktiver. Günstige Bewertungen sprechen für eine moderat höhere strategische Renditeerwartung.
- **Japan** dürfte aufgrund des besseren Konjunkturverlaufs grundsätzlich freundlicher tendieren. Die erwartete Änderung der Geldpolitik durch die Bank of Japan stellt allerdings einen Belastungsfaktor dar.
- **China** wird von einer anhaltenden Wachstumsschwäche belastet. Auch die strategischen Perspektiven bleiben eingetrübt und bedingen strukturell erhöhte Risikoprämien bzw. Bewertungsabschläge.
- **Schwellenländer** bleiben zunächst belastet, dürften jedoch im Jahresverlauf deutlich an Attraktivität gewinnen, da sie überproportional von zu erwartenden Zinssenkungen und dem möglichen Beginn eines neuen konjunkturellen Aufschwungs profitieren.

Allokation nach Sektoren und Stilen

- **Zyklische Segmente** stehen am Jahresbeginn zunächst unter Druck, dürften aber im späteren Verlauf ein (starkes) Comeback feiern.
- **Defensive Sektoren** hingegen dürften im ersten Halbjahr Stärke zeigen und im späteren Verlauf in relativer Hinsicht klar nachgeben.
- **Technologie und Growth** tendieren zunächst neutral. Wenn sich Leitzinssenkungen der Notenbanken deutlich abzeichnen, ist mit einer Outperformance dieser Werte zu rechnen. Zusätzlich profitiert dieses Segment weiterhin überproportional vom Megatrend „Künstliche Intelligenz“.
- Der **Value-Stil** verzeichnet einen deutlichen Bewertungsabschlag zum breiten Markt. Dieser Umstand wirkt stabilisierend auf den Value-Stil und dürfte die Abwärtspotenziale 2024 begrenzen.

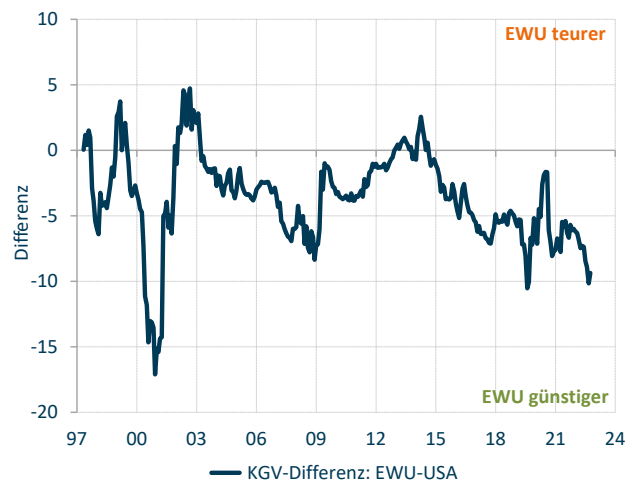
Globale Unternehmensgewinne

– Monatswerte; 70% USA, 30% EWU –



Aktien-Bewertungsdifferenz: EWU vs. USA

– Monatswerte –



© FERl

2. Renten: Erhöhte Attraktivität, sinkende Zinsen als zusätzlicher Performancetreiber



Das Rentensegment hat im Zuge deutlich steigender Zinsen in den vergangenen beiden Jahren grundsätzlich an Attraktivität gewonnen. Der globale Zinsanstieg wurde zum größeren Teil durch die USA getrieben: Ein hohes Emissionsvolumen, robuste Makrodaten und die Antizipation von Inflationsenttäuschungen haben die Zinsen von Langläufern, insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2023, auf ein Niveau steigen lassen, wie es zuletzt vor 15 Jahren der Fall war. Kurzlaufende Anleihen waren infolge geringerer Duration und hoher Leitzinsen gegenüber Langläufern im Vorteil. Grundsätzlich lassen sich mit Staatsanleihen hoher Bonität wieder positive Erträge erzielen, mit sinkenden Inflationsraten steigt auch die reale Rendite zunehmend in den positiven Bereich.

Staatsanleihen

Im Verlauf des Jahres 2024 dürfte die Attraktivität von „Long Duration“ erheblich steigen: In einem Umfeld rezessiver Entwicklungen ist im Jahr 2024 grundsätzlich mit spürbar sinkenden Langfristzinsen zu rechnen, auch wenn das generelle Zinsniveau im Vergleich zum Jahr 2021 deutlich erhöht bleibt. Die daraus resultierenden Kurszuwächse für Staatsanleihen lassen einen positiven Ergebnisbeitrag in einem Multi Asset-Portfolio erwarten. Insbesondere im Vorfeld der erwarteten Rezession empfiehlt sich also die Aufstockung von Rentenpositionen. Wir rechnen damit, später im Jahresverlauf Rentenpositionen zugunsten von Aktienengagements zu reduzieren.

Unternehmensanleihen

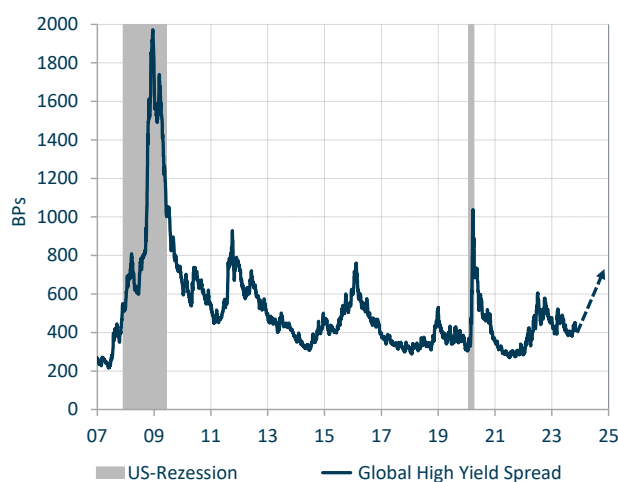
Gegenwärtig spiegeln die Risikospreads von Unternehmensanleihen die bestehenden Rezessionsrisiken nicht adäquat wider. Grund hierfür ist das an den Märkten vorherrschende „Soft Landing“-Narrativ, wonach eine Rezession und somit ein deutlicher Anstieg der Ausfallraten vermieden werden kann. Da dieses Szenario unwahrscheinlich ist, sollten sich Anleger auf deutlich steigende Risikospreads, vor allem im Bereich von Anleihen niedriger Bonität, einstellen. Folglich sollten in der ersten Jahreshälfte solche Anleihen stark untergewichtet werden. Anleihen von Unternehmen mit hoher Bonität (Investment Grade) dürften aufgrund der hohen Basisverzinsung die negativen Effekte eines Spreadanstiegs zum großen Teil ausgleichen und daher klar bessere Erträge erbringen als High Yield-Anleihen. Im späteren Jahresverlauf bieten sich aufgrund verbesserter Bewertungen attraktive Einstiegschancen bei Unternehmensanleihen.

