

Wissen entscheidet.

# Highlights

*aus dem Asset Management –  
Märkte & Meinungen*

05

AUSGABE 12/23

Helaba *Invest*

# Inhalt



**Olaf Tecklenburg**  
Geschäftsführer



## 01

Seite 4

### Märkte

- Weltbild 5
- Renten & FX 6
- Credit 7
- Aktien 8
- Multi Asset 9
- Immobilien & Infrastruktur 10
- Fazit – Assetklassen 11

## 02

Seite 12

### Meinungen

- Gas, Öl & Geopolitik – Bleibt Energie auch 2024 ein Risikofaktor? 13
- Emerging Markets Debt: Eine überzeugende Kombination aus Rendite, Wachstum und Diversifikation 18

### Editorial

Liebe Investorinnen und Investoren,

die Adventszeit hat begonnen, Weihnachten steht vor der Tür und das Börsenjahr schließt so langsam seine Pforten. Was wird uns von diesem Jahr in Erinnerung bleiben? Aus Anlegersicht stand das Jahr 2023 ganz im Zeichen der Inflationsbekämpfung. Es war ein Jahr geprägt von schwachem Wirtschaftswachstum und für institutionelle Investoren war es ganz sicher ein Jahr des Übergangs in ein neues Anlage- regime. Vor allem aber war es ein gutes Performancejahr.

In der aktuellen Ausgabe unserer Highlights-Publikation richten wir unseren Blick schwerpunktmäßig auf die Anlageperspektiven 2024. Wir beleuchten, warum sich für viele Assetklassen strategisch gute Anlagechancen mit hohem Ertragspotenzial eröffnen, auch wenn es makroökonomisch sportlich bleiben dürfte. Aus diesem Grund heißt unser Basisszenario auch „Marathon“ – vieles wird dauern, aber wer durchhält, der kann richtig Strecke machen. Lassen Sie sich einfach ein wenig in die Welt des Sports entführen.

Freuen dürfen Sie sich auch wieder auf zwei exklusive Sonderthemen. So wird Herr Dr. Thiem in seinem Beitrag der Frage nachgehen, inwieweit das Thema Energie auch vor dem Hintergrund der weiterhin angespannten geopolitischen Lage ein schwelender Risikofaktor für das Wirtschafts- und Inflationsgeschehen bleiben könnte.

Unser zweites Sonderthema ist der Anlageklasse Emerging Markets-Debt gewidmet. Herr Ott und Herr Homann werden in ihrem Artikel darlegen, warum es trotz der aktuell überzeugenden Kombination aus hohen Anleiherenditen und guten Wachstumsperspektiven in vielen Regionen der Emerging Markets für den nachhaltigen Anlageerfolg nicht zuletzt auf ein aktives Management und die richtige Titelselektion ankommt.

Ich hoffe, Ihr Interesse ist geweckt. Auf jeden Fall wünsche ich Ihnen viel Spaß bei der Lektüre, wie immer Zuversicht und Entschlossenheit bei Ihren Anlageentscheidungen sowie von Herzen ein frohes Weihnachtsfest und einen guten Rutsch in ein hoffentlich friedlicheres, gesundes und erfolgreiches Jahr 2024.

  
**Olaf Tecklenburg**  
Geschäftsführer





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM  
Abteilungsleiter  
Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Für dieses Jahr hatten wir ein schwaches Wachstum, aber auch eine solide Performance in nahezu allen Anlageklassen prognostiziert. Blickt man auf 2023 zurück, ist genau das eingetreten: Aktienmärkte sind zweistellig im Plus, Anleihen haben ebenfalls gut performed – je risikoreicher, desto besser –, unterstützt durch die mittlerweile hohen Renditeniveaus! 2024 wird wohl ein Übergangsjahr, da die Gewöhnung an die neue Zinsumgebung noch nicht abgeschlossen ist. Die globale Wachstumsschwäche wird zunächst bleiben, allen voran, weil die wichtigen Exportpartner der Eurozone China und die USA stärker abbremsen. Sehr wahrscheinlich ist, dass die wichtigsten Notenbanken ihren Leitzinsgipfel erreicht haben und perspektivisch Zinssenkungen anstehen. Dieser Impuls und ein ausbleibendes „Hard Landing“ dürfte auch im nächsten Jahr gute Chancen für auskömmliche Renditen bieten. Wichtig bleiben eine aktive Bewirtschaftung der Portfolios sowie eine gute Kondition, da die Kapitalanlage insbesondere zu Jahresbeginn einem harten Marathonrennen gleichen dürfte.



### KONJUNKTUR: Auch 2024 ein schwaches Wachstumsjahr

Vor einem Jahr befürchteten viele aufgrund der Energieknappheit einen Konjunkturreinbruch der Eurozone auf bis zu 5%. Diese Befürchtungen haben sich glücklicherweise nicht bewahrheitet, die deutsche Wirtschaft rutschte nur in eine gemäßigte Rezession, die Eurozone schrammte knapp daran vorbei. Das globale Wachstum dürfte sich in 2024 weiter verlangsamen, da die Zinserhöhungen der großen Notenbanken stärker auf die Wirtschaft durchschlagen, während wichtige Stützfaktoren (u.a. expansive Fiskalpolitik, Sparpolster) nachlassen. Eine deutliche Verlangsamung des in diesem Jahr überraschend starken U.S.-Wachstums sowie eine chinesischen Wirtschaft, die Altlasten aus dem überdehnten Bausektor zu bewältigen hat, sind ursächlich für unseren zurückhaltenden Wachstumsausblick. Im Jahresschnitt erwarten wir für den Euroraum ein Wachstum von 0,2%, Deutschland wird wohl die schwarze Null halten können. Die USA werden wohl stärker abbremsen, von über 2% im Jahr 2023 auf ca. 1%.



### NOTENBANKEN: Zinssenkungen ab zweiter Jahreshälfte

Das Ausmaß der Zinsstraffung hat die Erwartungen der Märkte vom Jahresanfang deutlich übertroffen. Die wenigsten haben damit gerechnet, dass die Fed 11 und die EZB 10 Mal seit Mitte 2022 Zinserhöhungen vornimmt. Immerhin sind durch die seit Jahrzehnten beispiellos restriktive Geldpolitik die langfristigen Inflationserwartungen wieder bei 2% verankert, so dass die Glaubwürdigkeit der Notenbanken der großen Währungsräume wiederhergestellt wurde. Wir erwarten keine steigenden Leitzinsen mehr in diesem Zyklus. Die nächsten Schritte werden nach unten gehen. Die Notenbanken können das Zinsniveau jetzt auf die Realwirtschaft wirken lassen. Das Leitzinsplateau reicht wohl bis ins zweite Halbjahr, wo wir bei der EZB und der Fed jeweils von drei Zinssenkungen ausgehen. Die Bilanzen der Notenbanken schmelzen ab. Neben der schnellen Bilanzreduktion bei der Fed erwarten wir auch im Euroraum eine fortgesetzte Rückführung der Notenbankbilanz.



### INFLATION: Weiter rückläufig, aber deutlich zäher

Im Jahr 2023 verzeichneten wir einen beispiellosen Rückgang der Inflation von nahezu zweistelligen Werten bis auf Niveaus, die am aktuellen Rand in den meisten Industrieländern nicht mehr weit vom Notenbankziel entfernt sind. Die einfachen Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung haben wir allerdings

hinter uns. Der weitere Weg zurück zu den Inflationszielen der Notenbanken wird im Folgejahr mühsamer. Wir sehen die Inflation auf Jahressicht leicht oberhalb des Notenbankziels (Eurozone: 2,6%, USA: 2,8%). Die Kernrate wird dabei wohl oberhalb der Gesamtrate bleiben. Ob die Unternehmen vorübergehend abnehmende Gewinnmargen zulassen, um die steigenden Löhne auszugleichen und eben keine weiteren Überwälzungen vornehmen, wird elementar für die Entwicklung der Kernrate sein.



### KAPITALMÄRKTE: Mit gutem Timing richtig Strecke machen

Die Ertragsersparungen für unsere Assetklassen sind in der Breite positiv, auch wenn man zu Jahresbeginn bei risikoreichen Anlageklassen vorsichtig allokiert sollte. Von daher wird aktives Management und das richtige Timing wieder besonders wichtig sein, um signifikant Strecke beim Anlagemarathon zu machen! Bei sicheren Staatsanleihen gibt es angesichts der zuletzt stark rückläufigen Renditen ein überschaubares Performancepotenzial. Die Leitzinssenkungen der Notenbanken dürften dazu führen, dass vor allem bei kurzlaufenden Papieren die Renditen sinken, so dass sich die Zinsstrukturkurve normalisieren sollte. Anleger, die auf der Suche nach Renditeaufschlägen sind, sollten nach Covered Bonds und Unternehmensanleihen guter Bonität Ausschau halten. High Yield-Unternehmensanleihen besitzen mittlerweile hohe Renditeaufschläge, die hohe Verzinsung kommt aber angesichts gestiegener Refinanzierungskosten nicht ohne Risiko. Es ist also eine besonders sorgfältige Titelauswahl gefragt. EM-Produkte sind wegen hoher Risikoprämien und Breakeven-Renditen historisch gesehen attraktiv, hier dürfte es aber beizeiten noch bessere Einstiegsniveaus geben. Bei Aktien zeigt sich das Gewinnmomentum der Unternehmen noch intakt, die Erwartungshaltung der Analysten für 2024 ist jedoch zu optimistisch. Wir sehen auf aktuellen Niveaus zeitnahen Korrekturbedarf, wobei sich im weiteren Jahresverlauf gute Opportunitäten für einen längerfristigen Einstieg bieten sollten. Wir bevorzugen Regionen außerhalb der USA. Der Zyklus und die Zinsentwicklung sprechen für eine defensive Branchenallokation. Stilleitig sollten verstärkt Dividenden- und Low Risk-Titel allokiert werden. Im Multi Asset-Kontext sind Anleihen wieder ein zentraler Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios. Zusätzlich bieten sich Chancen bei regionalen Divergenzen. Aktien, insbesondere in Europa, bestechen durch ihre niedrigen Bewertungen bei stabilen Gewinnaussichten – das Timing ist jedoch ganz entscheidend. Das größte Risiko, dem die Anleger derzeit ausgesetzt sind, ist der Kaufkraftverlust im Vermögen durch die Inflation. Schutz davor bietet nur der Weg in die Kapitalanlage! ■



## Anlagemarathon mit guten Chancen auf Podiumsplätze!

01

## Märkte

Unsere Einschätzungen zu den Kapitalmärkten





**Dr. Jens Bies, CHIA, CFDS, CEIM**  
Abteilungsleiter  
Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

**Bundesanleihen / Zinskurve: Gute Unterstützung voraus?**

Im Jahr 2023 waren Bundesanleihen gut unterstützt und konnten in Summe einen positiven Ertrag erzielen. Die Renditemarke von 3% war am langen bis ultralangen Ende der Zinskurve immer wieder stark umkämpft und erwies sich letzten Endes als unüberwindbarer Widerstand. Diese Unterstützung sollte sich angesichts weiterhin schwacher konjunktureller Vorgaben sowie im Trend rückläufiger Inflationsdaten in den nächsten Monaten fortsetzen. Wir erwarten anfänglich weiter sinkende Bundrenditen und können uns im 10-jährigen Bereich bestenfalls Niveaus um die 2% vorstellen. Im weiteren Jahresverlauf sollten die Bundrenditen bei verbesserten Konjunkturaussichten dann wieder leicht anziehen: Unsere 12-Monatsprognose liegt für 10-jährige Anleihen bei 2,40%. Ebenfalls profitieren sollten Anleger im Jahresverlauf von der Normalisierung der Zinskurve. Mit dem nahezu sicheren Zinsgipfel der EZB im September und sich abzeichnenden Zinssenkungen der EZB im nächsten Jahr sollte mittelfristig der weitere Verlauf vom kurzen Ende der Zinskurve ausgehen, ein sogenanntes „Bull Steepening“. Wir erwarten Ende 2024 eine Renditedifferenz von 0% zwischen 10- und 2-jährigen Staatsanleihen und somit eine flache Zinskurve.

