

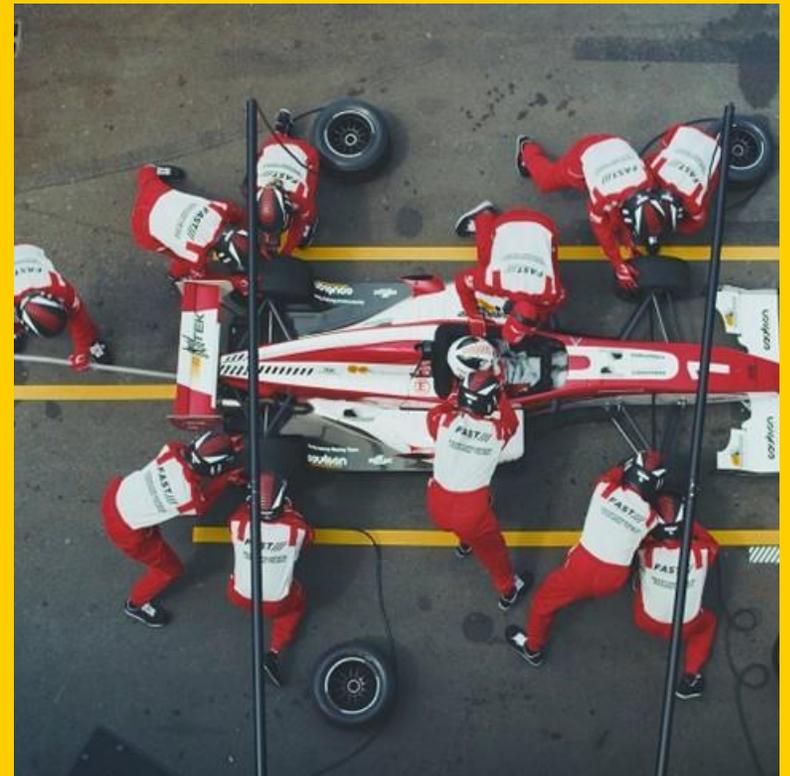
NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN  
KAPITALANLAGERISIKO

**BlackRock.**

# Globaler Ausblick 2024

**Das Steuer in die Hand nehmen:  
neue Anlagechancen nutzen**

BlackRock  
**Investment**  
Institute





**Lukas Daalder**  
Chief Investment Strategist for  
the Netherlands  
BlackRock Investment Institute



**Martin Lück**  
Chief Investment Strategist for Germany,  
Austria, Switzerland and Eastern Europe  
BlackRock Investment Institute



**Ann-Katrin Petersen**  
Senior Investment Strategist  
BlackRock Investment Institute



**Bruno Rovelli**  
Chief Investment Strategist for Italy  
BlackRock Investment Institute

**In Europa zeichnet sich ein neues Marktregime mit mehr Volatilität in der Wirtschaft und an den Kapitalmärkten ab, gekennzeichnet durch eine stagnierende Wirtschaft, schwankende Inflationsraten und eine straffere Geldpolitik. MegaForces nehmen Einfluss auf dieses neue Marktregime, das heißt einflussreiche strukturelle Kräfte wie schrumpfende Erwerbsbevölkerungen, die geopolitische Fragmentierung und der Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft, die unserer Meinung nach die Märkte jetzt und in Zukunft beeinflussen werden. Zusammen mit einer unsicheren Konjunkturlage dürfte das für eine anhaltend hohe Renditestreuung sorgen. Wir nehmen Gewinne bei unserer seit Jahren übergewichteten Position in Schweizer Staatsanleihen mit, bleiben bei europäischen Aktien vorerst vorsichtig und sehen Wertpotenzial bei europäischen Unternehmensanleihen.**

Für längere Zeit höhere Zinsen und größere Schwankungen prägen das neue Marktregime. Europas Wirtschaft erholt sich noch von der Pandemie, und die Gesamtinflation sinkt im Eiltempo in Richtung auf das Zwei-Prozent-Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB), da der Energiepreisschock des letzten Jahres nachlässt.

Aber es bleibt bei dem schwierigen Zielkonflikt für die Zentralbanken, denn um die Inflation zu senken, ist ein Abbremsen des Konjunkturmotors unerlässlich. Die schnellsten Zinserhöhungen in der Geschichte der EZB von 450 Basispunkten in etwas mehr als einem Jahr fordern bereits ihren Tribut in der Wirtschaft. Höhere Zinsen verteuern Kredite für Privatpersonen, Unternehmen und den Staat. Dennoch wird die EZB die Zügel wohl noch länger straff halten, um dem hartnäckigen Kostendruck entgegenzuwirken. Denn wegen der niedrigsten Arbeitslosigkeit seit Jahrzehnten und angespannter Arbeitsmärkte können Arbeitnehmer höhere Löhne durchsetzen.

Wir erwarten, dass die Gesamtinflation 2024 wegen schwacher Konjunktur und sinkender Energiepreise auf das Zwei-Prozent-Ziel der EZB oder sogar darunter fällt. Das könnte die Weichen für eine etwas lockerere Zinspolitik und eine leichte Wachstumsbelebung stellen. Faktoren, die das Wachstum bestimmen, dürften demnach sich erholende Realeinkommen einerseits und eine nicht mehr ganz so restriktive EZB-Politik wie in diesem Jahr sowie geringere Staatsausgaben andererseits sein.

Sich zu sehr auf einen normalen Konjunkturverlauf zu versteifen, halten wir angesichts des vorherrschenden Umfelds für zu kurzgegriffen. Die Zinsen und Kreditbedingungen dürften anders als in den letzten zehn Jahren auf hohem Niveau verharren bzw. angespannt bleiben, um die Inflation auf dem EZB-Ziel zu halten. Auf das neue Marktregime, in dem der Zentralbank die Hände deutlich stärker gebunden sind, haben sich die Finanzmärkte noch nicht wirklich eingestellt. Daher sind die Rahmenbedingungen der Schlüssel für einen *bewussten Umgang mit Makro-Risiken* – unserem ersten Thema.