Gesamtertrag 10-jähriger Anleihen nach einem Jahr bei Zinsänderung um...

Zinsänderung in BPs	USA	DEU
150	-5,7%	-8,4%
100	-2,4%	-4,9%
50	1,0%	-1,2%
25	2,7%	0,7%
Akt. Zinsniveau*	4,5%	2,7%
-25	6,4%	4,7%
-50	8,2%	6,7%
-100	12,1%	11,0%
-150	16,2%	15,4%

* Stand: 15.11.2023

Global High Yield Spread (70% USA, 30% EWU)
– Tageswerte –



3. Geld und Währungen: Aufwertung des Euro, attraktive Opportunitäten beim Yen



Grundsätzlich ist es im Rahmen einer aktiven Multi Asset-Strategie sinnvoll, in Zeiten erhöhter Unsicherheit oder Volatilität einen Teil des Anlagevermögens als Kasseposition zu halten, um flexibel auf sich ändernde Umstände reagieren und sich bietende Chancen schnell nutzen zu können. Wir halten das Auftreten solcher Phasen im Verlauf des Jahres 2024 angesichts der hohen Komplexität des Zusammenspiels verschiedener Faktoren für sehr wahrscheinlich.

Euro-Dollar-Wechselkurs

Mit dem Ende des Zinserhöhungszyklus der Fed entfällt einer der wesentlichen Treiber hinter den Aufwertungstendenzen des US-Dollars. Der Dollar ist auf dem aktuellen Niveau gemessen an Kaufkraftparitäten klar überbewertet. Fundamentale Faktoren wie das anhaltende Zwillingdefizit (Haushalt und Leistungsbilanz) und die zunehmend sichtbar werdende Dysfunktionalität des politischen Systems der USA einschließlich des daraus resultierenden Risikos von Zahlungsausfällen schwächen tendenziell die Rolle des Dollars als „sicherer Hafen“. Parallel dazu ergibt sich der Anreiz insbesondere für die BRICS-Staaten, eine stärkere Diversifikation von Währungsreserven anzustreben, was sich bereits beobachten lässt. Das Ergebnis wäre in langfristiger Perspektive eine schwächere Dollarnachfrage und damit eine Abwertung des Dollar.

Die vorerst anhaltende weltwirtschaftliche Schwäche ist dagegen ein Faktor, der potenziell eher den Dollar stärken könnte. Da wir perspektivisch zwar mit rezessiven Tendenzen (vgl. oben) nicht aber mit einer tiefen Rezession rechnen, dürfte der Dollar aus dieser Richtung nur begrenzt Rückenwind erhalten.

Insgesamt gehen wir im Jahr 2024 von einer Euro-Aufwertung aus, deren Ausmaß allerdings begrenzt sein dürfte. Investoren sollten 2024 ein aktives Währungsmanagement verfolgen und übermäßiges Dollar-Exposure vermeiden.

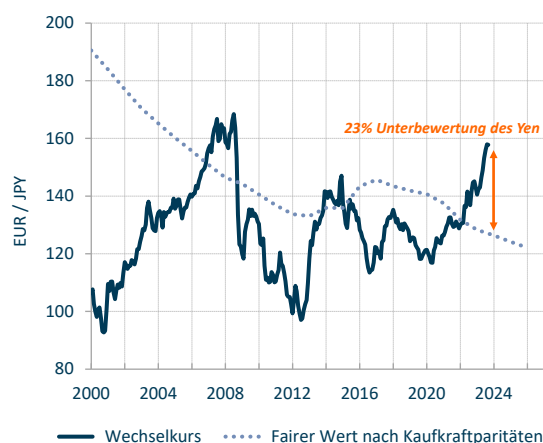
Andere Währungen

Aus der Sicht eines Euro-Investors verdient im Jahr 2024 die Entwicklung des Yen besondere Beachtung. Wir rechnen mit einer grundsätzlichen Änderung der japanischen Geldpolitik: Die Bank of Japan wird ihren Leitzins vom jetzigen Niveau von -0,1% auf einen positiven Wert anheben und wahrscheinlich auch die Deckelung der Langfristzinsen über den Kauf von Staatsanleihen aufgeben. Die Folge der relativ erhöhten Attraktivität japanischer Staatsanleihen wären massive Kapitalströme nach Japan, die eine deutliche Aufwertung des Yen rechtfertigen würden.

Wechselkurs USD / EUR
– Tageswerte –



Wechselkurs EUR / JPY
– Monatswerte / Jahreswerte –



© FERI / Frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung.

4. Rohstoffe und Edelmetalle: Rezession, Angebotsrisiken und geopolitische Faktoren



Industrierohstoffe

Die Preise für Rohöl und Industrierohstoffe bewegen sich grundsätzlich in einem Spannungsfeld zwischen einer relativen Schwäche der Nachfrage infolge der schwachen globalen Wachstumsdynamik einerseits und Begrenzungen des Angebots andererseits. Dies gilt insbesondere für Rohöl: Während die nachgefragte Menge an Öl den Preisspielraum nach oben begrenzt, treiben Kürzungen der Fördermengen durch Saudi-Arabien und zum Teil auch durch Russland den Ölpreis tendenziell nach oben. Im Jahr 2024 könnten die nachfrageseitigen Faktoren angesichts der von uns erwarteten US-Rezession eine größere Bedeutung für die Preisfindung haben. Wir sehen deshalb nur begrenztes Potenzial für steigende Ölpreise. Ein deutlich höherer Preis für Öl könnte allerdings aus einer politisch gewollten stärkeren Begrenzung der Förderung in Russland und aus der möglichen Eskalation des Konflikts im Nahen Osten resultieren. Für Industriemetalle bleibt die Nachfrage aus China der entscheidende Faktor für die Preisbildung. Angesichts der anhaltend schwachen Wachstumsdynamik Chinas dominieren 2024 bei Industriemetallen die Abwärtsrisiken. Langfristig ist davon auszugehen, dass infolge zunehmender Orientierung an Nachhaltigkeitszielen die Finanzierung von Investitionen in neue Förderstätten schwieriger und teurer wird. Parallel dazu treibt der anhaltende Trend zur Dekarbonisierung und Elektrifizierung eine dauerhaft hohe Nachfrage nach bestimmten Rohstoffen (Kupfer etc.). Insgesamt ergibt sich daraus in den kommenden Jahren ein nennenswertes Potenzial für steigende Rohstoffpreise. Unter dem Strich halten wir angesichts des kurzfristig begrenzten Preissteigerungspotenzials bei gleichzeitiger Funktion von Rohstoffen als „Risiko-Hedge“ und „Inflationsschutz“ im Falle der Materialisierung geopolitischer Risiken oder einer zweiten Inflationswelle eine neutrale Positionierung für Industrierohstoffe für angemessen.