**Staaten Euroland: In Summe zu teuer, relative Ideen gefragt**

Europäische Staatsanleihen (EGBs) verzeichneten im Jahresverlauf eine sehr ordentliche Performance, die insbesondere von der europäischen Peripherie geprägt war. Für das Jahr 2024 erwarten wir bessere Einstiegschancen bei EGBs. Auf aktuellen Niveaus kompensiert die vorhandene Mehrrendite die erwartete Ausweitung der Risikoprämien vs. Bundesanleihen, so dass wir hier eher neutral in das nächste Jahr gehen möchten. Ende 2024 erwarten wir im 1-10 Jahresbereich eine Risikoprämie von 0,75% für EGBs vs. Bunds. Einen temporären Belastungsfaktor für EGBs dürfte der Ausstieg aus dem PEPP-Programm darstellen, wo die EZB zuletzt oftmals vom Kapitalschlüssel zugunsten der Peripherie abgewichen ist. Für zusätzliche Spread-Volatilität könnten politische Stürfeuer europakritischer Parteien sorgen. Derzeit bevorzugen wir Relative Value-Positionen und empfehlen, beispielsweise Spanien vs. Portugal überzugewichten, wo wir eine positive Renditedifferenz vereinnahmen können.

**U.S. Renditen 10 Jahre und 1-jährige Hedgekosten**



Quelle: Bloomberg; Stand: 01. Dezember 2023

**Covered Bonds: Weiterhin „Top-Pick“ im Rates-Segment**

Covered Bonds sind und bleiben unser „Top Pick“ im Rates-Segment. Somit sollte sich die gute Performance von diesem Jahr auch im nächsten Jahr fortsetzen. Die Gründe für unser Übergewicht vs. Bunds sind die historisch immer noch hohen Swap Spreads-Niveaus, der zunehmend krisenfestere europäische Bankensektor, die rückläufige Zinsvolatilität angesichts des Erreichens des EZB-Zinserhöhungsgipfels und die relative Attraktivität gegenüber Staatsanleihen, die sich durch historisch hohe Rendite-Pickups äußert. Auch wenn Frontloading-Aktivitäten bei Neuemissionen im 1. Quartal etwas dämpfend wirken könnten, erwarten wir Ende 2024 eine Prämie von 0,65% bei 1-10-jährigen Covered Bonds gegenüber Bunds und somit eine deutliche Einengung zu aktuellen Niveaus. Aufgrund der inversen Zinskurve haben kurzlaufende Papiere das beste risikoadjustierte Total Return-Potenzial.

**USA: U.S. Treasuries interessant, für EUR-Longs (noch) zu früh**

U.S. Staatsanleihen haben in diesem Jahr im relativen Vergleich schlecht abgeschnitten. Zu sehr hat die U.S. Notenbank an der Zinsschraube gedreht. Nach dem vsl. Ende der Zinserhöhungen besitzen Anleihen aus den USA eine hohe Rendite mit viel Performancepotenzial. Zudem sind die Realrenditen mittlerweile deutlich positiv. Ende 2024 erwarten wir 10-jährige U.S. Treasuries bei einer Rendite von 4%. Die hohen Sicherungskosten mindern den potenziellen Ertragsvorteil vs. europäische Anleihen allerdings erheblich (siehe Abbildung). In Summe sollten U.S.-Staatsanleihen deutsche Bunds outperformen, so dass sich der Treasury-/Bund-Spread im 10-jährigen Bereich auf ca. 1,6% zurückbilden dürfte. Der EUR/USD balancierte im Jahr 2023 auf der 1,10, was unserer Prognose entsprach, und war demnach für viele Anleger relativ uninspirierend. In nächstem Jahr erwarten wir keine wirkliche Abkehr von diesen langweiligen Niveaus. Mittelfristig sollten EUR/USD-Niveaus nahe der Parität einen aussichtsreichen Einstiegszeitpunkt in eine EUR Long-Position ermöglichen. ■



**Thorsten Lang, CCrA**  
Abteilungsleiter  
Asset Management Credit

**Spreadprodukte im Jahr 2023 performancestark**

Seit Ende des letzten Jahres ist unser Thema der „Carry“, also die Rendite, die durch den „time value of money“ entsteht und allein dadurch anfällt, dass Zeit verstreicht. Diese Renditekomponente setzt sich zusammen aus Kuponerträgen und/oder Preisveränderungen der Anleihen, wenn sie entlang ihrer jeweiligen Kurven dem Laufzeitende entgegenlaufen. Warum ist das so wichtig? Weil diese Renditekomponente wieder dazu führt, dass Anleger mindestens nominell eine positive Rendite erzielen, selbst wenn sich der Markt nicht günstig entwickelt. Je höher die Effektivverzinsung einer Anleihe, desto höher der Carry und desto besser ist der Investor gegen adverse Marktentwicklungen geschützt. Diese Erkenntnisse sind fast trivial und trotzdem oder vielleicht sogar deswegen auch für das Jahr 2024 unser wesentliches Investmentthema. U.a. Abbildung zeigt den Gesamtertrag des ICE BofA EUR Corporates Index im laufenden Jahr sowie die beiden Ertragskomponenten Zins und Credit. Obwohl die Zinsen über lange Phasen des Jahres weiter angestiegen sind, war die Zinskomponente sogar zumeist im positiven Bereich – der Carryeffekt. Nachfolgende Tabelle zeigt die Spreadveränderung und die Performanceentwicklung für die Credit-Segmente seit Jahresanfang.

Marktsegmente	Gesamtertrag (%)	Credit Return (%)	Spreadveränderung (bp)
Investment Grade Corporates (EUR)	4,69	2,85	-0,20
High Yield (EUR)	8,38	6,52	-0,62
High Yield (Global)	7,66	5,58	-0,70
EM Staatsanleihen (USD)	5,17	5,03	-0,32
EM Corporates (USD)	5,41	3,66	-0,14

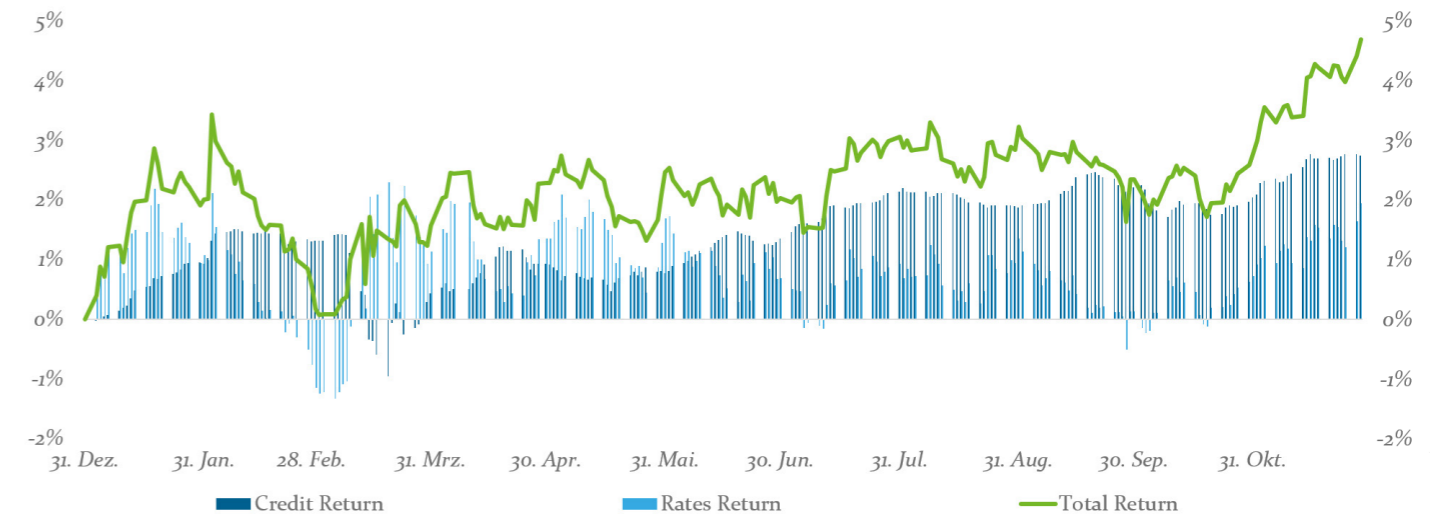
Tabelle: Performanceentwicklung für die Credit-Segmente seit Jahresanfang, Stand: 28.11.2023

**Corporates IG Long, Emerging Markets und High Yield neutral**

Für das kommende Jahr bleiben wir positiv für Investment Grade Corporates und erwarten auf Indexebene im Jahr 2024 niedrige zweistellige Spread-Rückgänge. Die Unternehmen steckten die konjunkturelle Schwäche in Europa und China bislang überwiegend gut weg. Auch eine vorübergehende Abkühlung in den USA sollte die Bonitäten unseres Erachtens nicht nachhaltig beeinträchtigen. Bei einem Spread von aktuell rund 1,45% wirkt auch für diese Ertragskomponente der Carry dämpfend und schafft einen Puffer für eventuell auftretende Volatilität. Ein stagnierendes Umfeld könnte auf die Assetklasse sogar positiv wirken, wenn damit eine weitere Abschwächung des Inflationsdrucks verbunden ist. Dies würde den Zentralbanken Spielräume

eröffnen, die Zinsvolatilität senken und damit auch Creditspreads reduzieren. Innerhalb der Assetklasse bevorzugen wir zum einen Financials gegenüber Nonfinancials und zum anderen schwächere Bonitäten (BBB-Ratings) aus defensiven Sektoren. Bei High Yield (HY)-Anleihen bleiben wir weiterhin bei unserer neutralen Einschätzung. Angesichts der erzielten Renditen im laufenden Jahr hätten wir hier mutiger sein können. Eine konjunkturelle Abschwächung in den USA hat bislang nicht stattgefunden, kann aber noch kommen. Da HY-Unternehmen sensibler auf konjunkturelle Schwankungen reagieren und die Finanzierungskosten aktuell nicht zu vernachlässigen sind, bleiben wir in diesem Segment daher vorsichtiger. Auch im HY-Universum bevorzugen wir defensive Sektoren, wie Telekommunikation oder Pharma. In sehr zyklischen Branchen suchen wir im Moment eher Chancen auf der „Short“-Seite. In den Emerging Markets (EM) positionieren wir uns für den Moment ebenfalls neutral. Warum wir EM-Debt im nächsten Jahr dennoch für ein sehr aussichtsreiches Investment halten, verdeutlichen meine Kollegen im Artikel [„Emerging Markets Debt: Eine überzeugende Kombination aus Rendite, Wachstum und Diversifikation“](#) ausführlich. ■