Wir denken, dass die größere Makro-Volatilität mit einer höheren Renditestreuung auf der Titel-, Sektor- und Länderebene einhergehen wird. In Europa könnte diese weltweit zu beobachtende Tendenz stärker zum Tragen kommen, da die institutionelle Architektur noch nicht voll ausgebildet ist. Wegen dieser Entwicklungen ist Anlagekompetenz wieder gefragt, wie wir in unserem zweiten Thema – *Portfolioergebnisse aktiv ansteuern* – zeigen.

Einen Weg zu besseren Portfolioergebnissen zeigen wir in unserem dritten Thema – *MegaForces nutzen* – auf. In Europa werden sich zwei dieser Kräfte, der Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft und die Neuordnung globaler Lieferketten, aus unserer Sicht gegenseitig verstärken. Die Pandemie und der tragische Ukraine-Krieg waren ein Weckruf für Europa, sich um Energiesicherheit zu kümmern.

Beim Thema Energiesicherheit ist Europa ein großes Stück vorangekommen, etwa indem es sich neue Energiequellen erschlossen und zusätzliche Handelspartner ins Boot geholt hat. Auf längere Sicht denken wir, dass der Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft und der Infrastrukturausbau bei erneuerbaren Energien Fahrt aufnehmen und langfristig zu einem Wettbewerbsvorteil für die Region werden könnten. Mit ihrem Green Deal ergänzt die EU vorhandene Initiativen für den Übergang und schützt zudem die Wettbewerbsfähigkeit des Energiesektors. Für 2024 rechnen wir mit einem schwächeren nominalen BIP-Wachstum im Euroraum als 2023. Dagegen halten wir das vom Konsens für das kommende Jahr erwartete Gewinnwachstum von 6,4 % gegenüber 1,7 % in diesem Jahr für ziemlich hoch. Auch die Margen sehen wir unter Druck wegen höherer Finanzierungskosten und weil die Reallöhne, die 2022 und 2023 geschrumpft waren, 2024 steigen dürften. Bei europäischen Aktien bleiben wir insgesamt untergewichtet trotz attraktiver Bewertungen, favorisieren aber Qualitätsaktien. Wir erwarten große Unterschiede sowohl mit Blick auf die Titelauswahl als auch auf die Sektor-Performance, was kennzeichnend für das neue Marktregime ist und ein gezielteres Vorgehen erfordert. So halten wir etwa die Kapitalausstattung europäischer Finanzinstitute für sehr gut und ihre Bewertungen für attraktiv in einem Szenario mit strukturell hohen Zinsen. Wir gehen von schwächerem nominalen BIP-Wachstum und nicht weiter steigenden Zinsen in Europa aus, woraus

bessere Rahmenbedingungen für Anleihen als in den letzten zwei Jahren resultieren. Aus taktischer Sicht sind wir bei Staatsanleihen aus der Eurozone zuletzt aber von einer Über- zu einer neutralen Gewichtung übergegangen. Wir glauben nämlich, dass die Märkte die Bereitschaft der EZB zu Zinssenkungen in den nächsten zwölf Monaten überschätzen. Zudem beenden wir unsere jahrelange Übergewichtung von Schweizer Staatsanleihen nach der soliden Performance in diesem Jahr.

Bei Unternehmensanleihen sind wir geneigt, eher in Europa als in den USA ins Risiko zu gehen. Globale Investment-Grade-Anleihen gewichten wir insgesamt unter, halten aber an unserer Präferenz für Europa fest. Warum? Ihre Spreads schätzen wir im langjährigen Vergleich attraktiver ein. Ein positiver Faktor ist zudem der hohe Anteil von Finanztiteln in europäischen Indizes. Vielversprechend finden wir, dass europäische Banken bei der Verschärfung ihrer Kreditvergabestandards in den letzten zwei Quartalen einen Gang zurückgeschaltet haben. Uns gefallen zudem europäische Hochzinsanleihen, deren Qualität besser ist als die ihrer US-Pendants bei zugleich kürzerer Duration. Wir denken, dass ihre Spreads Anleger für das Risiko steigender Zahlungsausfälle angemessen entschädigen.

In dem oben beschriebenen schwierigeren Makro-Umfeld sehen wir eine Vielzahl von Anlagechancen in Europa und rund um den Globus. Wir hoffen, dass Ihnen unser globaler Ausblick dabei hilft, Ihre Anlageziele zu erreichen und wünschen Ihnen alles Gute für 2024.





**Philipp Hildebrand**

Vice Chairman –  
BlackRock



**Jean Boivin**

Head – BlackRock  
Investment Institute



**Wei Li**

Global Chief Investment Strategist –  
BlackRock Investment Institute



**Alex Brazier**

Deputy Head – BlackRock Investment  
Institute



**Christopher Kaminker**

Head of Sustainable Investment  
Research and Analytics – BlackRock  
Investment Institute



**Vivek Paul**

Global Head of Portfolio Research –  
BlackRock Investment Institute

## Inhalt

<b>Zusammenfassung</b>	<b>4</b>	<b>MegaForces</b>	<b>10-12</b>
<b>Die Ausgangslage</b>	<b>5-6</b>	Digitale Disruption	10
Auf den Kontext kommt es an	5	Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft	11
Strukturelle Veränderungen	6	Fragmentierte Welt	12
<b>Themen</b>	<b>7-9</b>	Fokus: Regionen	13
Bewusster Umgang mit Makro-Risiken	7	Fokus: Real Assets	14
Portfolioergebnisse aktiv ansteuern	8	Taktisches Handbuch	15
MegaForces nutzen	9	Einschätzungen auf einen Blick	16-17

**Das neue Marktregime mit mehr Volatilität in der Wirtschaft und an den Kapitalmärkten hat zu größerer Unsicherheit und Renditestreuung geführt. Wir sind daher überzeugt, dass ein aktiver Ansatz in der Verwaltung von Anlageportfolios bessere Ergebnisse hervorbringen wird. Das kommt einem Paradigmenwechsel gleich nach den statischen Allokationen, die während der Großen Mäßigung mit ihren stabilen Wachstums- und Inflationsraten gute Erträge geliefert hatten. Aber diese Phase ist unwiederbringlich vorbei. Wir glauben, dass es nun an der Zeit ist, das Steuer wieder in die Hand zu nehmen und die Anlagechancen zu ergreifen, die das neue Marktregime bietet.**

Höhere Zinsen und mehr Volatilität prägen das neue Marktregime, das sich erheblich von der Dekade unterscheidet, die auf die globale Finanzkrise folgte (siehe [Global Outlook 2022](#), BlackRock, in englischer Sprache). Ständig wachsende Produktionskapazitäten erlaubten es den Zentralbanken, die Wirtschaft zu stabilisieren und das Wachstum mit einer lockeren Geldpolitik anzukurbeln. Das hielt die Makro- und Marktvolatilität in Schach und heizte zugleich Bullenmärkte bei Aktien und Anleihen an. Statische Allokationen in den großen Anlageklassen lieferten Anlegern verlässliche Renditen – weshalb differenzierte Makro-Einblicke kaum zusätzlichen Nutzen brachten.