Gold

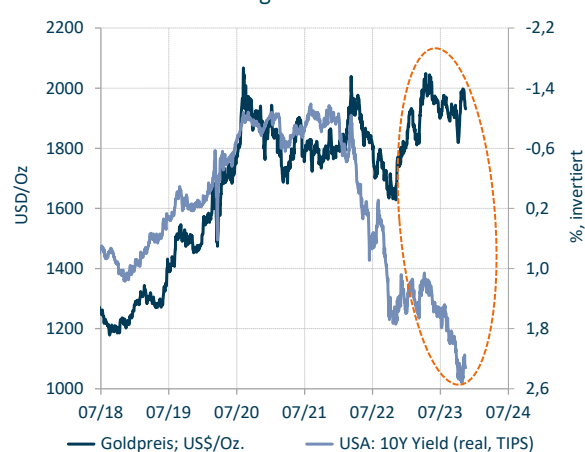
Gold leidet grundsätzlich unter einem Umfeld deutlich erhöhter (Real-)Zinsen. Der im Jahr 2023 zeitweise bestehende Druck auf den Goldpreis dürfte in erster Linie aus diesem Umstand resultieren und war deshalb keine Überraschung. Mit dem Ende des Zinserhöhungszyklus entfällt zwar eine der Triebkräfte steigender Realzinsen, die andere, sinkende Inflationsraten, bleibt in abgeschwächter Form aber auch im Jahr 2024 wirksam. Das Aufwärtspotenzial für den Goldpreis dürfte deshalb auch im Jahr 2024 limitiert sein. In längerfristiger Betrachtung behält Gold seine strategische Attraktivität. Entscheidender Treiber dafür bleibt die Erwartung strukturell höherer Inflation. Dass die Notenbanken dauerhaft über den Zielwerten liegende Inflationsraten wirklich entschlossen bekämpfen, kann trotz der jüngsten geldpolitischen Straffung ernsthaft bezweifelt werden. Sollten die großen Notenbanken in Zukunft die hohe Staatsverschuldung in ihrem Handeln stärker berücksichtigen und zunehmend einen Rahmen finanzieller Repression setzen, wären dies valide Argumente, um an Gold festzuhalten oder in Schwächephasen strategische Positionen weiter auszubauen.

Metallverwendung im Energiesektor

	Wind	SPV	CSP	Hydro	GT	ES	Nuclear	Coal	Gas	CCS
Aluminium	✓	✓				✓	✓	✓	✓	✓
Chromium	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Cobalt						✓		✓	✓	✓
Copper	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Graphite						✓				
Indium		✓					✓			
Iron	✓					✓				
Lead	✓	✓		✓		✓	✓			
Lithium						✓				
Manganese	✓			✓	✓	✓		✓	✓	✓
Molybdän	✓	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓
Neodymium	✓									
Nickel	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Silver		✓	✓				✓	✓	✓	✓
Titanium				✓	✓		✓	✓	✓	✓
Vanadium						✓	✓	✓		
Zinc	✓	✓		✓		✓	✓	✓		

Quelle: World Bank, BCA Research. SPV = Solar Photovoltaic Cells; CSP = Concentrated Solar Power; GT = Geothermal; ES = Energy Storage; CCS = Carbon Capture & Storage

Goldpreis vs. US-Realzinsen
- Tageswerte -



5. Private Markets: Chancen in den Segmenten Infrastruktur, Private Debt und Secondaries



Im herausfordernden Umfeld erhöhter Zinsen und eines anhaltenden Inflations- und Bewertungsdrucks sind in den Segmenten Infrastruktur, Private Debt und Secondaries interessante Opportunitäten vorzufinden.

Infrastruktur

Infrastrukturanlagen weisen im Core-Segment in der Regel Mechanismen zum Inflationsschutz auf (v.a. durch Regulierung) und profitieren häufig von Langfristfinanzierungen mit fixen Zinsniveaus. Laufende Ausschüttungen (z.B. Verkauf von Strom aus Solarparks) bieten Investoren kontinuierliche Renditen, und teilweise profitieren die Investments vom höheren Strompreisniveau. Im Greenfield Bereich – z.B. Entwicklung und Bau von Windparks – sind Renditeprämien möglich, allerdings müssen Fondsmanager in diesem Bereich auch höhere Finanzierungs- und Baukosten stemmen. Zu beachten ist auch, dass nachfrageabhängige Investments von der erwarteten Konjunkturabschwächung beeinträchtigt werden. Der Druck auf den Dealflow ist im Gegensatz zum „Private Equity Buyout Segment“ dank des hohen Investitionsbedarfs in Folge der Energiewende und der damit verbundenen staatlichen Förderungen weniger beeinträchtigt. Nicht zuletzt bieten gerade Investments in erneuerbare Energien den Investoren die Möglichkeit, mit ihrem Portfolio Impact-Ziele (SDG-Ziele) zu verfolgen. Zusammenfassend ist der generelle Ausblick für das Infrastruktursegment positiv, erfordert aber eine professionelle Selektion und Überwachung durch ein erfahrenes Managementteam.