**Returnentwicklung Corporates IG 2023**



Quelle: ICE BofA, eigene Berechnung; Stand: 28. November 2023





**Ralph Karels**  
Abteilungsleiter  
Asset Management Aktien

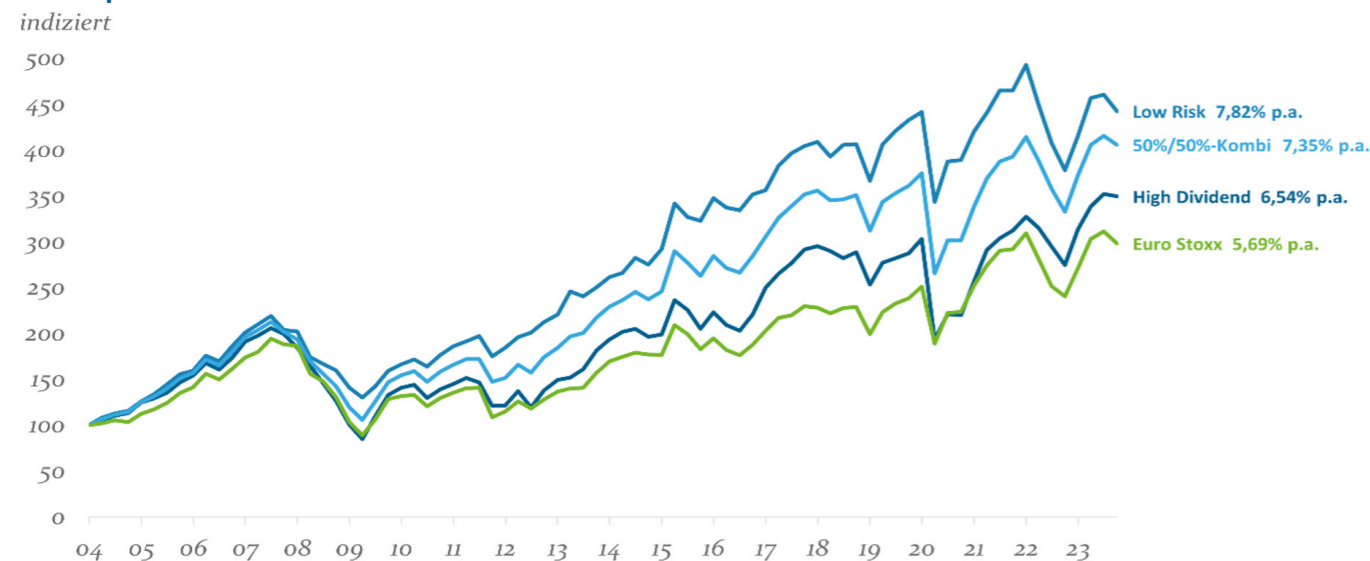
### Jahresdramalle in vollem Gange, Rezessionsrisiken haben aber weiter Bestand

Pünktlich zum Jahresende lassen die Aktienmärkte die Lethargie des zweiten und dritten Quartals hinter sich und setzen in Q4 zur Jahresdramalle an: Während der U.S.-Markt im November bereits um mehr als 10% zulegen konnte, hat der europäische Markt im Dezember nachgezogen. Dennoch ist bei der aktuellen Partystimmung Vorsicht geboten. Das Gewinnmomentum der Unternehmen zeigt sich zwar aktuell weiter intakt und stabil, die Erwartungen der Analysten für 2024 könnten für die Gewinne jedoch ebenso zu optimistisch ausfallen wie für kommende Zinssenkungen. Die Rezessionsrisiken verlagern sich aktuell zwar weiter in die Zukunft (aktueller Konsens für die USA: 2. Jahreshälfte 2024), allerdings bilden die Märkte historisch im Schnitt bereits etwa sechs Monate vorher ihr Top aus. Demnach könnte schon das erste Quartal 2024 weniger euphorisch ausfallen als in diesem Jahr, wo die Aktienmärkte in den ersten beiden Wochen direkt um 10% zulegen konnten. Nach einer anstehenden und gesunden Korrektur suchen wir aber im Jahresverlauf gute Einstiegsniveaus für ein längerfristiges Übergewicht.

### Defensive Positionierung bei Branchen und Stilen sorgt für erhöhte Robustheit

Die aktuelle Zinsentwicklung und der sich einbremsende Konjunkturzyklus suggerieren eine Rotation in defensivere Branchen, wie Versorger, Basiskonsumgüter und Gesundheit. Gleichzeitig wirken Branchen, wie Rüstung und Energie als Hedge gegen das Aufblammen geopolitischer Konfliktszenarien. Mit dem Damoklesschwert der Rezession vor Augen empfiehlt sich vorausschauend trotz der aktuellen Markteuphorie auch stilseitig eine defensivere Aufstellung Richtung Quality, Low Risk und Dividenden. Während im Jahr 2023 in den USA neben Low Risk im Wesentlichen Growth (U.S. Mega Caps) performte, sind in Europa weiter Value und Dividenden eine Bank. Die Kombination aus den beiden Faktoren Low Risk und Dividende erscheint auch deshalb besonders attraktiv, da beide Stile weiterhin günstig bewertet sind, während Quality schon deutlich teurer bepreist ist.

### Aktienperformance im Zeitverlauf



Performance ausgewählter Aktienstile im Zeitverlauf; Zeitraum: 31.12.2003-30.11.2023; Quelle: Eigene Berechnungen; Stand: 01. Dezember 2023

### Kombination von Low Risk und Dividenden in 2024 mit Outperformencepotenzial

Low Risk-Aktien weisen oft Merkmale, wie niedrige Volatilität, niedrigeres Beta und auch Quality-Ausprägungen, wie höhere Gewinnstabilität, auf, die sie defensiver und robuster machen als andere Aktien. Außerdem zeigen diese Titel eher einen anleiheähnlichen „Safe Haven“-Charakter sowie eine langfristig belegbare Outperformance gegenüber dem breiten Markt (siehe Abbildung). Diese Eigenschaften machen Low Risk-Aktien zum idealen Partner von dividendenstarken Papieren. High Dividend-Aktien haben den Ruf, stabile und attraktive Dividendenzahlungen zu bieten. Aktien mit höheren Dividendenrenditen outperformen langfristig Titel mit niedrigeren Dividendenrenditen. High Dividend-Aktien zeigen sich dabei aufgrund ihrer zu erwartenden zeitnahen Cashflows mit geringerem Diskontierungseinfluss resilient gegenüber hohen Zinsen, wie wir sie im Trend seit 2022 beobachten. Aufgrund des anleiheähnlichen Charakters wiegen hohe Zinsen bei Low Risk-Aktien dagegen schwerer und können auch kurzfristig in negativen Risikoprämien resultieren, jedoch hielt das in der Vergangenheit nicht über einen längeren Zeitraum an.

Diese sich ergänzenden und diversifizierenden Risiko-/Return-Charakteristiken der beiden Investmentstile, wie beispielhaft am geänderten Zinsregime dargelegt, macht Dividenden und Low Risk gegenüber den singulären Strategien zu einer robusten und vorteilhaften Kombination für verschiedene Marktphasen zur Erzielung stabiler Renditen bei gleichzeitig reduziertem Tracking Error. Risikoarme Aktien mit niedrigem Beta federn potenzielle Verluste in Zeiten von Marktvolatilität ab und ermöglichen es, auch bei begrenztem Risikobudget parallel High Dividend-Aktien zur Renditegenerierung zu halten. Eine Win-win-Situation zwischen Kapitalerhalt und Einkommensgenerierung. Die Selektion von risikoarmen und dividendenstarken Aktien sollte speziell 2024 im Angesicht eines möglichen Drawdowns und der darauf folgenden Erholung das Potenzial haben, den breiten Markt zu schlagen. ■



**Dr. Christian Schwarz**  
Abteilungsleiter  
Asset Management Multi Asset & Overlay

### Auf zum Marathon, Kraft einteilen und durchhalten

Geduld zahlt sich wieder aus. Nach dem wahrscheinlichen Erreichen des Zinshochs bieten insbesondere Renten- und Creditmärkte (IG) herausragende Renditen. Dabei dürfte sich der Marathonlauf in erster Linie lohnen, denn „Carry läuft“. Selbst bei einer nicht günstigen Marktentwicklung besteht ein auskömmlicher Risikopuffer zur Vereinnahmung hoher Renditen über die Zeit. Das gilt insbesondere für die Kern- und Investmentgrade-Assetklassen Staatsanleihen, Covered und Corporate Bonds. Zinstragende Assetklassen sehen wir demzufolge, z.B. gegenüber Aktien, in der Asset Allocation für das kommende Jahr im Vorteil. Wichtig wird dabei die Ausrichtung der Portfolios bezüglich Positionierung auf der Zinskurve und Duration. Mit Blick auf eine Normalisierung der Zinsstrukturkurve und eine weniger restriktive Geldpolitik bieten sich insbesondere Chancen bei langen Laufzeiten. Es wird also darauf ankommen, mittelfristig den Hebel auf eine längere Zinsduration umzulegen. Eine Herausforderung bleibt der langfristige Erhalt der realen Kaufkraft. Es gilt, die wieder positiven Realrenditen zu vereinnahmen. Daher sehen wir ein international diversifiziertes Multi Asset-Portfolio in diesem Zusammenhang als entscheidend an.

### Nicht nur auf die Allokation, auch auf die Selektion kommt es an

Die Allokation der einzelnen Assetklassen spielt natürlich auch im Verlauf des Jahres 2024 eine wichtige Rolle. Neben den Zinsträgern bleiben auch die Real Assets ein wichtiger Bestandteil der Portfolios. Darüber hinaus dürfte der Selektion der Märkte im Multi Asset-Kontext eine Schlüsselrolle zukommen. Als Beispiel sei an dieser Stelle die positive Aktienmarktentwicklung der letzten Wochen genannt, die das Potenzial für den Gesamtmarkt für das nächste Jahr zu reduzieren scheint. Allerdings sind nicht alle Aktienmärkte „gelaufen“. Einige Sektoren und Stile, wie z.B. REITs und Small Caps, bieten hier zum Teil mehr „Sicherheitspuffer“ als andere.

### Was, wenn es anders kommt – Risiken im Blick behalten

Inflation und Zinsen bleiben ein Risikofaktor auf der „Watchlist“. Ungünstig wäre es, wenn die Inflation sich hartnäckiger zeigen würde als erwartet und Zinssenkungen im nächsten Jahr ausblie-

ben. Zudem muss die Bremswirkung der restriktiven Geldpolitik im Auge behalten werden. Nachlaufende Effekte könnten stärkere Brems Spuren bei Unternehmensgewinnen und beim Wachstum mit sich bringen. Dies könnte z.B. bei Korrekturen einiger Aktiensektoren („Tech & Co“) negativen Einfluss auf den Gesamtmarkt haben. Daher bleiben Risikomanagement und Overlay auch im nächsten Jahr ein Erfolgsfaktor. Aktuell niedrige Volatilitätsniveaus bieten hervorragende und günstige Absicherungsmöglichkeiten für den Ernstfall.

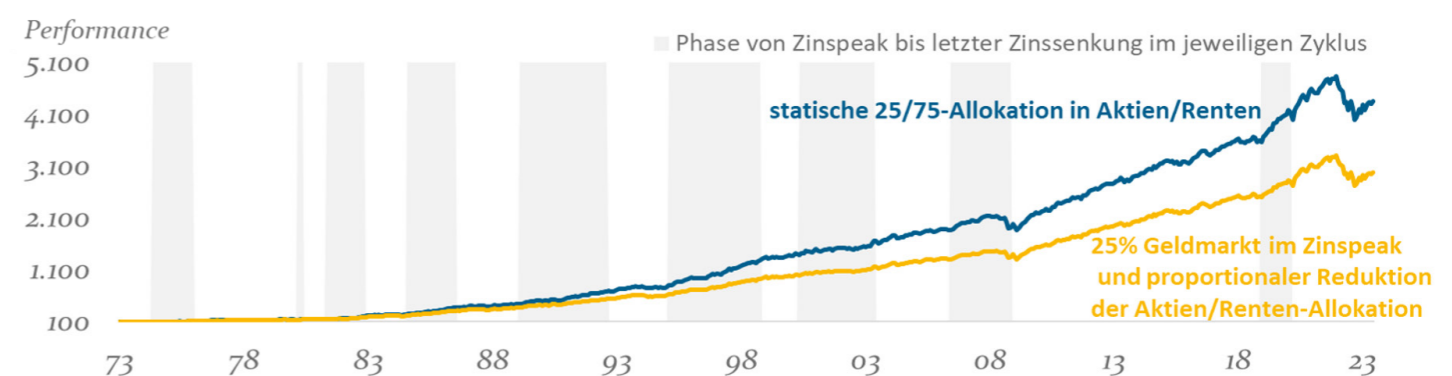
### Investiert sein zahlt sich langfristig einfach aus!