Heute ist aus unserer Sicht wegen allgegenwärtiger Produktionshemmnisse das Gegenteil der Fall. Als Folge der hohen Inflation stehen die Zentralbanken vor einem schwierigeren Spagat und können der schwächelnden Wirtschaft nicht wie sonst unter die Arme greifen. Hieraus resultiert ein größeres Spektrum an möglichen Entwicklungen und damit mehr Unsicherheit für Zentralbanken und Anleger. Wir glauben, dass die Versuchung groß ist, das neue Umfeld anhand der klassischen Konjunkturzyklustheorie zu erklären. Deshalb schwanken die Märkte zwischen der Hoffnung auf eine weiche Landung und der Angst vor einer Rezession. Das ist wohl zu kurz gegriffen, denn die Wirtschaft kommt nach der Pandemie zurück in normales Fahrwasser, wird aber von strukturellen Faktoren beeinflusst, darunter einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung, geopolitischer Fragmentierung und dem Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft. Wir denken, dass die daraus resultierende Diskrepanz zwischen dem

Narrativ des klassischen Konjunkturzyklus und der strukturellen Realität die Volatilität weiter anfach.

Hinter der auf den ersten Blick starken Konjunktur in den USA steht eine Wirtschaft, die sich nur langsam aus dem tiefen Pandemieloch befreit und einen schwachen Wachstumspfad eingeschlagen hat. Vor allem aber sind angesichts des aktuellen Umfelds unseres Erachtens weiterhin höhere Zinsen und strengere Kreditkonditionen zu erwarten, worauf sich die Finanzmärkte noch nicht wirklich eingestellt haben. Darum kreist unser erstes Thema um den Kontext: *Bewusster Umgang mit Makro-Risiken*.

Wir gehen davon aus, dass sich tiefe Einblicke in gesamtwirtschaftliche Fragen im neuen Regime wieder lohnen. Wegen höherer Volatilität und größeren Renditeunterschieden ist Anlageexpertise gefragt, wie wir in unserem zweiten Thema – *Portfolioergebnisse aktiv ansteuern* – zeigen. Hierzu sind ein dynamischer Ansatz bei Index- und Alpha-Strategien sowie ein selektives Vorgehen und das Erkennen von Fehlbewertungen zentral.

Einen Weg zu besseren Portfolioergebnissen erläutern wir mit unserem dritten Thema *MegaForces nutzen* (*BlackRock Website in englischer Sprache*). Dabei geht es um fünf strukturelle Kräfte, die unserer Meinung nach heute und in Zukunft die Renditen bestimmen werden. Unserer Meinung nach sind MegaForces inzwischen wichtige Portfolioebausteine.

Unser Fazit für 2024: Anleger müssen in der Vermögensanlage aktiver werden, denn die Zeit der Geldanlage per Autopilot ist vorbei. Nun müssen sie das Steuer wieder selbst in die Hand nehmen und dabei Portfoliorisiken ganz bewusst eingehen. Daher sind wir darauf eingestellt, im nächsten Jahr unsere Risikopositionen hochzufahren.

# Auf den Kontext kommt es an

Immer wieder keimte 2023 an den Märkten die Hoffnung auf, dass der US-Wirtschaft eine weiche Landung gelingt – oder die Inflation auf das Ziel der US-Notenbank von 2 % zurückgeht, ohne dass es zu einer Rezession kommt. Was war der Grund für diese Hoffnung?

Im Unterschied zu anderen großen Volkswirtschaften wuchs die Wirtschaft in den USA im dritten Quartal 2023 mit einer soliden Jahresrate von 4,9 %, derweil die Kerninflation stark zurückging. Zudem wurden seit Januar 2022 fast sieben Millionen neue Jobs geschaffen – ein phänomenaler Zuwachs verglichen mit einem typischen Aufschwung (siehe Grafik rechts oben).

Betrachtet man aber das größere Bild (siehe Grafik rechts unten), so wird deutlich, dass die Wirtschaft sich gerade erst aus dem tiefen Loch, das die Pandemie gerissen hat, befreit:

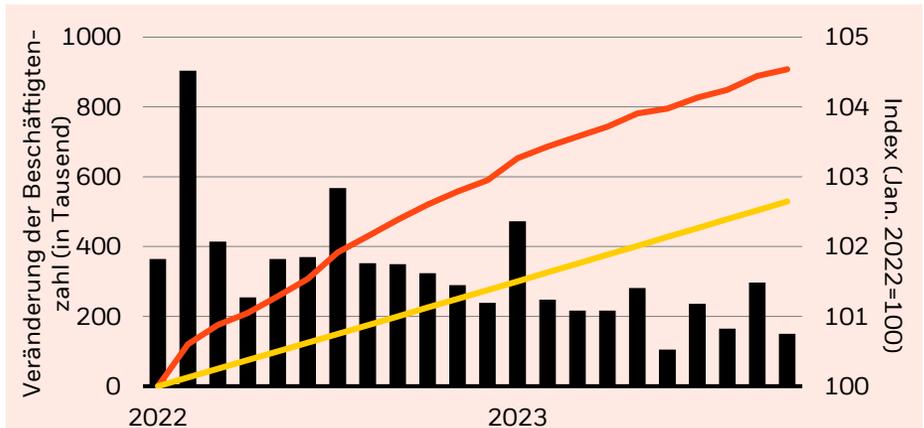
- In der Coronakrise gingen 22 Millionen Arbeitsplätze verloren. Das seitdem starke Beschäftigungswachstum schließt im Wesentlichen die entstandene Lücke. Immer noch liegt die Beschäftigung deutlich unter dem Niveau, das wir vor der Pandemie erwartet hätten.
- Ein Blick auf die Gesamtwirtschaft zeigt, dass die US-Wirtschaft seit der Pandemie im Schnitt mit einer Jahresrate von weniger als 1,8 % gewachsen ist. Das ist weit unter dem Trend, mit dem wir vor der Pandemie gerechnet hätten, und auch deutlich unter dem, was Markt und Fed erwartet hatten. Kein Grund zur Euphorie, also.
- Das Ergebnis ist ein mäßigeres Wachstum, eine historisch niedrige Arbeitslosigkeit und eine höhere Inflation.