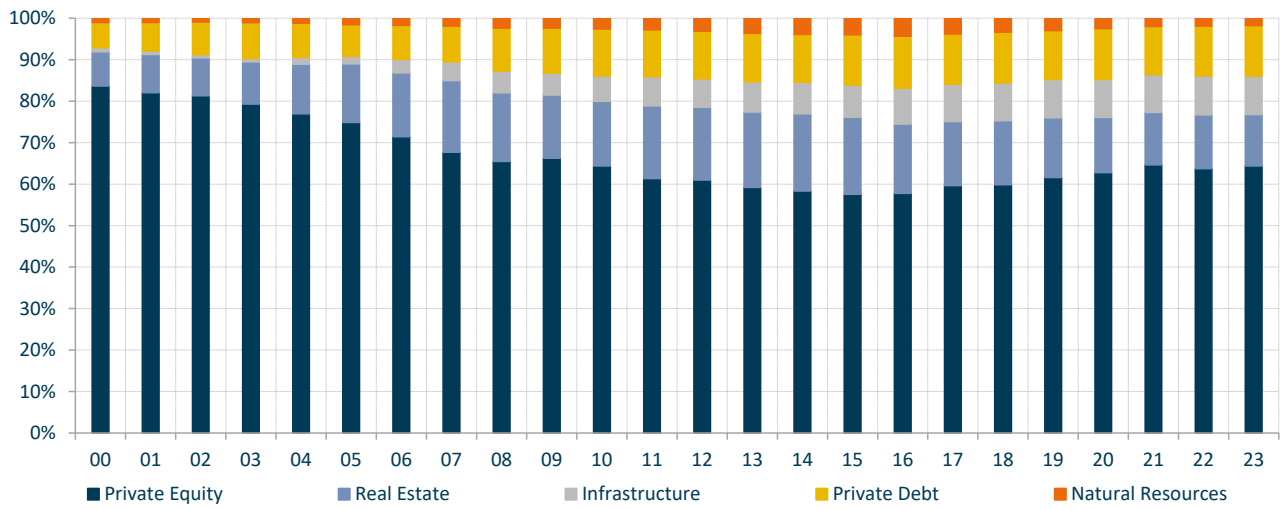
Private Debt

2024 wird der Zinsdruck zwar nachlassen, aber das generelle Zinsniveau erhöht bleiben. Für den Direct Lending Bereich (Senior Corporate Kredite) hat das den positiven Effekt, dass die Kredite, welche größtenteils mit einer variablen Verzinsung vergeben werden, nun eine höhere Renditeerwartung – teilweise im zweistelligen Prozentbereich (p.a.) – aufweisen. Allerdings bringt die Zinswende gleichzeitig viele Unternehmen in Bedrängnis, die in der Nullzinsphase das Zinsrisiko nicht abgesichert haben. 2023 sind die Ausfallraten nur moderat angestiegen. 2024 wird der Zinsdruck stärker im Private Debt ankommen und die Ausfall- bzw. Impairment-Raten ansteigen lassen. Folglich ist 2024 eine detaillierte und professionelle Due Diligence der Investments im Private-Debt-Bereich der Schlüssel zum Erfolg. Denn nur so kann gewährleistet werden, dass auf Portfolioebene der Zinsanstieg die potenziell erhöhten Verluste aus Ausfällen überkompensiert.

Private Equity & Secondaries

Der Private Equity Markt zeigte 2023 einen deutlichen Rückgang bei den Transaktionen, da es für Käufer herausfordernd ist, im Umfeld hoher Finanzierungskosten Wertschöpfung zu generieren. Zudem belasten die gestiegenen Personal- und Materialkosten die Ertragskraft der Unternehmen. Sehr attraktiv ist hingegen der Bereich Secondaries, also der Erwerb von Fondsanteilen am Sekundärmarkt. Fonds-Portfolios, die unter oben beschriebenen Herausforderungen leiden, können häufig durch Secondary-Fonds mit wesentlichem Abschlag zum Net Asset Value erworben werden. Gut laufende Fonds-Portfolios können ebenfalls zu attraktiven Bewertungen eingekauft werden, da einige Investoren aufgrund des Denominator-Effekts gezwungen sind, ihre Private Equity Bestände zu reduzieren. Der Denominator-Effekt beschreibt den Umstand, wonach in fragilen Marktphasen der Portfolioanteil von Private Equity ansteigt, da die Bewertung dieser Investments deutlich langsamer korrigiert als die von liquiden Anlagen.

Breakdown Private Markets Assetklassen
 – Jahreswerte; 2023 = März-Wert; Quelle: Preqin –



© FERI

6. Hedgefonds: Hohes Zinsniveau, ökonomische Ungleichgewichte und Geopolitik als Chance



Nachdem Hedgefondsrenditen im Jahr 2023 infolge geopolitischer Verwerfungen und der Straffung der Geldpolitik der Zentralbanken gemischt ausfielen, rechnen wir für 2024 wieder mit deutlich positiven Renditen in allen Segmenten. Grund für diesen optimistischen Ausblick liefern einerseits die Märkte, welche die aktuellen geopolitischen Verwerfungen zum großen Teil eingepreist haben dürften. Andererseits spielt der erhöhte Basiszinssatz den Hedgefonds auf vielfältige Weise in die Hände. Nach der Straffung der Geldpolitik auf breiter Front ist deshalb das Alphanpotenzial von Hedgefonds angestiegen. Insbesondere profitieren Hedgefonds dabei von unterschiedlichen Zins- und Inflationsumgebungen. Der Ausblick für klassische fundamentale Aktien-Long/Short-Fonds ist positiv. Diese profitieren direkt von den gestiegenen Geldmarktzinsen, denn der Erlös aus dem Leerverkauf von Aktien wird üblicherweise in Instrumenten gehalten, die Zinsen abwerfen. Mit steigenden Zinssätzen steigen auch die Zinserträge aus diesen Erlösen. Gegenwärtig werden diese Strategien zwar durch geopolitische Verwerfungen partiell belastet, aber das Alphanpotenzial dürfte sich auf Sicht von 12 Monaten durchsetzen. Die Opportunitäten für Wandelanleihearbitrage-Manager werden 2024 deutlich zunehmen. Für viele Unternehmen sind Finanzierungen mittels der Ausgabe von Wandelanleihen sowohl im Vergleich zu reinem Fremdkapital oder auch reinem Eigenkapital spürbar attraktiver geworden. Dadurch wird sich das „Spielfeld“ für diese Hedgefonds-Manager 2024 deutlich vergrößern.

Des Weiteren halten wir diskretionäre Global Macro-Fonds für einen unverzichtbaren Bestandteil in einem Multi-Strategie-Hedgefonds-Portfolio. Deren Expertise für geopolitische Zusammenhänge ist in diesen Zeiten unentbehrlich, wenn es darum geht, Gewinne aus makroökonomischen Ungleichgewichten und Ineffizienzen zu erzielen.

Merger Arbitrage-Fonds profitieren von der teilweise aufgelösten Unsicherheit hinsichtlich des Einflusses der Regulierungs- und Monopolbehörden. Außerdem bedeuten höhere Zins- und damit Diskontierungssätze einen geringeren Barwert zukünftig bezahlter Übernahmepreise und erhöhen so direkt die erwartete Rendite der Arbitrageure. Wie für alle Arbitragestrategien gilt auch hier: Eine stärkere Nachfrage nach festverzinsten Anlageklassen kann die Nachfrage nach Arbitrage-Strategien reduzieren. Wenn weniger Kapital die Fusionspreads arbitriert, erhöht auch dies die Rendite der Arbitrageure – bei gleichem Risiko.