In der Historie waren Phasen des Zinshochs typischerweise von kurzer Dauer, so dass die vermeintliche Attraktivität der hohen (Geldmarkt-) Zinsen ebenfalls nicht lange währte, bevor sich für Investoren wieder die Frage nach der Investition in eine Asset Allocation stellte. Darüber hinaus bietet die Anlage im Geldmarkt keinen Inflationsausgleich. In der nachfolgenden Abbildung haben wir diese Anlagealternativen einmal verglichen. Das Ergebnis ist eindeutig. Langfristig schlägt ein Durchhalten der Investition in die Asset Allocation jede temporäre Umschichtung in die Geldmarktanlage zum Zeitpunkt des Zinshochs, und zwar um knapp 1%-Punkt p.a. über die letzten 50 Jahre.

### Fuß von der Bremse nehmen – Investiert sein ist nächstes Jahr Trumpf

Letztendlich stellt sich noch die Frage, wie in das Jahr 2024 zu starten ist. Auch unter Berücksichtigung der genannten Risikofaktoren bleibt festzuhalten: Der Zins hat die Situation grundlegend verändert. Die Risikopuffer sowohl der zinstragenden Assetklassen als auch die Ausweitung der Risikobudgets aufgrund des wieder vorhandenen Geldmarktes sprechen dafür, zu 100% in der strategische Asset Allocation investiert zu sein. Abwarten zahlt sich nicht nur langfristig, sondern auch für das Jahr 2024 nicht aus. Es ist Zeit, Strecke zu machen. Wer schneller ans Ziel kommen möchte, braucht aber Unterstützung – nämlich ein Risiko-Overlay! ■

### Allokationsvarianten



Quelle: Bloomberg; Stand: 01. Dezember 2023





**Axel Drwenski**  
Head of Research  
Transactions & Strategy – Real Assets

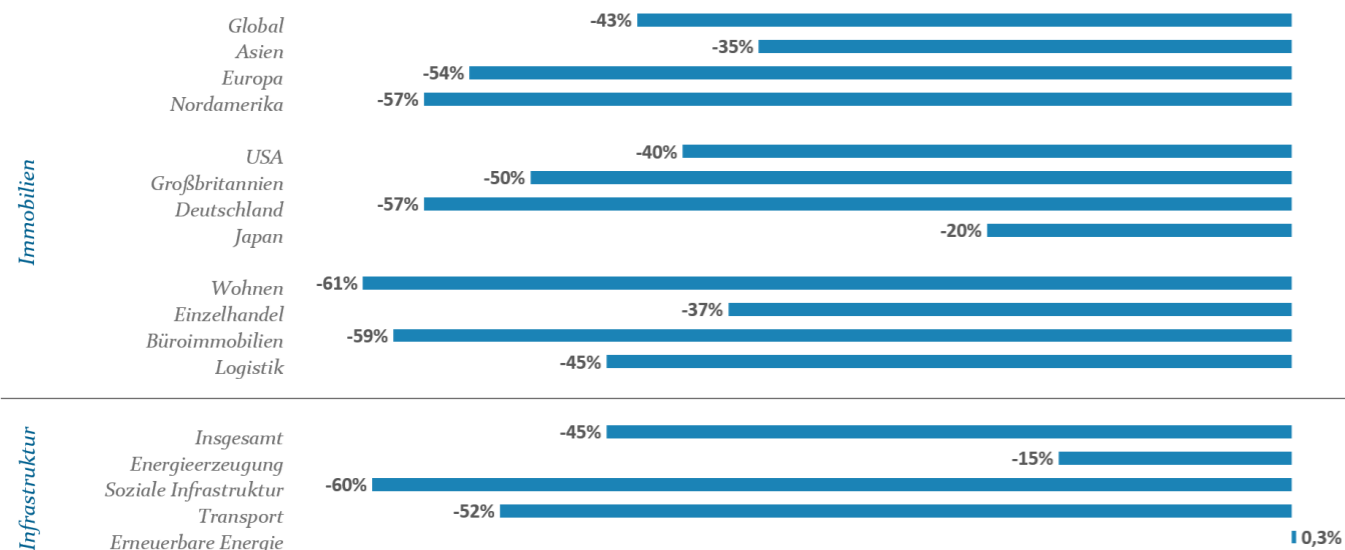
**Die Korrektur der Märkte ist zäher als gedacht**

Im letzten Jahr haben wir zur gleichen Zeit geschrieben, dass „sich die Marktkorrektur bis in die Mitte des nächsten Jahres [also 2023] fortsetzt, jedoch mit (...) regionalen und sektoralen Unterschieden. Kurzfristig ist unsere Empfehlung, für Opportunitäten offen zu sein und den Marktzyklus zu beobachten, um den optimalen Einstiegszeitpunkt nicht zu verpassen.“ Ein Jahr später ist die Marktkorrektur noch nicht wie erwartet abgeschlossen und wir gehen heute davon aus, dass der Markttiefpunkt im Frühjahr 2024 erreicht sein sollte. Wir haben somit zwar die Dauer der Marktkorrektur unterschätzt, im Hinblick auf die sektoralen und regionalen Unterschiede lagen wir allerdings richtig. Hohe Baukosten, Inflation und steigende Finanzierungsaufwendungen belasten die Branche und ein Blick zurück zeigt, wie unterschiedlich die einzelnen Märkte für Real Assets reagiert haben: So wurden beispielsweise in den ersten zehn Monaten des Vorjahres weltweit Immobilien im Wert von 1,6 Bill. USD gehandelt – dieses Jahr waren es im selben Zeitraum nur ca. 900 Mrd. USD, ein Minus von 43% (siehe Abbildung). Dabei gibt es große Unterschiede: Während der Rückgang in Asien bei rund 35% lag, fällt die Korrektur in Nordamerika und Europa mit -57% bzw. -54% deutlich stärker aus. Auch auf Länderebene ist die Spreizung enorm: Hier fallen die USA auf, wo nur 40% des Transaktionsvolumens des letzten Jahres erreicht wurden, was ein deutlicher Gegensatz zu Japan ist, wo fast 80% des Vorjahresvolumens erzielt werden konnte. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch auf dem Markt für Infrastruktur-Investments, wo weltweit, nach 1,2 Bill. USD über die ersten zehn Monate des Jahres 2022, in diesem Jahr im selben Zeitraum nur 677 Mrd. USD investiert wurden (Rückgang von 45%). Auch hier zeigen sich bei genauerer Betrachtung erhebliche Unterschiede. So liegt beispielsweise das Transaktionsvolumen im Segment der erneuerbaren Energien auf dem Vorjahresniveau, während für soziale Infrastruktur 60% weniger zu Buche schlagen.

**„Flucht in die Qualität“ als neue Präferenz**

Statistische Auswertungen verraten uns zudem, wie sich die Präferenzen von Nutzern und Anlegern verändert haben. Beispielhaft sei hier die Wahrnehmung von Büroimmobilien genannt, welche in vielen Portfolios ein wichtiger Pfeiler sind. Dieser Pfeiler erodiert gerade, da

**Veränderung des Transaktionsvolumens 2023 zu 2022\***



\*dargestellt ist das Transaktionsvolumen Januar-Oktober 2023 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Quelle: MSCI Real Capital Analytics (Immobilien) und Inframation (Infrastruktur); Stand: Dezember 2023.



**Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM**  
Abteilungsleiter  
Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

**Bunds und v.a. Covered Bonds übergewichtet**

Für Bundesanleihen gehen wir mit einem Übergewicht ins neue Jahr, auch wenn die Attraktivität von sicheren Staatsanleihen zuletzt abgenommen hat. Als weiterhin sehr gute Investitionschance erachten wir die wohl anstehende Kurvenversteilerung der deutschen Zinskurve (10J. vs. 2J.). Bei EGBs sehen wir Risiken für eine Ausweitung der Risikoprämien, die durch den höheren Carry allerdings nahezu ausgeglichen werden. Covered Bonds präferieren wir im Rates-Segment, insbesondere im kurzen Laufzeitbereich, nicht zuletzt aufgrund eines überdurchschnittlichen Total Return-Potenzials bei insgesamt hervorragender Bonität. U.S.-Staatsanleihen besitzen aufgrund hoher Realrenditen ebenfalls viel Performancepotenzial, das aber durch hohe Währungsabsicherungskosten gedämpft wird.

**IG-Segment zum Jahresstart am interessantesten**

Im Corporates IG-Bereich halten wir aufgrund solider Fundamentaldaten und historisch attraktiver Risikoprämien ein Übergewicht weiterhin aufrecht. Im High Yield-Markt bleiben wir trotz vielversprechender Renditen neutral, da hohe Refinanzierungszinsen den Markt belasten. Im EM-Segment (Staaten & Unternehmen) bleiben wir trotz hoher Risikoprämien und hoher Breakeven-Renditen ebenfalls noch neutral. Im Jahresverlauf möchten wir aber eine Ausweitung der Risikoprämien zum Einstieg in ein Übergewicht nutzen.

**Aktien mit V-förmiger Entwicklung**

Für die vorhandene Konjunkturerwartung in 2024 scheint uns der Aktienmarkt dies- und speziell jenseits des Atlantiks zu weit gelaufen zu sein. Von daher ist eine defensivere Ausrichtung bei Sektoren und Stilen angemessen. Regional bevorzugen wir aufgrund der relativen Gewinnentwicklung und aus Bewertungssicht Europa vor den USA. Im weiteren Jahresverlauf sollte es

nach einer gesunden Korrektur gute Einstiegschancen für ein längerfristiges Übergewicht geben.

**Multi Asset bevorzugt zinstragende Anlageklassen**

Im Multi Asset-Kontext sehen wir die zinstragenden Anlageklassen Renten und Credit zunächst im Vorteil, wobei eine internationale Diversifikation im Vordergrund steht. Selektiv bieten sich auch lange Laufzeiten an. Bei Aktien bleiben wir noch zurückhaltend, im Jahresverlauf werden sich aber Chancen auf Neuengagements ergeben. Der EUR/USD-Kurs bleibt seitwärtsgerichtet, Niveaus um Parität sollten jedoch für längerfristige EUR Long-Positionen genutzt werden.

**Immobilien korrektiv, Infrastruktur interessanter**

Hohe Baukosten, Inflation und steigende Finanzierungsaufwendungen belasten die Immobilienbranche und im Besonderen das Segment der Büroimmobilien. Die Marktkorrektur wird wohl noch bis ins Jahr 2024 anhalten, im Jahresverlauf sollten aber aufgrund hoher Mieten und einer gesunden Nachfrage selektiv schon Neuengagements eingegangen werden. Infrastruktur ist vergleichsweise interessanter, da das Nachhaltigkeitsbewusstsein zunimmt, ein massiver Investitionsbedarf zum Erhalt und Aufbau von Infrastruktur existiert und zudem im Vergleich zu Immobilien höhere Renditen locken.