Unser Fazit: Es hat sich etwas verändert – und zwar strukturell. Wir befinden uns auf einem schwächerem Wachstumspfad, auf den wir mit mehr Preisauftrieb, höheren Zinsen und einem deutlich größeren Schuldenberg eingeschwenkt sind. Was bedeutet das für Anleger? Wir denken, dass sie ihren Fokus darauf richten sollten, wie Wirtschaft und Märkte sich auf das neue Marktregime einstellen. Das Handbuch für den typischen Konjunkturverlauf könnte sie jedoch in die Irre führen.

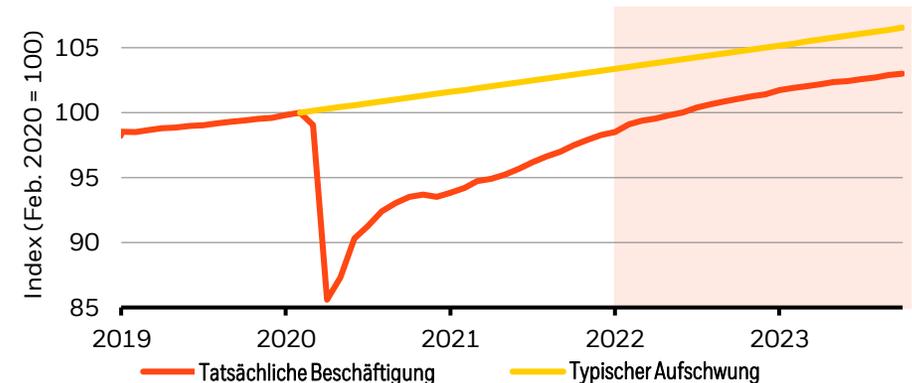
## Starke Beschäftigungszuwächse ...

US-Beschäftigungsentwicklung aktuell und in einem typischen Aufschwung, 2022-2023 und 2019-2023

■ Monatliche Veränderung  
— Kumulative Veränderung (rechte Skala)  
— Typisches Wachstum (rechte Skala)



## ... aber noch nicht ganz raus aus dem Pandemieloch



Quelle: BlackRock Investment Institute und U.S. Bureau of Labor Statistics mit Daten von Haver Analytics, Dezember 2023. Anmerkung: Die Grafiken zeigen die Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft in den USA. Die orangen Linien zeigen die tatsächliche Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft, umbasiert auf 100 an zwei verschiedenen Anfangsdaten: in der oberen Grafik per Januar 2022 und der unteren per Februar 2020. Die gelben Linien veranschaulichen das hypothetische Beschäftigungswachstum, das sich ergeben hätte, wenn die US-Wirtschaft weiterhin mit der durchschnittlichen Rate seit 1945 gewachsen wäre. Die schwarzen Balken in der oberen Grafik zeigen die tatsächliche monatliche Zunahme seit Januar 2022 (in Tausend).

# Strukturelle Veränderungen

Seit Monaten schwanken die Märkte zwischen der Hoffnung auf eine weiche Landung und der Angst vor weiter steigenden Zinsen, die in eine Rezession münden würden. Heftige Volatilität war die Folge (siehe Grafik rechts).

Aus unserer Sicht musste die US-Wirtschaft mit zwei großen Schocks zurechtkommen. Zum einen mit der Pandemie. Die in den letzten zwei Jahren neu geschaffenen Arbeitsplätze waren vor allem dem Wiederhochfahren der Wirtschaft nach den Shutdowns zu verdanken.

Eine Verschiebung bei den Verbraucherausgaben heizte die Inflation an, denn die Konsumentenwünsche und das, was die Wirtschaft produzieren konnte, driften auseinander. Dieses Missverhältnis löst sich nun auf und lässt die Teuerung wieder sinken (siehe „No take-off, no landing“, BlackRock, August 2023, in englischer Sprache).

Mit dem Nachlassen des Pandemieschocks treten die Auswirkungen des zweiten, eher strukturellen Schocks deutlicher zutage: Weil der Anteil der Ruheständler an der US-Bevölkerung wächst, herrscht zunehmend Mangel an Arbeitskräften (siehe „Demographic divergence“, BlackRock, 2023, in englischer Sprache).

Das ist auch der Grund für die rekordniedrige Arbeitslosigkeit trotz eines Wachstumstrends, der deutlich

unter dem Vor-Corona-Niveau liegt (siehe Seite 3).

Auch in Europa und China wächst die Erwerbsbevölkerung langsamer. Wir sehen darin eines von mehreren strukturellen Produktionshemmnissen, die es vielen Volkswirtschaften unmöglich machen, zu ihrem Wachstumstrend vor der Pandemie zurückzukehren, ohne die Teuerung erneut anzufachen.