Die Gewinnung und Bindung von Talenten im Hedgefondsbereich wird auch 2024 ein wichtiges Thema bleiben. Insbesondere der Einfluss von Multi-PM-Plattformen bzw. Multistrategie-Hedgefonds spielt hier eine große Rolle. Die Mittelzuflüsse für diese Fonds erreichten 2023 ein neues Allzeithoch. Wir erwarten hier das Ende dieses Trends, da nicht nur der Konkurrenzkampf um die besten Köpfe teilweise ruinöse Züge zeigt. Auch die hohen Gebühren der Multi-PM-Fonds durch sogenannte Kosten-Pass-Through-Strukturen sowie der vergleichbar hohe Fremdkapitaleinsatz zeigten schon 2023 gedämpfte Ergebnisse – ein Trend, der auch 2024 anhalten dürfte.



7. Digital Assets: Attraktive „Katalysatoren“ sprechen für steigende Bitcoinpreise



Der Bitcoinpreis hat sich im Jahr 2023 mehr als verdoppelt. Alle anderen Alternative Coins litten unter einem Marktumfeld abnehmender Liquidität infolge der restriktiven Geldpolitik der Notenbanken.

Das Jahr 2024 könnte für Digital Assets, insbesondere Bitcoin, ein weiterer Meilenstein in Richtung institutionelle Adaption werden. Wir erwarten, dass die Blockchain-Technologie immer mehr im Alltag verankert wird. Im Fokus stehen dabei:

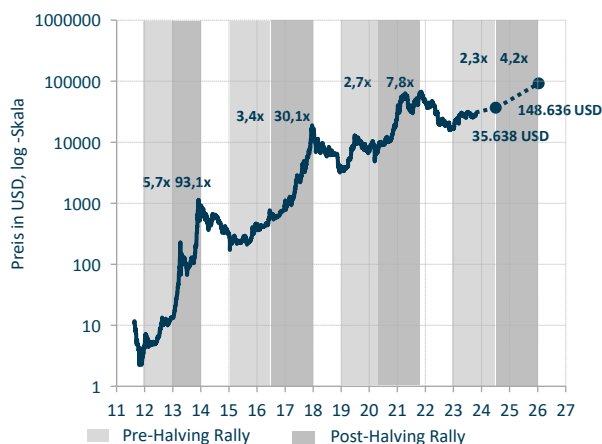
- Die mögliche Zulassung eines Bitcoin-Spot-ETF im Januar in den USA. Dies könnte ein Multiplikator für Investitionen werden, weil zusätzliche Investorenkreise für Bitcoin erschlossen werden.
- Das vierte Bitcoin Halving im April. Die Belohnung für Bitcoin Miner pro gefundenem Block halbiert sich mit der Folge einer Halbierung der Summe, die täglich auf den Markt kommt (von 900 auf 450 BTC). Die zu erwartende Folge ist ein steigender Bitcoinpreis sowie steigende Aktienkurse der Miner.

Im Bereich elektronischer Zentralbankwährungen (CBDC) hätte ein digitaler Euro zwar das Potenzial den digitalen Zahlungsverkehr zu revolutionieren. Die Umsetzung dieses Projekts bleibt aber zunächst wegen weit verbreiteter politischer Skepsis ungewiss. Das laufende Pilotprojekt wird noch mindestens zwei Jahre laufen, bevor mit einer finalen Entscheidung des EZB-Rats zu rechnen ist. In Brasilien arbeiten dagegen private Unternehmen eng mit der Zentralbank zusammen, um bis Ende 2024 einen konvertierbaren Stablecoin, den Digital-Real, einzuführen. In Südkorea arbeiten private Banken und öffentliche Einrichtungen an einem Pilotprojekt für Retail- und Wholesale-CBDCs. Der Live-Test des CBDC für Privatkunden soll nach der Einrichtung des Systems im vierten Quartal 2024 beginnen.

Die Tokenisierung bewirkt eine Zusammenführung von illiquiden und liquiden Investments. Private Markets Token sorgen perspektivisch für eine erhöhte Liquidität, größere Transparenz und erleichterte Zugänglichkeit. Der Wert von Real World Assets (RWA) „on-chain“ erreichte kürzlich ein neues Allzeithoch von etwas mehr als 3 Milliarden Dollar, abgedeckt werden Sektoren wie Gold und Edelmetalle, Aktien, Geldmärkte, CO₂-Zertifikate, Staatsanleihen, Immobilien und private Kredite. Mit jedem neuen Anwendungsfall – aktuell etwa ein NFT-basiertes Treueprogramm der Lufthansa – werden Blockchains wertvoller.

Die Bestrebungen der amerikanischen Börsenaufsicht SEC, einige Blockchains als Wertpapiere einzustufen, stellt allerdings ein erhebliches Risiko dar, weil der Handel mit solchen Blockchains illegal wäre, wenn sich die Sichtweise der SEC durchsetzen sollte.

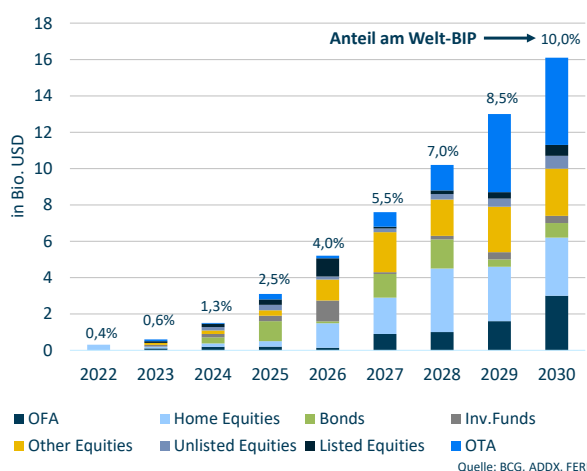
Bitcoin: Pre- & Post-Halving Rallies
– Tageswerte, logarithmiert, Stand 31.10.2023 –



Quelle: panteracapita, FERI

© FERI

Tokenisierung von Vermögenswerten
– Prognosewerte in Bio. USD und in % vom Welt-BIP –