**Risiken für unser Weltbild**

Die Risiken sehen wir bei den Themen Finanzmarktstabilität (durch die restriktive Notenbankpolitik), einer schlechter werdenden Konjunktur in China sowie eine mögliche Lohn-Preis-Spirale (dauerhaft hohe Kerninflation). Besondere Bauchschmerzen bereiten uns die Vielzahl der geopolitischen Krisen (Taiwan vs. China, Russland vs. Ukraine oder Naher Osten). ■

**Strategisches Bild**

Assetklasse	Dezember 2023	Zielkorridor (Ende 2024)
<b>Renten</b>		
Deutschland (10J Bund)	2,45%	2,30% bis 2,50%
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)	70 bp	70 bp - 80 bp
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)	90 bp	60 bp - 70 bp
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)	190 bp	150 bp - 170 bp
<b>Credit</b>		
IG EUR (Index OAS)	140 bp	100 bp - 120 bp
HY EUR (Index OAS)	430 bp	430 bp - 470 bp
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)	330 bp	340 bp - 360 bp
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)	330 bp	330 bp - 350 bp
<b>Aktien</b>		
Welt (MSCI World)	3.000	3.000 - 3.200
Euroland (EuroStoxx 50)	4.400	4.350 - 4.650
USA (S&P 500)	4.550	4.600 - 4.800
EM (MSCI EM)	975	1.000 - 1.100
<b>Währungen</b>		
EUR vs. USD	1,09	1,07 - 1,13

**Strategisches Bild < 12 Monate**

Immobilien	Infrastruktur
Büro	Energie
Logistik	Versorgung
Wohnen	Kommunikation
Einzelhandel	Transport

Quelle: Helaba Invest, Stand: Dezember 2023





Dr. Christopher Thiem  
Kapitalmarktresearch  
& AM RentenFX

## Gas, Öl & Geopolitik – Bleibt Energie auch 2024 ein Risikofaktor?

In den vergangenen vier Jahren durchlebten die globalen Energiemärkte eine bemerkenswerte Achterbahnfahrt. Wer hätte beispielsweise erwartet, dass der Preis für ein Barrel US-Rohöl im April 2020 auf einen negativen Wert von -37 USD fallen würde, nur um anschließend eine fast ununterbrochene, zweijährige Rallye in die Nähe von neuen Höchstständen zu beginnen?! Parallel dazu zeigten die europäischen Gaspreise mit dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs und der strukturellen Abkopplung von russischen Energielieferungen bis dato ungeahnte Preisschwünge. Fast während des gesamten Jahres 2022 pendelte der niederländische Referenzindex TTF zwischen dem Vier- und Achtfachen seines Vorkrisenniveaus, mit Spitzen, die zeitweilig das Vierzehnfache des Preises von Anfang 2019 erreichten. Auch die heimischen Strompreise wurden davon stark beeinflusst (siehe Abbildung 1).

Vor diesem Hintergrund ist es wenig verwunderlich, dass das Thema Energie auch für 2024 bei vielen Ökonomen als einer der wichtigsten Risikofaktoren gilt. Im Folgenden werden wir analysieren, ob die fundamentale Lage bei Gas und Öl diese Sorgen rechtfertigt. Darüber hinaus diskutieren wir, welche geopolitischen Entwicklungen gegebenenfalls dazu führen könnten, dass Energie erneut zu einer Gefahr für den Konjunktur- und Inflationsausblick wird.

### Gas – Die Krise von 2022 scheint endgültig überwunden

Wie in Abbildung 1 zu sehen, hat sich die Situation im europäischen Gashandel tatsächlich seit den historischen Verwerfungen des vergangenen Jahres bereits merklich beruhigt. Als Reaktion auf den russischen Lieferstopp verabschiedeten die EU-Länder damals einen ganzen Katalog an Maßnahmen. Einfache Bemühungen wie das Führen gemeinsamer Preisverhandlungen oder die Erschließung neuer Lieferkontakte erwiesen sich dabei im Nachhinein als unerwartet effektiv. Ebenso überraschte die erfolgreich beschleunigte Planung und Inbetriebnahme von neuen Flüssiggas- (LNG-) Terminals. Im Ergebnis konnten Länder wie die USA oder Norwegen ihre Gaslieferungen nach Westeuropa 2023 erheblich steigern.

Eine nicht minder wichtige Rolle spielte die Reduktion des Gasverbrauchs durch die europäischen Unternehmen und Haushalte. Trotz der Entspannung bei den Preisen liegt die EU-Nachfrage am aktuellen Rand weiterhin 20 bis 30% unter dem Vorkrisenniveau. Dies ist insofern bemerkenswert, als dass einige energieintensive Industrien zwar spürbar unter den Einsparungen gelitten haben, Rationierungen oder der zu anfangs befürchtete Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Aktivität jedoch gänzlich ausgeblieben sind. Zuletzt hat aber sicherlich auch der milde Winter 2022/23 zur Marktberuhigung beigetragen.

Seit dem Tief im Juli 2023 sind nun tendenziell wieder steigende Gaspreise zu beobachten. Die in Abbildung 1 moderat erscheinende Preisänderung beläuft sich inzwischen auf immerhin +70%. Damit sollte der Markt nun aber auch bereits eine ganze Reihe von schlechten Nachrichten eingepreist haben: Streiks bei großen LNG-Terminals in Australien, Sorge um eine mögliche Pipeline-Sabotage in der Ostsee, die vorübergehende Abschaltung des israelischen Tamar-Gasfelds sowie seit Ende November ein ausgeprägter Kälteeinbruch. Mit Blick auf die kommenden Wintermonate sind die europäischen Gasspeicher nichtsdestotrotz weiterhin überdurchschnittlich gut gefüllt (siehe Abbildung 2).

### Gas- und Strompreise im Energiehandel

Index (1.1.2019=100, Basis EUR/MWh)

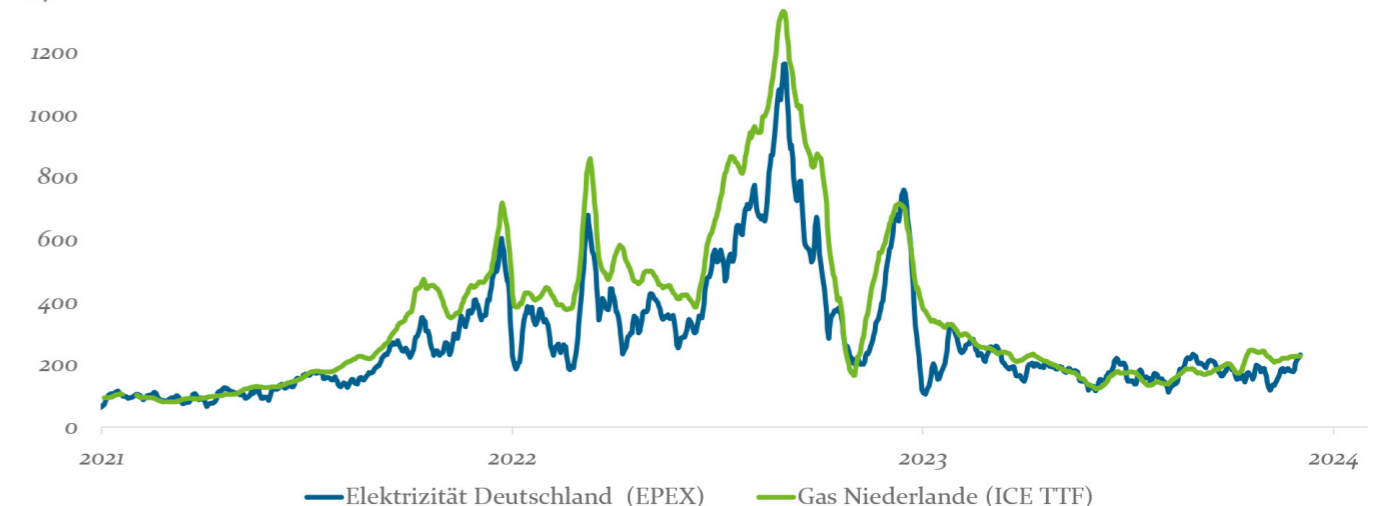


Abbildung 1: Entwicklung der europäischen Gas- und Strompreise; Daten: 10-Tage gl. Mittelwert  
Stand: Dezember 2023, Quelle: EPEX, ICE, Bloomberg

Die Krise von 2022  
scheint endgültig  
überwunden.

02

Meinungen

Sonderthemen



**Europäische Erdgasspeicher – Aktueller Füllstand und Bandbreite (2017-21)**

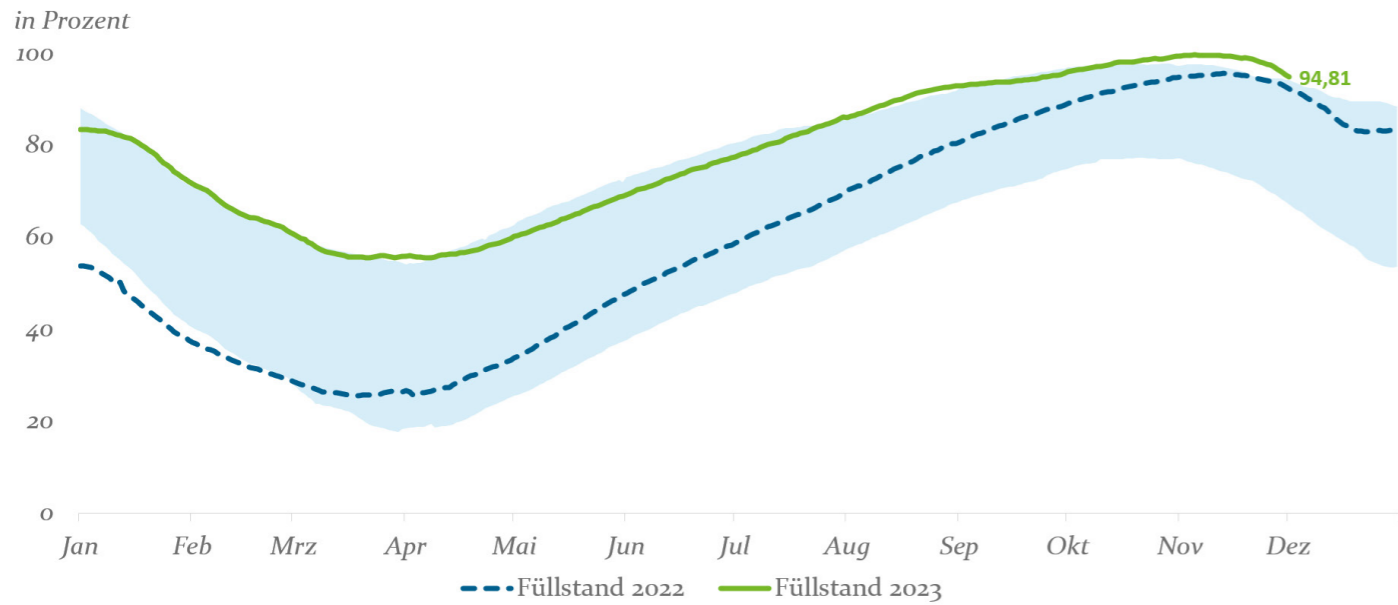


Abbildung 2: Füllstand der europäischen Erdgasspeicher  
Stand: Dezember 2023; Quelle: Gas Infrastructure Europe, Bloomberg

In Summe hat sich die fundamentale Ausgangslage des europäischen Gasmarkts signifikant verbessert und die durch den Ukraine-Krieg ausgelöste Krise scheint nun endgültig überwunden. Für 2024 ist daher grundsätzlich mit einer ähnlich moderaten Preisentwicklung wie in diesem Jahr zu rechnen. Dessen ungeachtet bleibt der Markt anfällig für externe Schocks: Aufgrund der hohen Anforderungen an Transport und Infrastruktur ist die Angebotsseite bei Gas weiterhin wenig reagibel, was gegebenenfalls stärkere Preisreaktionen hervorruft. So könnte beispielsweise ein besonders kalter Winter noch einmal leicht zu einer Verdopplung der Preise führen. Glücklicherweise prognostizieren die europäischen Wetterinstitute auch für die kommenden Monate Temperaturen von 0,5 bis 1,0 Grad über dem historischen Durchschnitt.

**Öl – Die neue Macht der OPEC+**

Abbildung 3 zeigt exemplarisch für den globalen Ölmarkt die Preisentwicklung der Nordseesorte Brent. Ähnlich wie die Gaspreise blieben 2023 auch die Ölpreise relativ stabil, obwohl es fundamental auf beiden Marktseiten wichtige Veränderungen gab. Laut U.S. Energy Information Administration stieg die weltweite Ölnachfrage in diesem Jahr auf einen neuen Höchstwert von 101,5 Mio. Barrel pro Tag (MBD). Neben der robuster als erwarteten globale Konjunktur war hierbei Chinas Ausstieg aus der Zero Covid-Politik der entscheidende Faktor. Das Reich der Mitte allein trug 0,8 MBD, oder 40% des gesamten Nachfrageanstiegs, bei.