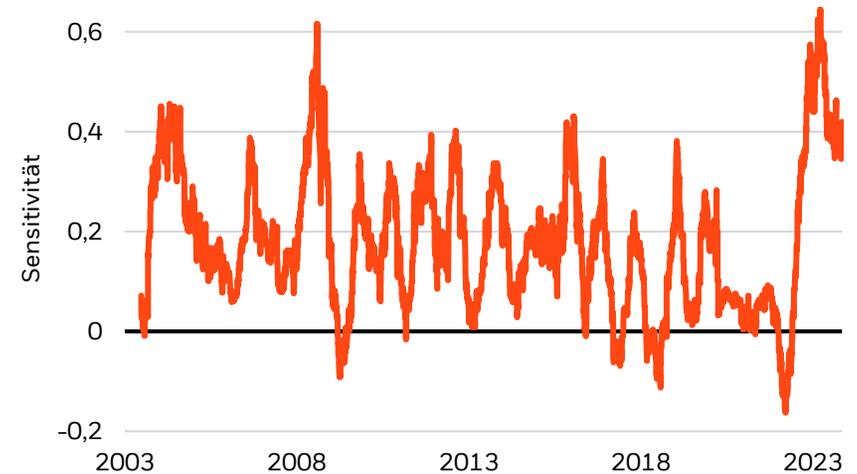
Hinzu kommen in einer fragmentierten Welt steigende Produktionskosten, die unseres Erachtens den Preisauftrieb in großen Volkswirtschaften längerfristig zusätzlich anheizen werden. Und dann wäre da noch der Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft, der für Preisdruck sorgt, weil das Energiesystem neu aufgestellt wird.

Die Zentralbanken stehen daher vor einem kniffligen Zielkonflikt. Wollen sie verhindern, dass die Inflation wieder steigt, müssen sie die Zügel straff halten. Wir gehen davon aus, dass sich die Leitzinsen deutlich über dem Vor-Corona-Niveau einpendeln und sich die Währungshüter schließlich mit einer höheren Inflation arrangieren werden bei zugleich massiven Staatsausgaben und Schulden.

Unser Fazit: Wir haben es mit einem Marktregime mit langsamerem Wachstum, stärkerer Inflation und höheren Zinsen zu tun – und das bedeutet mehr Volatilität.

## Renditeausschläge bei kurzfristigen Überraschungen

Sensitivität der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen gegenüber wirtschaftlichen Überraschungen. 2003-2023



**Was die Grafik zeigt:** Überraschende Daten sorgten für die stärksten, anhaltenden Renditeschwankungen bei zehnjährigen US-Staatsanleihen in den letzten zwei Jahrzehnten. Wir glauben, dass sich darin die größere Verunsicherung vieler Anleger widerspiegelt, die immer noch versuchen, die wirtschaftliche Entwicklung anhand eines typischen Konjunkturzyklus zu erklären.

Quelle: BlackRock Investment Institute mit Daten von LSEG Datastream, Dezember 2023.  
Anmerkung: Die Grafik zeigt, wie empfindlich die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen auf wirtschaftliche Überraschungen reagiert. Die Berechnung der Sensitivität erfolgte anhand einer Regressionsanalyse, um die Beziehung zwischen den Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen und dem Citi Economics Surprise Index über einen gleitenden Sechsmontatszeitraum zu schätzen. Die Sensitivität gibt an, wie eng die Entwicklung der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe mit den Schwankungen des Citi Economics Surprise Index korreliert. Angegeben ist das Verhältnis zu den Schwankungen des Surprise Index. Bei dieser Analyse handelt es sich lediglich um eine Schätzung der Beziehung zwischen der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe und wirtschaftlichen Überraschungen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

**Wollen die Zentralbanken ein Wiederanziehen der Inflation verhindern, müssen sie die Konjunktur unserer Ansicht nach weiter mit höheren Zinsen bremsen.**

# Bewusster Umgang mit Makro-Risiken

Wir haben es mit einem neuen Marktregime zu tun. Deshalb ist die Frage, ob eine Rezession kommt, zweitrangig. Für Anleger ist es aus unserer Sicht wenig zielführend, auf ein besseres Konjunkturmilieu zu warten. Vielmehr empfehlen wir ihnen, ihre Makro-Engagements zu neutralisieren oder diese ganz bewusst einzugehen – wenn sie davon wirklich überzeugt sind.

Wir sehen heute mehr Möglichkeiten, den Markt zu übertreffen, als während der stabileren Großen Mäßigung. Produktionshemmnisse sind allgegenwärtig. Die Zentralbanken stehen wegen der hohen Inflation vor einem schärferen Zielkonflikt und können der ins Stocken geratenen Wirtschaft nicht wie sonst unter die Arme greifen. Wir denken, dass deswegen die Einschätzungen am Markt stärker auseinanderklaffen werden.

So ist gemäß Daten des Finanzinformationsanbieters LSEG die Spanne bei den Analystenschätzungen zu den Gewinnen der S&P-500-Unternehmen heute größer als vor der Pandemie (siehe Grafik). Offenbar tun sich die Analysten mit dem Gewinnausblick derzeit schwerer. Fundierte Makro-Einblicke dürften daher wieder bessere Ergebnisse liefern.

Dennoch müssen Anleger unseres Erachtens die Risiken aus ihrer Makro-Positionierung im neuen Marktregime fest im Blick behalten.

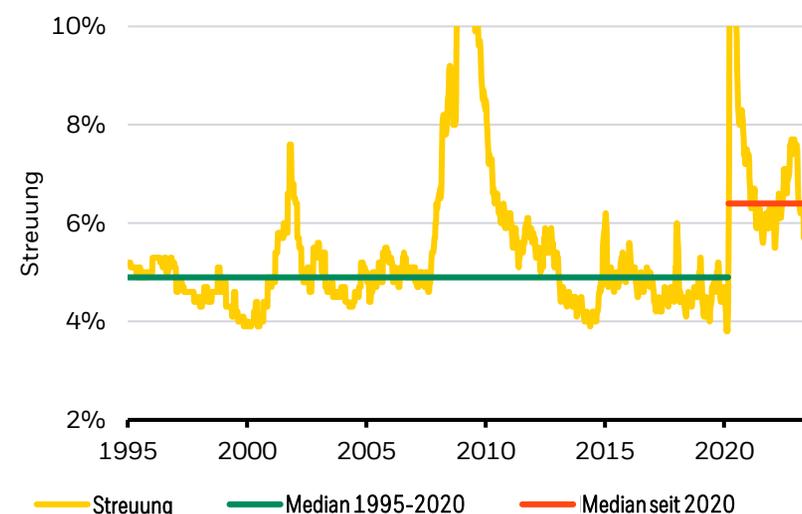
Zum einen passen sich die Märkte zwar langsam an die strukturell höheren Inflationsraten und Zinsen an – aber nicht überall im gleichen Tempo. So sind etwa die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen auf ein 16-Jahres-Hoch von rund 5% gestiegen – die Gewinnrenditen der meisten Industrieländeraktien dagegen kaum. Diese Anpassung ist unseres Erachtens von größerer Bedeutung als eine technische Rezession und mahnt uns bei breiten Engagements zur Vorsicht.