Quelle: BCG, ADDX, FER

8. Volatilitätsstrategien: Zahlreiche Risikoszenarien und Volatilitätstreiber erhöhen Renditepotenzial

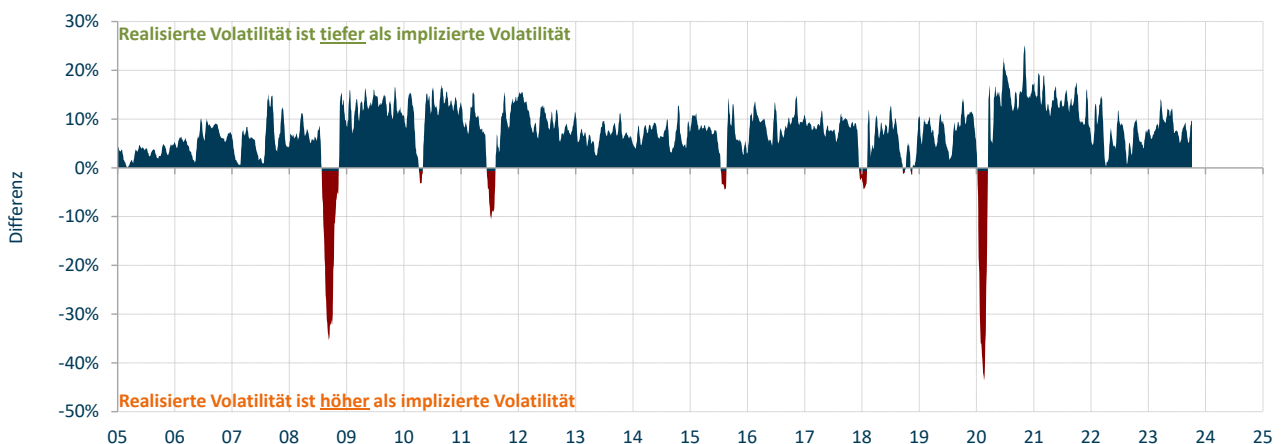


Das Jahr 2024 wird erneut von geopolitischen Konflikten mit einem zum Teil erheblichen Eskalationspotenzial geprägt sein, vor allem mit Blick auf die Präsidentschaftswahl in den USA, den Hegemonialkonflikt zwischen China und den USA einschließlich der Taiwan-Frage, dem andauernden Krieg in der Ukraine und weiteren geopolitischen Konfliktherden wie etwa im Nahen Osten. Anleger müssen deshalb weiterhin mit einer erhöhten Volatilität rechnen, die auch aus dem komplexen Zusammenspiel von Inflation, restriktiver Geldpolitik und Konjunktur gespeist wird (vgl. Abschnitt A.1).

Wir rechnen damit, dass vor allem Put Income-Strategien, die die Überschätzung der implizierten Volatilität ausnutzen und kontinuierlich Put-Prämien vereinnahmen, im Jahr 2024 einen positiven Ergebnisbeitrag für die Wertentwicklung eines Multi Asset-Portfolios erbringen werden. Die empirische Evidenz zeigt, dass der Markt die künftige Volatilität meistens überschätzt. In der Praxis fällt die Volatilität nach einem kurzzeitigen scharfen Anstieg oft innerhalb kurzer Zeit auf ein niedrigeres Niveau zurück. Im Rahmen der Strategien zur Prämienvereinnahmung ist allerdings ein dauerhaft implementiertes Risikomanagement unerlässlich, weil sich aus dem unerwarteten und plötzlichen Auftreten neuer Risiken zusätzliche Managementanforderungen ergeben.

Dispersionsstrategien, die die Differenz zwischen der erwarteten, in Indexoptionen enthaltenen Volatilität einerseits und den in Optionen auf die Komponenten des Index enthaltenen Volatilitätserwartungen andererseits ausnutzen, könnten im Jahr 2024 ebenfalls ein erfolgreicher Baustein für ein Multi Asset-Portfolio sein. Der starke Anstieg der Zinsen wirkt sehr unterschiedlich auf verschiedene Sektoren und bringt differenzierte Risiken in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad mit sich. Auch die Möglichkeiten zur Refinanzierung von Schulden werden zunehmend zu einem Differenzierungskriterium zwischen Unternehmen und Sektoren. Diese erhöhte Differenzierung eröffnet Möglichkeiten für die erfolgreiche Nutzung von Dispersionsstrategien.

S&P 500: Implizierte vs. Realisierte Volatilität
– Tageswerte –



9. Immobilien: Zinsumfeld belastet, strategischer Inflationsdruck als positiver Gegenpol



Der drastische Anstieg der Zinsen in den vergangenen beiden Jahren wirkt sich stark negativ auf die Finanzierungsbedingungen aus. Steigende Baupreise haben die Kosten zusätzlich in die Höhe getrieben. Das Ergebnis ist speziell in Deutschland ein dramatischer Einbruch der Bautätigkeit, insbesondere im Wohnungsbau. Wegen der langen Zyklen im Bausektor wird sich dieser Rückgang im Jahr 2024 zunächst fortsetzen, die Talsohle könnte erst im Jahr 2025 erreicht werden. Der Gewerbebau wird durch die veränderte Nutzung von Büroflächen seit der Coronapandemie strukturell belastet. Generell könnte das hohe Volumen fälliger Kredite in den kommenden zwei Jahren zu Schieflagen und Marktturbulenzen führen.

Die sinkende Bautätigkeit hat eine weitere Verknappung des Angebots zur Folge. Im Grundsatz führt dies zu steigenden Preisen und Mieten. Im derzeitigen Umfeld hoher Zinsen und hoher Inflation sind allerdings viele Objekte für größere Bevölkerungskreise nicht mehr erschwinglich. Immobilieninvestoren werden deshalb im Jahr 2024 noch stärker hinsichtlich Lage, Zustand und Nutzung von Immobilien differenzieren müssen. Eine sehr hohe und weiter steigende Bedeutung kommt dabei dem energetischen Zustand von Gebäuden zu: Immobilienobjekte, die den absehbar steigenden Anforderungen nicht genügen oder nur mit sehr hohem Aufwand ertüchtigt werden können, werden an Wert verlieren.

In Teilbereichen ergeben sich auch im Jahr 2024 selektive Chancen: Dazu gehören beispielsweise Logistikflächen und Rechenzentren, mit Abstrichen auch weiterhin Pflegeimmobilien. Im Gewerbebau bieten Gebäude mit geringem CO₂-Fußabdruck, hoher Attraktivität für die Beschäftigten und an erstklassigen Standorten Chancen, während die Aussichten für alle anderen Immobilien eingetrübt bleiben.

Grundsätzlich bleiben Immobilien ein wichtiges Element in einer sachwertorientierten Kapitalanlagestrategie, da sie einen langfristigen Inflationsschutz bieten. Investoren mit hohem Sachverstand, dem richtigen Gespür für Markttrends und Mut könnte der laufende Umbruch an den Immobilienmärkten mit der Verschiebung von Bewertungsrelationen und neuen Trends bereits im Jahr 2024 gute Einstiegsmöglichkeiten bieten. Geduld und eine langfristige Perspektive bleiben aber für den Erfolg unverzichtbar.