**Brent-Rohöl – Preisentwicklung und Konsensus-Prognosen**



Abbildung 3: Preisentwicklung des Nordsee-Rohöls Brent  
Stand: Dezember 2023; Quelle: Bloomberg



Auf der Angebotsseite konnten vor allem die Länder außerhalb der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) ihre Produktion unerwartet stark von 65,8 auf 68,2 MBD (+3,6%) ausweiten. Hierbei erreichten allein die USA eine Produktionssteigerung gegenüber 2022 von 1,0 MBD oder 8,3%. Die Mitglieder des Kernkartells (OPEC ohne Plus) machten dagegen mit wiederholten Produktionskürzungen von sich reden, sodass deren Gesamtjahresproduktion von 34,2 auf 33,4 MBD absank.

Für 2024 erwarten die meisten Think Tanks und Investmentbanken nun auf beiden Seiten des Marktes eine abnehmende Wachstumsdynamik, was sich wiederum in Form einer ausgeprägten Seitwärtsbewegung sowie einer vergleichsweise engen Spannweite in den Prognosen niederschlägt (siehe Abbildung 3).

Tatsächlich gibt es dafür einige gute Gründe: Ein in beide Richtungen begrenzender Faktor für Preisschwankungen ist bei Öl stets die relativ elastische Nachfrage. Im aktuellen Umfeld ist zudem denkbar, dass dieser Mechanismus durch die inflationsbekämpfenden Notenbanken noch einmal verstärkt wird. Aus Angst vor einer Entkopplung der Inflationserwartungen könnte bei steigenden Energiepreisen schnell eine Überreaktion erfolgen. Ebenso verfügt die Geldpolitik bei einem Preisverfall gegenwärtig über einen ausgeprägten Zinssenkungsspielraum.

Abbildung 4 illustriert weitere Faktoren, die das Abwärtspotenzial bei den Ölpreisen im kommenden Jahr begrenzen könnten. Erstens befindet sich die strategische Ölreserve der USA auf dem niedrigsten Stand seit 1983 (siehe Abbildung 4a). Derzeit sind zwar nur langsame Aufstockungen geplant, bei entsprechenden Preisentwicklungen könnte man jedoch auch schnell wieder opportunistischer agieren. Zweitens ist davon auszugehen, dass die U.S.-Ölproduktion 2024 nicht mehr so deutlich steigen wird. Wie in Abbildung 4b) ersichtlich, befand sich die Anzahl der U.S. Explorationsbohrungen zum Jahreswechsel 2022/23 auf einem Post-Corona Höchststand und ist seitdem deutlich zurückgegangen.

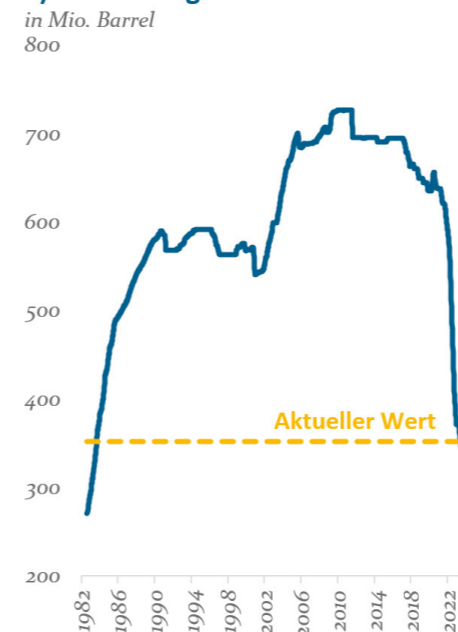
gen. Drittens konnte die Gruppe der OPEC+ ihren Markteinfluss in den vergangenen Jahren ausbauen und bemerkenswert hohe Produktionskürzungen durchsetzen (siehe Abbildung 4c). Vor dem Hintergrund eines nahezu ausbalancierten Marktes dürfte daher auch 2024 den Treffen der Gruppe, die mittlerweile vierzig Prozent des globalen Ölangebots kontrolliert, erhöhte Aufmerksamkeit zuteilwerden. Falls die Preisentwicklung es erfordert, halten wir zumindest eine Verlängerung der bestehenden Produktionskürzungen jederzeit für realistisch.

Andererseits stellen die verringerten Produktionsmengen aber auch die größte Schwäche der OPEC+ dar und könnten in der Zukunft die Preisdynamik nach oben begrenzen. Die überwältigende Mehrheit der Überschusskapazitäten entfällt auf Saudi-Arabien, welches freiwillig zusätzliche Produktionseinschränkungen vorgenommen hat. Im Zuge dieser Politik hat sich der wirtschaftliche Ausblick des Landes jedoch zuletzt enorm verschlechtert (reales Bruttoinlandsprodukt Q3/2023 bei 4,5% gg. Vj.), sodass die dortige Regierung bei steigenden Preisen einen starken Anreiz zur Reaktivierung der Produktionskapazitäten hat. Zuletzt erwarten wir im Rahmen unseres Basisszenarios „Marathon“ für 2024 eine eher unterdurchschnittliche Konjunkturentwicklung, sodass auch dadurch das Preispotenzial bei Öl nach oben begrenzt sein dürfte.

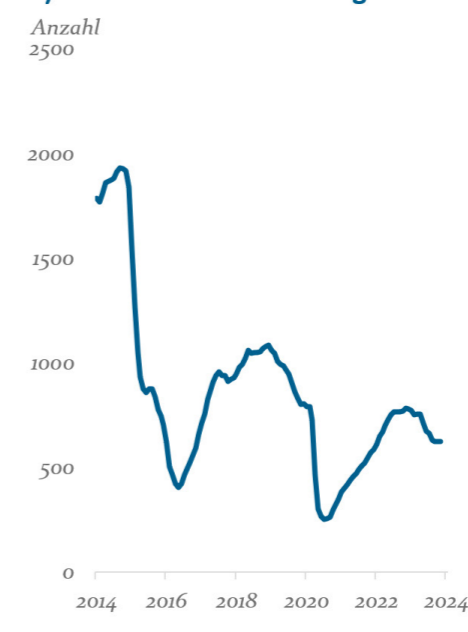
**Geopolitik – Der wahre Risikofaktor**

Angesichts der Entwarnung aus fundamentaler Sicht rückt für 2024 die aktuelle geopolitische Situation als zentraler Unsicherheitsfaktor in den Fokus. Abbildung 5 verdeutlicht anhand eines auf der Auswertung von Zeitungsartikeln basierenden Index das allgemein wahrgenommene Risiko. Wie zu erkennen ist, war die globale Lage bereits vor den jüngsten Angriffen der Hamas auf Israel strukturell angespannt und hat sich seitdem noch einmal deutlich verschärft. In der Tat ist gerade im Nahen Osten aufgrund der andauernden Kämpfe eine Zuspitzung weiterhin möglich.

**a) U.S. Strategische Ölreserve**



**b) U.S. Öl- und Gasbohrungen**



**c) OPEC Überschusskapazität**

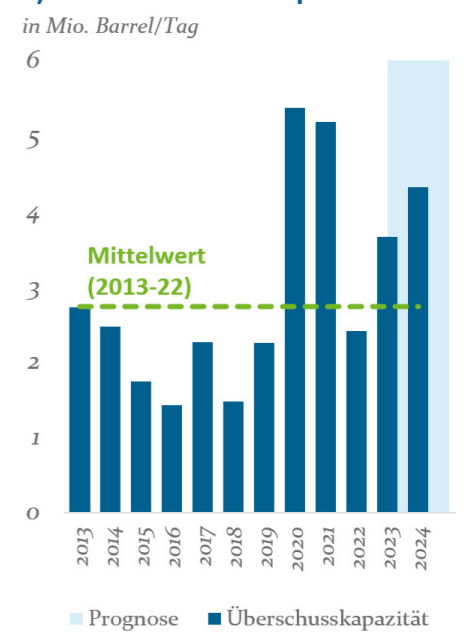


Abbildung 4: Fundamentale Entwicklungen auf dem globalen Ölmarkt  
Stand: Dezember 2023; Quelle: U.S. Energy Information Administration, Baker Hughes, Bloomberg





### Geopolitischer Risiko Index

Index (Mittelwert 1985-2019 = 100)  
800

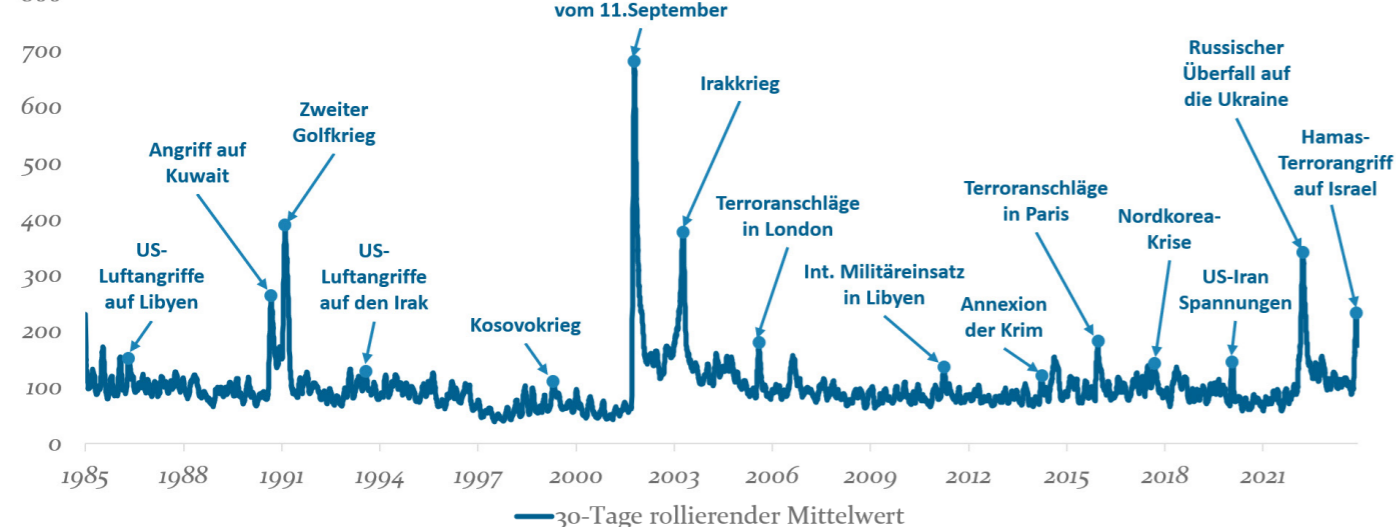


Abbildung 5: Aktuelles geopolitisches Risiko im historischen Kontext  
Stand: Dezember 2023; Quelle: Dario Caldara und Matteo Iacoviello (2022), matteoiacoviello.com

In einem moderaten Eskalationsszenario wäre es vorstellbar, dass die Ölpreise an die obere Grenze des in Abbildung 3 dargestellten Prognosekorridors heranrücken oder die Marke von 100 USD sogar kurzzeitig überschreiten. Auslöser hierfür könnten beispielsweise Angriffe durch die vom Iran unterstützten Rebellen-Gruppen in der Region sein, was zu erhöhten Spannungen mit dem Westen und einer Überprüfung der nicht mehr gänzlich effektiven Sanktionen gegen iranische Erdölexporte führen könnte. Gleichmaßen wären mögliche Terroranschläge auf die israelische Energieindustrie in diese Kategorie einzuordnen. Israel deckt mit der Gasförderung vor seiner Küste einen Großteil seines Energiebedarfs und exportiert zudem Gas via Pipelines nach Ägypten, wo es in LNG umgewandelt und weiterverkauft wird. Ein Anschlag auf die Tamar- oder Leviathan-Gasfelder, die ein Volumen äquivalent zu 1,7 bzw. 2,0% des globalen LNG-Angebots produzieren, könnte daher auch die europäischen TTF-Preise in Richtung 75 EUR pro MWh treiben (aktuell ca. 40 EUR pro MWh).