Zum anderen stellen das strukturell niedrigere Wachstum und die höheren Zinsen die USA aufgrund der ausufernden Staatsverschuldung vor ein Problem: Sollten die Kreditkosten wegen der höheren Renditen bei um die 5% verharren, könnte das Land in wenigen Jahren mehr für Zinszahlungen aufwenden als für die medizinische Versorgung seiner Bürger. Damit steigt die Gefahr einer dauerhaft höheren Inflation, da die Zentralbanken dem Preisaufruf weniger vehement Einhalt gebieten können als früher.

Wir erwarten zudem einen Anstieg der Laufzeitprämie, also der Mehrrendite, die Anleger für das Risiko des Haltens von Langläufern verlangen. Neben den von uns erwarteten volatileren Renditen veranlasst uns dies, kurzfristig an unserer neutralen Positionierung und langfristig an der Untergewichtung von US-Langläufern festzuhalten. Unsere größte strategische Übergewichtung besteht stattdessen bei inflationsgeschützten Anleihen.

## Auf das neue Marktregime einstellen

Streuung der Gewinnschätzungen von US-Aktienanalysten, 1995–2023



**Was die Grafik zeigt:** Während der Großen Mäßigung lagen die Schätzungen der Analysten zu den Unternehmensgewinnen deutlich näher beieinander, abgesehen von Phasen mit ausgeprägten Schocks. Heute ist die Bandbreite größer. Dies zeigt, dass Unternehmensgewinne in Zeiten mit höheren Inflationsraten und Zinsen schwieriger zu prognostizieren sind.

Quelle: BlackRock Investment Institute und LSEG Datastream, Dezember 2023.

Anmerkung: Die Grafik zeigt die Standardabweichungen der Gewinnschätzungen von Analysten für die S&P-Unternehmen. Die grüne Linie zeigt den Median von 1995 bis Ende Januar 2020, die orange Linie den Median seit Februar 2020.

**Die Makro-Aussichten sind unsicherer geworden. Engagements in Makro-Risiken können der Performance zu- oder abträglich sein. Wir denken daher, dass Anleger sie ganz bewusst eingehen sollten.**

# Portfolioergebnisse aktiv ansteuern

Mehr Volatilität und eine größere Renditestreuung sprechen unseres Erachtens für einen aktiven Ansatz bei der Portfolioverwaltung.

Strukturell höhere Leitzinsen dürften schließlich bei allen Vermögenswerten höhere Renditen zur Folge haben. Aber wir glauben, dass dies nicht bei allen bereits eingepreist ist. Zudem werden statische Allokationen in die großen Anlageklassen wohl kaum mehr die risikobereinigten Renditen liefern, wie sie während der Bullenmärkte bei Aktien und Anleihen zur Zeit der Großen Mäßigung üblich waren.

Alpha oder Renditen über der Benchmark werden im neuen Marktregime unseres Erachtens eine größere Rolle spielen. Zudem halten wir einen dynamischeren Portfolioansatz für sinnvoll, wenn Geldmarktinstrumente attraktive Renditen bieten.

Was wäre, wenn man die Renditen von US-Aktien präzise vorhersagen könnte? Häufigere Änderungen der Positionierung basierend auf dieser hypothetischen Fähigkeit hätten sich seit 2020 viel stärker ausgezahlt (siehe in der Grafik die grünen Balken) als in den vier Jahren davor (siehe orange Balken). Die Quintessenz? Seit 2020 wären fundierte Einblicke und eine darauf basierende zeitnahe Positionierung für Anleger lohnender gewesen als eine Buy-and-hold-Strategie.

Im neuen Marktregime könnten Anleger auch davon profitieren, gezielter zu investieren. Dazu ein Beispiel: Seit Mitte Juli 2023 übersteigen die Renditen kurzfristiger Staatsanleihen nach den Daten von LSEG die von Langläufern, da Anleger für das Eingehen langfristiger Zinsrisiken eine höhere Entschädigung verlangen. Und schließlich hat auch die Renditestreuung im neuen Marktregime zugenommen. Wir schließen daraus, dass die Titelauswahl wieder größeren Einfluss auf die Wertentwicklung hat. Wir sehen eine breite Palette an Instrumenten und Strategien, die dazu beitragen kann, besser als statische Portfolios abzuschneiden. So können Anleger Indexstrategien nutzen, um Kernallokationen aufzubauen, Alpha-Ideen umzusetzen und Risiken abzusichern.

Unser Fazit: Fundiertes Wissen von Anlageexperten dürfte Portfolios im neuen Marktumfeld einen Vorteil verschaffen.

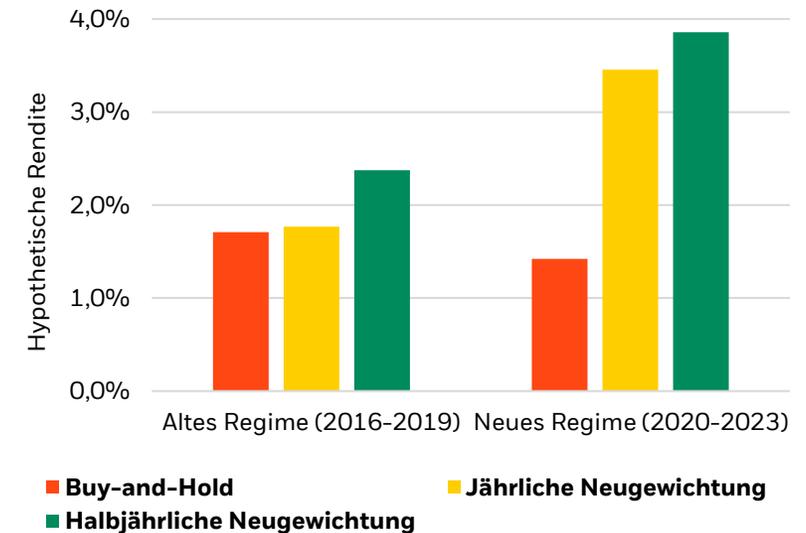
“ **MegaForces und das Makro-Umfeld hemmen uns nicht, sondern inspirieren uns bei der Suche nach Alpha.**“