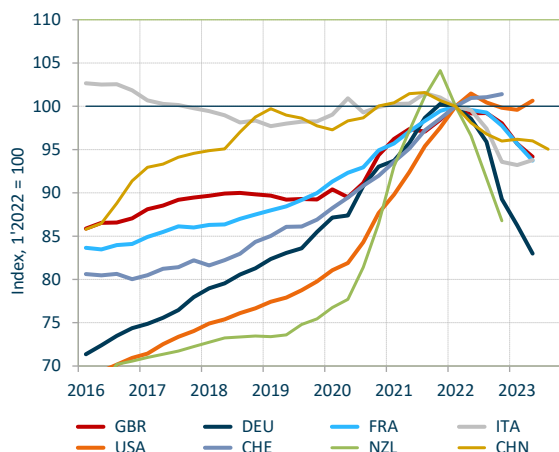
FERI Immobilienmarkt-Ampel

Stand: Nov. 2023	Akt. Preise/ letzter Wert	Preise/ Trend	Preise/ Mieten	Preise/ Einkommen	Schulden/ Einkommen
DEU	↓ (Q2/23)	🔴	🔴	🔴	🔴
FRA	↓ (Q2/23)	🟢	🔴	🔴	🔴
ITA	↔ (Q2/23)	🟢	🟢	🟢	🟡
ESP	↔ (Q2/23)	🟡	🔴	🟡	🟡
CHE	↔ (Q2/23)	🔴	🔴	🔴	🔴
GBR	↔ (Q2/23)	🔴	🔴	🔴	🟡
NOR	↓ (Q2/23)	🔴	🔴	🔴	🔴
USA	↔ (Q2/23)	🔴	🔴	🔴	🟢
CAN	↔ (Q3/23)	🔴	🔴	🔴	🔴
AUS	↔ (Q2/23)	🔴	🔴	🔴	🔴
NZL	↓ (Q1/23)	🔴	🔴	🔴	🟡

(+) Verbesserung zum Vormonat

(-) Verschlechterung zum Vormonat

Wohnimmobilien: Preise (in Relation zur Inflation) – Quartalswerte, OECD, Monatswerte (China) –



Chancen und Risiken: Auf welche Faktoren wir im Jahr 2024 besonders achten

■ **Inflation und Geldpolitik: Möglichkeit eines „Soft Landings“**

Unter „Soft Landing“ wird allgemein ein Szenario verstanden, in dem die Inflation auf den Zielwert von 2% zurückkehrt, ohne dass die restriktive Geldpolitik gleichzeitig in eine Rezession führt. Insbesondere im ersten Halbjahr 2024 könnte sich an den Märkten der Eindruck verstärken, dass dies im laufenden Zyklus gelingt. Weil das aktuelle Zinsniveau oberhalb des gleichgewichtigen Neutralniveaus liegt, stünden die Notenbanken, vor allem die Fed, allerdings vor der Herausforderung, die Zinsen wieder zu senken, ohne dass dies einen neuerlichen Inflationsschub zur Folge hätte.

Für dieses Szenario gibt es in der Historie keine belastbare empirische Evidenz – wir halten dies deshalb für sehr unwahrscheinlich, müssen aber in unserer Anlagestrategie damit rechnen, dass das Marktgeschehen zumindest temporär diesem Narrativ folgt. Die Folge wäre vor allem eine anhaltend positive Aktienmarktentwicklung.

■ **Neue Inflationswelle und nochmals restriktivere Geldpolitik**

Eine anhaltend resiliente Konjunktur insbesondere in den USA und die damit verbundene hohe Nachfrage nach Arbeitskräften könnte zu einem Anstieg der Löhne führen mit gleichzeitig guten Möglichkeiten für die Unternehmen, höhere Kosten an ihre Kunden weiterzugeben. Folge wäre ein erneuter Anstieg der Inflation. Die gleiche Wirkung hätte ein deutlicher Anstieg der Energiepreise (insbesondere für Öl) im Zuge eskalierender geopolitischer Konflikte, soweit dieser nicht selbst die konjunkturellen Aussichten beeinträchtigt. Die Notenbanken müssten hierauf mit einer Wiederaufnahme bzw. Fortsetzung des geldpolitischen Straffungszyklus reagieren. Folge wären eine deutlich steigende Rezessionswahrscheinlichkeit und wahrscheinlich auch ein tiefer reichender konjunktureller Abschwung.

Dieses Szenario hat aus unserer Sicht eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit als das oben beschriebene. Folge wäre im Vergleich zum Basisszenario (vgl. Seite 8) zunächst ein weiterer Anstieg der Zinsen, begleitet von einem stärkeren Rückgang der Aktienkurse – also eine Wiederkehr des Szenarios aus dem Jahr 2022 mit gleichzeitigen Verlusten sowohl an den Aktien- als auch an den Rentenmärkten. Anders als damals ergäben sich aber mit der Antizipation einer Rezession an den Märkten positive Chancen auf den Anleihemärkten. Außerdem würde in diesem Szenario der US-Dollar als „sicherer Hafen“ profitieren.

■ **Liquiditätskrisen, Zahlungsausfälle und Finanzmarkturbulenzen**

Die starke Straffung der Geldpolitik innerhalb kurzer Zeit hatte bereits im Frühjahr 2023 zur Schieflage einiger regionaler Banken in den USA und in Europa zur Übernahme der Credit Suisse durch die UBS geführt. Die anhaltend restriktive Geldpolitik bzw. deren mögliche weitere Verschärfung bergen die Möglichkeit der Wiederkehr derartiger Ereignisse bis hin zu einem generellen Vertrauensverlust in die Funktionstüchtigkeit des Finanzwesens. Verschärft wird dies dadurch, dass die Notenbanken nur begrenzte Reaktionsmöglichkeiten haben, wenn sie ihr eigentliches Ziel der Inflationsbekämpfung nicht aufgeben wollen. Die Folge eines solchen Szenarios wäre eine tiefe Rezession mit weitreichenden Auswirkungen auf die globale Wirtschaft.

Angesichts einer insgesamt im Vergleich zu 2008 deutlich verbesserten Krisenvorsorge der Banken und der Erfahrungen, die Notenbanken mit Finanzmarkturbulenzen gesammelt haben, ist die Wahrscheinlichkeit einer größeren Finanzmarktkrise aus unserer Sicht gering. Einzelne Schieflagen und regional begrenzte Credit Events sind aber durchaus möglich. Deren Auftreten würde generell die Volatilität des Marktgeschehens erhöhen und außerdem den US-Dollar stärken.