Ein Worst-Case-Szenario könnte darüber hinaus schnell zu nicht-linearen Preisreaktionen und neuen Höchstständen bei den Energiekursen führen. Dies trifft insbesondere bei einer militärischen Auseinandersetzung zwischen Israel, dem Iran und mög-

licherweise noch weiteren Staaten zu, oder falls der Iran versuchen sollte, die Straße von Hormus zu blockieren. Durch diese Meerenge, die an der engsten Stelle nur eine Fahrrinne von ca. drei Kilometern aufweist, werden ca. 20% der globalen Öl- und Gasexporte transportiert, sodass bei einer andauernden Blockade die globalen Lagerbestände schnell aufgezehrt sein dürften. Ähnliches könnte passieren, falls sich die arabischen Nationen mit Teilen der OPEC+ zusammentäten, um ein neues Ölembargo im Stile der 1970er-Jahre zu verhängen.

Abseits des Nahen Ostens gibt es noch zahlreiche weitere potenzielle Krisenherde, die die Energiemärkte im nächsten Jahr beeinflussen könnten. Dabei sollte man aber nicht vergessen, dass geopolitische Risiken in Bezug auf die Energiepreise in beide Richtungen schlagend werden können. Jede Preisreaktion im Zuge einer Veränderung im Ukraine-Konflikt würde zum Beispiel stark von den dann vorherrschenden politischen Rahmenbedingungen in Moskau abhängen. Ebenso sollte ein Angriff Chinas auf Taiwan vermutlich eher zu einem Energiepreisverfall als -anstieg führen, da die anschließende Sorge um die globale Konjunktur den Einfluss des militärischen Konflikts dominiert.

### Fazit und Marktimplikationen

Auf fundamentaler Ebene scheint die Sorge vor einem erneuten Energiepreisschub im nächsten Jahr nicht gerechtfertigt. Sowohl bei Gas als auch bei Öl sprechen die Entwicklungen auf beiden Marktseiten für vergleichsweise stabile Preise.

Investoren sollten daher vor allem die Geopolitik als zentralen Risikofaktor im Auge behalten. Bei einem moderaten Eskalationsszenario im Nahen Osten könnten die Energiepreise an das obere Ende des jüngsten Preisbereichs heranrücken, was die Gesamtjahresinflation in der Eurozone um etwa 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte anheben könnte. Eine Gefahr für den globalen Konjunkturausblick würde aber erst bei einer Blockade der Straße von Hormus oder dem Aufkeimen anderer globaler Krisen entstehen. Je nach Art des geopolitischen Schocks könnten die Energiepreise in beide Richtungen beeinflusst werden, weshalb gegebenenfalls eine präzise Analyse der Markt- und volkswirtschaftlichen Implikationen entscheidend ist. ■



Emerging Markets –  
sinkende Risikoprämien und  
solides Wachstum voraus!





Christian Ott  
Asset Management  
Credit



Cristoffer Homann  
Asset Management  
Credit

# Emerging Markets Debt: Eine überzeugende Kombination aus Rendite, Wachstum und Diversifikation

## Ertragschancen durch deutlich angestiegene Einstandsrenditen

Die Assetklasse Emerging Markets-Debt (EMD) bietet derzeit Ertragschancen, wie wir sie seit mehr als einer Dekade nicht mehr gesehen haben. Dies lässt sich an den deutlich angestiegenen Einstandsrenditen (nach Abzug der Hedgekosten) für die jeweiligen Sub-Assetklassen ablesen (siehe Abbildung 1). Insbesondere im Staatenbereich sind die Risikoprämien historisch attraktiv. Zwar konnte sich der Markt seit dem Hochpunkt der Risikoprämien während der COVID-Krise im März 2020 wieder deutlich erholen, allerdings sorgte die Kombination aus restriktiver Geldpolitik der Fed und der EZB und geopolitischen Ereignissen zuletzt für anhaltend hohe Spread-Volatilität und noch immer erhöhte Niveaus. Die im Trend kontinuierlich gesunkenen Inflationzahlen geben jedoch Anlass zur Hoffnung, dass die Zentralbanken dem Ende ihres Zinserhöhungszyklus nahe sein könnten. Sollten die Zentralbanken die Inflationsrate erfolgreich in die Nähe des 2%-Ziels zurückführen können, wären Zinssenkungen – möglicherweise bereits im nächsten Jahr – der nächste logische Schritt.

## Sinkende Risikoprämien und solides Wachstum voraus

Sollte sich dieses Szenario bewahrheiten, würde sich einer der wesentlichen Negativtreiber der vergangenen Quartale umkehren und so die Grundlage für sinkende Risikoprämien schaffen. Des Weiteren würde EMD über eine vergleichsweise lange Duration von den sinkenden Zinsen profitieren. Voraussetzung dafür ist allerdings, dass die Wachstumsaussichten intakt bleiben. Hierfür prognostiziert der IWF, dass die Schwellenländer ihre aggregierte Wachstumsrate von voraussichtlich ca. 4% im Jahr 2023 auch im Folgejahr beibehalten werden (siehe Abbildung 2).

Dies bedeutet, dass die Schwellenländer sich, wie bereits in den Vorjahren, von der rückläufigen und inzwischen deutlich geringeren Wachstumsrate der Industrieländer entkoppeln würden. Zudem wird in Abbildung 3 deutlich, dass der überwiegende Anteil der Länder eine Wachstumsbeschleunigung erleben dürfte, während nur wenige Länder, u.a. China, sich verlangsamen werden. Folglich wird das Wachstum der Schwellenländer in der Breite getragen und ist somit weniger abhängig von einzelnen großen Ländern, wie China. Mehr als zwei Drittel des globalen Wachstums im Jahr 2024 wird, den IWF-Prognosen nach, von Schwellenländern beigesteuert.<sup>1</sup>

EMD ist eine langjährig etablierte, liquide und diversifizierte Assetklasse, was sich anhand der Zusammensetzung der gängigen JP Morgan EMBI Benchmark zeigen lässt. Der Index umfasst 68 Länder verteilt über alle Regionen der Welt<sup>2</sup> mit unterschiedlichen wirtschaftlichen, politischen und sozialen Merkmalen.

## Risiken mit Diversifikation und guter Selektion begrenzen

Gleichzeitig ist die Anlageklasse einigen Herausforderungen ausgesetzt. So häuften sich in jüngster Vergangenheit auch Zahlungsausfälle von Emerging Markets-Staaten. 2020 waren die Länder Libanon, Ecuador, Suriname, Belize und Sambia betroffen. Belize konnte sogar ein Jahr darauf seine Schulden abermals nicht bedienen. 2022 folgten Russland und Belarus (bedingt durch Sanktionen), die Ukraine, Sri Lanka, El Salvador und Ghana. Die Ursachen lagen, mit Ausnahme der in den russisch-ukrainischen Krieg involvierten Länder, i.d.R. in selbstverschuldeten Problemen, die sich jedoch durch die zwei exogenen Schocks (COVID-Krise und russisch-ukrainischen Krieg) sowie den im historischen Vergleich sehr starken und schnellen Zinsanstieg in den USA dramatisch verschärften.

## Ertragsmöglichkeiten wie zuletzt während der EU-Peripheriekrise

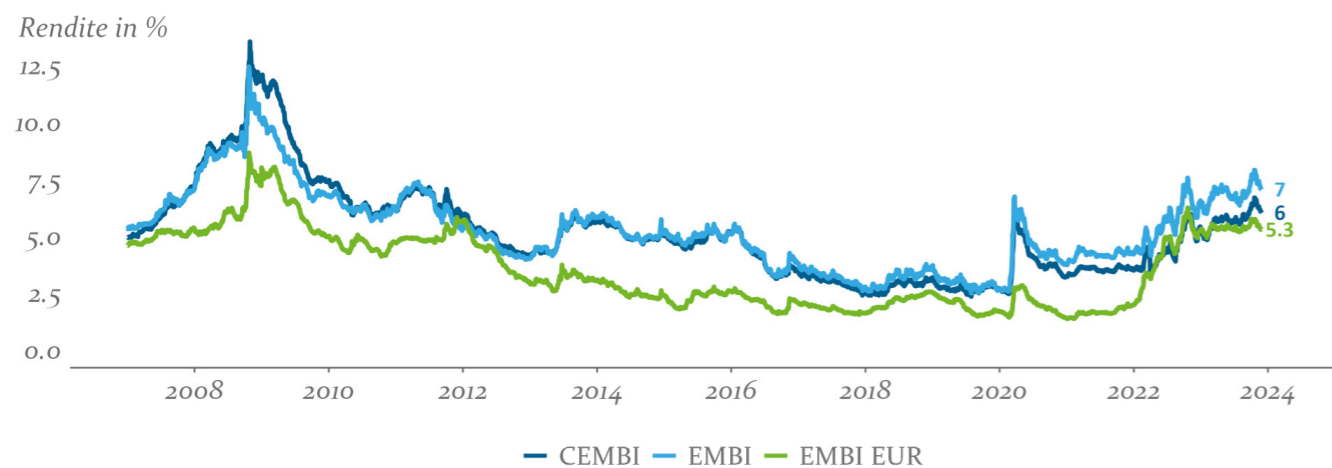


Abbildung 1: CEMBI: EM-Unternehmensanleihen in USD, EMBI: EM-Staatsanleihen in USD, EMBI EUR: EM-Staatsanleihen in EUR. Quelle: J.P. Morgan, Bloomberg, eigenen Berechnungen; Stand: November 2023

## EM-Wachstumsentkopplung bleibt voraussichtlich in 2024 bestehen

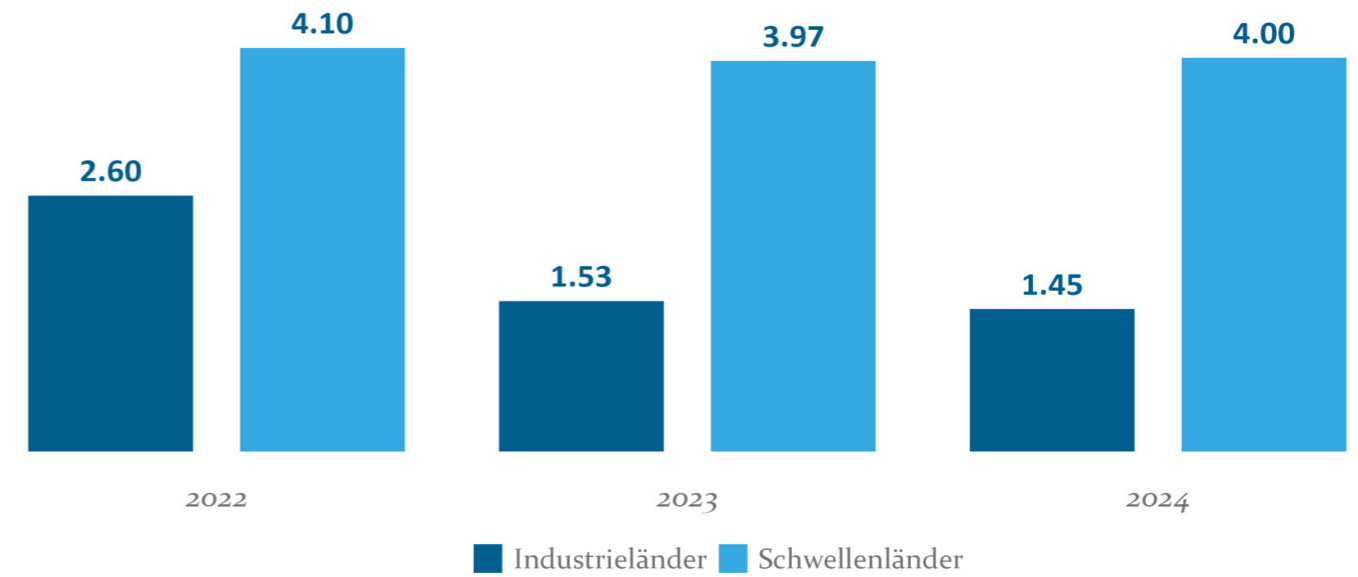


Abbildung 2: Wachstum Industrie- versus Schwellenländer auf aggregierter Basis. Quelle: IWF; Stand: November 2023

Dass die Jahre 2020 und 2022 jedoch eher als historische Ausnahmen gewertet werden können, wird daran deutlich, dass die durchschnittliche Ausfallrate bei Schwellenländer-Staaten im Zeitraum 1983-2022 bei 1,1% liegt. Die durchschnittliche Rückzahlungquote lag emittentengewichtet bei immerhin 50%.<sup>3</sup> Zudem lässt sich abmildernd einwenden, dass einige der zuvor genannten Länder nur ein sehr geringes Gewicht im oben genannten Index einnehmen.