**Raffaele Savi**  
Global Head of  
BlackRock  
Systematic

## Dynamischer werden

Hypothetische Auswirkungen von Neugewichtungen auf die Renditen von US-Aktien



**Was die Grafik zeigt:** Ein dynamischerer Anlageansatz hätte im neuen Marktregime eine Buy-and-hold-Strategie wahrscheinlich deutlicher übertroffen als vor der Pandemie.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Entwicklung. Bei den Renditeangaben für den Index wurden keine Gebühren berücksichtigt. Direktanlagen in einem Index sind nicht möglich. Quelle: BlackRock Investment Institute und MSCI mit Daten von Bloomberg, Dezember 2023. Anmerkung: Die Grafik zeigt die monatlichen US-Aktienrenditen gemessen am MSCI USA im alten und neuen Marktregime unter drei Szenarien: Beibehalten der Bestände (langfristig orientierte Strategie), jährliche Neugewichtung und halbjährliche Neugewichtung. Durch die Neugewichtung wird das Portfolio hinsichtlich Rendite, Diversifizierung und Risiko optimiert, wodurch die künftigen Renditen der unterschiedlichen Sektoren im MSCI USA Index gut antizipiert werden. Diese Analyse basiert auf historischen Renditen und wurde rückblickend durchgeführt. Zukünftige Renditen können davon und von den Renditen anderer Anlageklassen abweichen. Möglicherweise anfallende Transaktionskosten, die die Rendite schmälern können, wurden nicht berücksichtigt. Zudem beziehen sich die Daten nicht auf ein tatsächliches Portfolio und dienen nur zur Veranschaulichung.

**Wir denken, dass sich ein aktiver Portfolioansatz im neuen Marktregime auszahlt, während statische Allokationsstrategien wahrscheinlich nicht mehr so gut funktionieren werden wie früher.**

# MegaForces nutzen

Wir sehen in MegaForces\* eine weitere Option, um Portfolios zu steuern (siehe „Mega forces: An investment opportunity“, BlackRock, in englischer Sprache). Daher denken wir über Portfoliobausteine abseits der traditionellen Anlageklassen nach. Wir halten MegaForces für eigenständige Treiber der Unternehmensgewinne, die Anlegern unabhängig von Makro-Zyklen Anlagechancen bieten können.

Schon heute verändern diese Megakräfte die Märkte. Nehmen wir als Beispiele die **digitale Disruption** und die **Künstliche Intelligenz (KI)**. Wie die Grafik rechts veranschaulicht, haben US-Technologiewerte in diesem Jahr bislang den Markt hinter sich gelassen. Daran zeigt sich unserer Meinung nach, wie schnell die Märkte derart grundlegende Verschiebungen in ihren Ausblick einbeziehen.

Wir denken, dass Gewinner und Verlierer das KI-Technologieuniversum erweitern können. Berücksichtigen wir die MegaForce KI bei unseren taktischen Einschätzungen, kann dies dazu führen, dass wir uns bei Industrieländeraktien stärker engagieren und zu einer neutraleren Positionierung kommen – auch wenn der Makro-Ausblick hier nicht wirklich rosig ist (siehe Seite 8 und 14).

Dies ist nur ein Beispiel, an dem aber deutlich wird, warum wir denken, dass Anleger mit Hilfe von MegaForces bessere Ergebnisse erzielen können als mit einfachen, statischen Allokationen.

Die weitreichenden Auswirkungen der MegaForces schaffen neue Anlagechancen – was die Märkte mitunter nur zögerlich einpreisen.

Der Eigenkapitaldruck bei Banken ebnet den Weg für Privatkredite und Nicht-Banken, um die entstandene Lücke bei der Kreditvergabe zu füllen – das gehört zur **Zukunft des Finanzsektors** (siehe „The Future of Finance“, BlackRock, in englischer Sprache). Die mitunter illiquide Anlageklasse Private Credit ist jedoch nicht für jeden Anleger geeignet.

Die Bevölkerungsalterung in großen Volkswirtschaften wird deren Produktionsfähigkeit und Wachstum begrenzen – wobei das Ausmaß davon abhängt, wie gut sie sich an die **demografische Schere** anpassen.

Klimaresilienz entwickelt sich unserer Meinung nach zu einem neuen Anlagethema innerhalb des **Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft**. Je größer die Klimaschäden, desto höher die Nachfrage nach Lösungen, die helfen, uns auf Klimarisiken vorzubereiten, an sie anzupassen, ihnen standzuhalten und die entstandenen Schäden zu beseitigen (siehe Seite 9).

Und schließlich dürften die **geopolitische Fragmentierung und der wirtschaftliche Wettbewerb** zu deutlich höheren Investitionen in strategischen Sektoren wie Technologie, Energie und Verteidigung führen (siehe Seite 10).

\* Unter MegaForces verstehen wir einflussreiche strukturelle Kräfte, die unserer Meinung nach die Märkte jetzt und in Zukunft beeinflussen.

## MegaForces entfalten ihre Wirkung

Wertentwicklung des S&P-Tech-Sektors und des S&P 500 im Vergleich, seit 1. Januar 2023



**Was die Grafik zeigt:** Die Begeisterung vieler Anleger für KI und digitale Technologien macht den negativen Einfluss steigender Renditen wett. US-Technologieaktien übertreffen daher seit Anfang 2023 den Gesamtmarkt mit links.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse, und bei den Renditeangaben für den Index wurden keine Gebühren berücksichtigt. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich. Quelle: BlackRock Investment Institute mit Daten von LSEG Datastream, Dezember 2023. Anmerkung: Die Grafik zeigt die Gesamtrenditen seit Jahresbeginn in USD für den Technologiesektor im S&P 500 (orange Linie) und den S&P 500 Index (gelbe Linie).