■ Solvenzkrisen auf staatlicher Ebene

Seit der Corona-Pandemie ist die staatliche Verschuldung im globalen Maßstab nochmals stark angestiegen. Mit dem deutlichen Zinsanstieg geraten Staatshaushalte zunehmend unter Druck, die Frage nach der Nachhaltigkeit der Defizite und Schuldenstände gerät stärker in den Fokus. Vor diesem Hintergrund könnte sich die anhaltend expansive Fiskalpolitik eines Landes, die zu fortgesetzt hohen Defiziten führt, in deutlich steigenden Risikospreads an den Märkten niederschlagen, was die Solvenz des betreffenden Staates weiter beeinträchtigt. Im Fokus steht hier nach wie vor in der Währungsunion Italien. Aber auch in den USA wird die hohe staatliche Verschuldung zunehmend kritisch hinterfragt. In Europa verfügt die EZB mit ihrem Transmission Protection Instrument (TPI) zwar über eine Abwehrmöglichkeit, die Aktivierung von TPI stünde jedoch im Zielkonflikt mit der Inflationsbekämpfung. Folge wären generell weiter steigende Zinsen und entsprechende Verluste am Anleihemarkt sowie, daraus resultierend, auch Belastungen der Aktienmärkte. Im Falle der USA geräte zudem vor allem der US-Dollar unter Druck.

Größere Spreads zwischen den Anleiherenditen verschiedener Länder sind Teil unseres Basisszenarios und bieten punktuell Investmentchancen. Dies setzt allerdings voraus, dass die Lage an den Anleihemärkten unter Kontrolle bleibt. Das hier beschriebene Szenario weist insbesondere für den Fall einer weitergehenden geldpolitischen Straffung der Notenbanken oder stärkerer Konjunkturerinbrüche bei anhaltend hoher Inflation eine signifikante Wahrscheinlichkeit auf. Die Beobachtung und Analyse der Anleihsreads wird im Jahr 2024 deshalb zu den wichtigen Themen im Investment Research gehören.

■ Geopolitische Szenarien

Dass die Geopolitik im Jahr 2024 ein wichtiger Einflussfaktor auf das Marktgeschehen bleibt, ist Bestandteil unseres Basisszenarios. Es ist wichtig zu verstehen, dass es hier neben den auf Seite 6 beschriebenen Eskalationspotenzialen auch Chancen gibt. Dazu gehört die Möglichkeit, dass der Krieg im Nahen Osten einen Ausgangspunkt für den Beginn eines neuen Versuchs der Aussöhnung zwischen Israel und den Palästinensern bildet. (Historisch gesehen war beispielsweise der Jom-Kippur-Krieg im Jahre 1973 Ausgangspunkt für einen Friedensschluss zwischen Israel und Ägypten.) Die Folge wäre eine Beruhigung des Ölpreises, womit das Szenario eines „Soft Landings“ (s.o.) an Wahrscheinlichkeit gewönne. Umgekehrt ist aber auch eine unmittelbare Intervention der iranischen Führung in den Konflikt denkbar. Die Folge wären deutlich steigende Ölpreise mit den bereits an anderer Stelle beschriebenen Folgen (vgl. Seite 6).

Auch in der Ukraine ist ein Waffenstillstand und damit eine mindestens temporäre Beruhigung der Lage eine denkbare Option. Dass dies eine Aufhebung wesentlicher Sanktionen gegen Russland zur Folge hätte, ist allerdings kaum anzunehmen.

Die Eskalation geopolitischer Konflikte beruht häufig auf Ereignissen, die kaum vorhersehbar sind. Vor diesem Hintergrund kommt einer flexiblen Anlagestrategie unter Einbeziehung aller Anlageklassen eine große Bedeutung zu, weil auf diese Weise die Folgen plötzlicher exogener Schocks zumindest teilweise abgefedert werden können.





Alles eine Frage
der Perspektive.



FERI AG
Haus am Park
Rathausplatz 8-10
61348 Bad Homburg
Tel. +49 (0)6172 916-0
fag@feri.de

Mehr erfahren – auch über Social Media: www.feri.de

Diese Mitteilung dient allein Ihrer unverbindlichen Information und stellt kein Angebot zu Kauf, Verkauf oder Zeichnung eines Anlagetitels oder zur Verwaltung von Vermögenswerten dar. Alle hierin enthaltenen Aussagen und Informationen basieren auf Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Entsprechendes gilt für Meinungen, Empfehlungen, Analysen, Konzepte und Prognosen, die lediglich unverbindliche, subjektive Werturteile unseres Hauses darstellen. Aussagen zu Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen von Finanzinstrumenten, Indizes oder Wertpapierdienstleistungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen. Dieses Dokument ersetzt keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung und berücksichtigt nicht persönliche, insbesondere finanzielle, Verhältnisse, Anlagestrategien und -ziele sowie Erfahrungen und Kenntnisse. Dieses Dokument genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Für jedes Investment und dessen Verwaltung sind ausschließlich die jeweiligen Zeichnungsdokumente, Verkaufsprospekte und/oder Vertragsunterlagen, ergänzt durch den jeweils letzten geprüften Jahres- und Halbjahresbericht sowie die wesentlichen Anlegerinformationen, maßgeblich. Diese enthalten auch Angaben zum Risikoprofil und zu den Risikohinweisen. Interessenten können diese Unterlagen in elektronischer oder gedruckter Form kostenlos in deutscher Sprache bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft oder Verwahrstelle erhalten. Die vorliegende Information bezieht sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung. Es wird nicht fortlaufend aktualisiert. Wir behalten uns vor, Meinungen und Empfehlungen auch ohne erneute Mitteilung zu ändern. Die hierin enthaltenen Angaben und Informationen dürfen nicht in den USA oder anderen Rechtsordnungen, in denen sie Beschränkungen unterworfen sind, verbreitet oder verwendet werden und richtet sich nicht an US-Personen (gemäß Regulation S der US Securities Act von 1933 und/oder Rule 4.7 der US Commodity Futures Trading Commission). Soweit Sie weiter gehende Informationen oder eine anleger- und objektgerechte Beratung wünschen, empfehlen wir Ihnen, sich mit Ihrem Kundenberater in Verbindung zu setzen. Die Weitergabe dieser Information an Dritte sowie Kopieren, Nachdrucken oder sonstiges Reproduzieren ganz oder teilweise sind nur nach unserer schriftlichen Zustimmung zulässig. FERI übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder Verwendung dieser Information entstehen. FERI ist in Deutschland als Mittleres Wertpapierinstitut zugelassen. In Österreich ist FERI durch eine Zweigniederlassung vertreten, Getreidemarkt 14/25, A-1010 Wien. FERI unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn. Die BaFin hat jedoch diese Information weder überprüft noch genehmigt oder gebilligt. Stand: November 2023