Des Weiteren ist 2024 ein echtes „Super-Wahljahr“. Mehr als 60% des weltweiten Bruttoinlandsprodukts werden im nächsten Jahr Wahlen abhalten, was bei zunehmender Polarisierung zu erhöh-

ter politischer Unsicherheit führt. Zu den wichtigsten Ereignissen, die es neben den Wahlen in den USA aus Emerging Markets-Sicht zu beobachten gilt, gehören insbesondere die Präsidentschaftswahlen in Taiwan (Januar), Indonesien (Februar/Juni) und Mexiko (Juni).<sup>4</sup> Auch die geopolitische Lage mit den in diesem Jahr neu hinzugekommenen (bzw. sich deutlich verschärften) Krisenherden im Nahen Osten und in Subsahara-Afrika sowie den bereits bestehenden Konflikten, wie dem russisch-ukrainischen Krieg und dem Zwist zwischen China und Taiwan, könnte sich weiterhin auf die Assetklasse auswirken. Daneben wird die, insbesondere zu Lasten Chinas gehende, fortwährende Reorganisation des Welthandels weiterhin Gewinner und Verlierer hervorbringen.

## EM-Wachstum in der Breite getragen

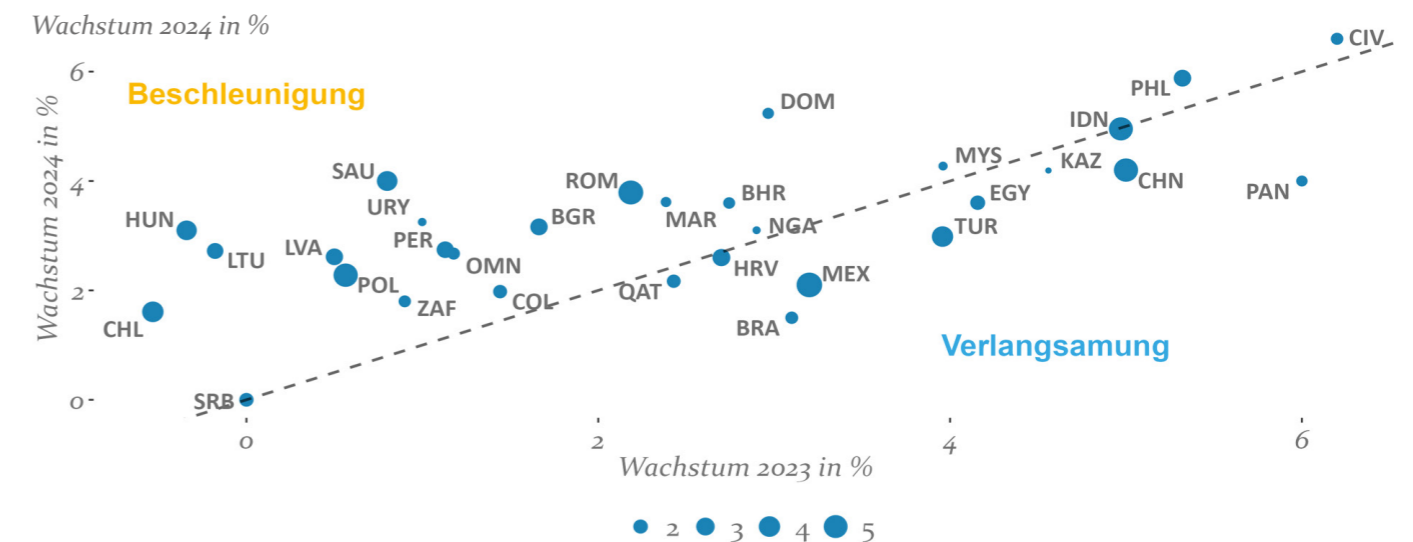


Abbildung 3: Wachstum Industrie- versus Schwellenländer auf aggregierter Basis. Quelle: IWF, Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: November 2023



Sowohl absolut als auch relativ sind die Fundamentaldaten sehr solide

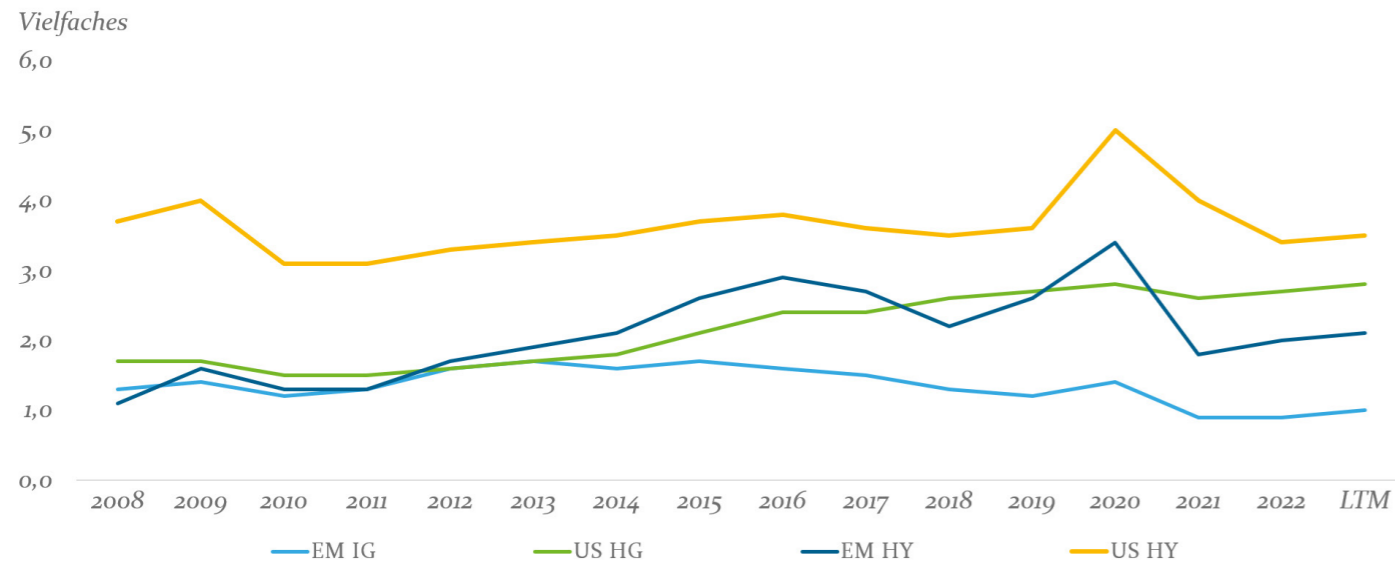


Abbildung 4: Nettoverschuldung Unternehmen – Developed & Emerging Markets; HG (High Grade) = Investment Grade  
Quelle: J.P. Morgan; Stand: H1 2023

Solide Fundamentaldaten im Corporates-Segment

Bei den Unternehmen beobachten wir im Schnitt seit Jahren eine Verbesserung der Verschuldungskennzahlen (siehe Abbildung 4). In den Jahren 2021 und 2022 ging diese Verbesserung einher mit einem negativen Nettoemissionsvolumen von Emerging Markets-Corporates in Hartwährung (v.a. in USD). Für 2024 wird vielfach eine Fortsetzung dieser Dynamik erwartet. Für die Jahre 2022 und 2023 war zudem erstmals seit 2019 zu verzeichnen, dass Emerging Markets-Unternehmen mehr Anleihen in den jeweiligen lokalen Heimatmärkten emittierten als am Hartwährungsmarkt. Zwar bewirkt diese Entwicklung einen (temporären)

Rückgang des Anleiheuniversums in Hartwährung, sie demonstriert aber auch eine alternative Finanzierungsquelle, sollten die internationalen Märkte von einer Krise heimgesucht werden. Die Qualitätsverbesserung, gemessen am Verschuldungsgrad, gepaart mit Nettorückzahlungen von USD-Anleihen an Investoren, erklärt auch Risikoprämien nahe dem Median (seit 2001, gemessen am CEMBI Broad Diversified).<sup>5</sup>

Fazit: EMD ein elementarer Investitionsbaustein im Jahr 2024

Wir sind der Meinung, dass die Anlageklasse EMD für 2024 eine überzeugende Kombination aus auskömmlicher Rendite, solidem Wachstum und breit angelegter Diversifikation bietet. Gleichzeitig erfordert die Assetklasse vor dem Hintergrund der derzeitigen innen- und geopolitischen Herausforderungen in mehreren Ländern und Regionen mehr denn je ein aktives Management und eine sorgfältige Selektion. Als Referenz für unsere Expertise im Bereich Emerging Markets Debt verweisen wir auf die Morningstar-Ratings unserer Flaggschifffonds, des HI-Renten Emerging Markets-Fonds und HI-EM Credits Short Term-Fonds. ■

<sup>1</sup> IMF, World Economic Outlook, Oktober 2023  
<sup>2</sup> JP Morgan, Emerging Markets Bond Index Monitor, Oktober 2023  
<sup>3</sup> Moody's, Sovereign default and recovery rates, 1983-2022, 13. April 2023  
<sup>4</sup> BofA Global Research, Global Economic Viewpoint, 21. November 2023  
<sup>5</sup> JP Morgan, Bloomberg, November 2023



Das Triple der institutionellen Kapitalanlage.

Als Full-Service-Manager und starker Partner an Ihrer Seite unterstützen wir Sie mit unserem Wissen entlang der gesamten Wertschöpfungskette: vom Asset Management über Alternative Investments bis zum Asset Servicing Ihrer gesamten Kapitalanlagen.

Nutzen Sie unser Wissen, um Ihre Ziele zu erreichen.

[helaba-invest.de](https://www.helaba-invest.de)



Die Helaba Invest gehört in Deutschland zu den führenden Kapitalverwaltungsgesellschaften im institutionellen Asset Management. Unsere Unternehmensstrategie basiert dabei auf den drei Geschäftsbereichen Asset Management für liquide Wertpapiere, Asset Management für illiquide Assetklassen sowie unsere Administrationsdienstleistung (Master-KVG). Als Brücke zwischen Master-KVG und Asset Management bieten wir darüber hinaus seit mehreren Jahren ein Overlay Management an.

Unser umfassendes Wissen über die Kapitalmärkte nutzen wir, um für unsere Anleger gute und stetige Anlageergebnisse bei kontrolliertem Risiko zu erzielen.

## ANSPRECHPARTNER



### **Olaf Tecklenburg**

Mitglied der Geschäftsführung

✉ [Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de](mailto:Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de)

☎ (+49) 69/29970-189



### **Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM**

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch &

Asset Management RentenFX

✉ [Jens.Bies@helaba-invest.de](mailto:Jens.Bies@helaba-invest.de)

☎ (+49) 69/29970-386

Copyright © 2023 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Dieses Dokument wurde von der Helaba Invest mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken für professionelle Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB bzw. professionelle Kunden gem. § 67 Abs. 2 WpHG und ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Dieses Dokument bildet insbesondere keine Offerte zum Kauf von Anteilen. Auf der Grundlage dieses Dokuments darf kein Kaufauftrag entgegengenommen werden. Ferner stellen die in diesem Dokument gemachten Angaben keine Anlageberatung dar.

Das vorliegende Dokument ist ohne die dazugehörigen mündlichen Erläuterungen nur von eingeschränkter Aussagekraft. Eine Garantie für die Aktualität und Vollständigkeit der Angaben wird nicht übernommen.

Die Vervielfältigung, Weitergabe oder Veröffentlichung der Unterlage oder auch nur in Teilen ist ohne ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Helaba Invest nicht gestattet.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklären Sie sich mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