**MegaForces haben erheblichen Einfluss auf das neue Marktregime sowie den langfristigen Wachstums- und Inflationsausblick. Verschiebungen in der Rentabilität sind die Folge. Wir sehen in ihnen heute und bis weit in die Zukunft eine wichtige Renditequelle.**

# KI: Revolution der Intelligenz

Fortschritte bei der Computerhardware und Innovationen im Bereich des Deep Learning brachten Ende 2022 den Wendepunkt in der KI. Wir denken, dass weitere Fortschritte einem Schneeballsystem gleich exponentiell Innovationen hervorbringen werden.

Aber Anlagemöglichkeiten in verschiedenen Regionen und Sektoren aufzuspüren ist kein leichtes Unterfangen. Der Tech-Stack (auf Deutsch: Technologie-Stapel) – also alle Technologien, die aufeinander aufbauen, um weitere Innovationen zu ermöglichen – könnte hier als Wegweiser dienen, um Anlagechancen zu finden (siehe Grafik).

Die beiden unteren Schichten (orange) umfassen die Cloud-Infrastruktur und Chips als grundlegende Bausteine. Die mittleren Schichten (gelb) beinhalten Modelle, Daten und Infrastruktur. Ganz oben (weiß) stehen Anwendungen, die sich die Innovation zunutze machen. Wir glauben, dass wir uns aktuell irgendwo zwischen der unteren und der mittleren Schicht befinden und dass der nächste Schritt uns zur obersten Schicht führen könnte. Wir sehen, dass die gesamte Technologiebranche – angeführt von wenigen Tech-Riesen – ihren Geschäftsfokus auf KI verlagert. Damit könnten wir an der Schwelle zu einer Revolution der Intelligenz stehen.

Ihre Auswirkungen werden wohl weit über Produktivitätssteigerungen hinausgehen, die aktuell im Fokus stehen. Unsere ersten Research-Ergebnisse zeigen, dass, wenn mehr Patente angemeldet werden, kurzfristig auch das Gewinnwachstum anzieht (siehe [„Digital disruption and AI“](#), BlackRock, in englischer Sprache). Wir stellen zudem fest, dass Investoren diesen Patenten einen wachsenden ökonomischen Wert zuschreiben. Aber nicht aus allen Patenten werden gewinnträchtige Unternehmungen, und welchen Wert eine Idee in der Zukunft hat, ist höchst ungewiss.

Das Thema KI gewichten wir bei Industrieländeraktien auf Sicht der kommenden sechs bis zwölf Monate über. Wir erwarten weiter resiliente Gewinne im Tech-Sektor, der 2024 ein zentraler Treiber des Gewinnwachstums von US-Unternehmen sein dürfte.

“

**Die KI ist ein zentraler Motor – für Gewinnwachstum und Produktivität gleichermaßen.“**



**Simona Paravani-Mellinghoff**  
Global CIO,  
BlackRock Multi-Asset Strategies & Solutions

## Der KI-Technologie-Stack

Für die Entwicklung von KI-Anwendungen erforderliche Technologie nach Einschätzung von BlackRock, Dezember 2023



**Was die Grafik zeigt:** Wir sehen Anlagemöglichkeiten, die sich mit dem technologischen Fortschritt im Tech-Stack nach oben bewegen – von den Hardwareherstellern über die digitale und Dateninfrastruktur bis hin zu den Anwendungen.

Quelle: BlackRock Investment Institute, Dezember 2023. Anmerkung: Die Grafik veranschaulicht, welche Technologien aus Sicht von BlackRock für die Entwicklung von KI-Anwendungen benötigt werden. Jede technologische Schicht baut auf der vorhergehenden auf und bildet somit die Grundlage für weitere Innovationen. Die Grafik dient nur zur Veranschaulichung und zu einem besseren Verständnis auf der Grundlage des heutigen Wissens. Mit der Weiterentwicklung des KI-Ökosystems können einzelne Kategorien durch neuere ersetzt werden. Die Bezugnahme auf einzelne Wertpapiere dient nur der Veranschaulichung und sollte nicht als Anlageberatung bzw. Kauf- oder Verkaufsempfehlung verstanden werden.

**Wir denken, dass der branchenübergreifende Wettlauf um die intelligentesten Maschinen einer Umwälzung gleichkommt, die der industriellen Revolution und der Informationsrevolution in nichts nachsteht.**

# In Klimaresilienz investieren

Der Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft ist eine der fünf MegaForces\*, die heute Einfluss auf die Märkte nehmen (siehe „Transition to a low-carbon economy“, BlackRock, in englischer Sprache). Wir haben das BlackRock Investment Institute Transition Scenario (BIITS) entwickelt, um Anlegern zu helfen, durch die Risiken und Chancen dieses Übergangs zu navigieren, wobei wir einen besonderen Fokus auf die Energiewende legen. Uns geht es dabei nicht nur um Anlagemöglichkeiten im Umfeld von erneuerbaren Energien. Auch traditionelle Energieunternehmen können den Markt hinter sich lassen – zumal wenn Angebot und Nachfrage nicht ineinandergreifen. Auch wenn die Energiewende meist für Schlagzeilen sorgt, sehen wir noch ein verwandtes Thema, das für Anleger wichtig werden dürfte: die Klimaresilienz. Darunter versteht man die Fähigkeit, sich auf Klimarisiken vorzubereiten, sich an sie anzupassen, ihnen zu trotzen und für den Wiederaufbau nach Klimakatastrophen gerüstet zu sein. Wir denken dabei etwa an Frühwarnsysteme für Flutkatastrophen, an Klimaanlageanlagen, mit denen sich Hitzewellen besser ertragen lassen, oder an die Nachrüstung von Gebäuden zum Schutz vor Extremwetterlagen. Da in den nächsten Jahren die Klimaschäden weiter zunehmen dürften (siehe „IPCC Sixth Assessment Report“, 2021) wird viel Kapital benötigt, um „wetterfester“ zu werden.

Und was ist zum Umfang der Klimaschäden zu sagen? Die Auswirkungen auf unsere Gesundheit und unser Wohlbefinden lassen sich kaum beziffern. Und auch der quantifizierbare wirtschaftliche Schaden wächst rasant (siehe Grafik). Schon jetzt steigt die Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen für mehr Klimaresilienz. Die Märkte unterschätzen womöglich, dass sich hier langsam, aber sicher ein großes Anlagethema herauskristallisieren könnte.

In einem kürzlich veröffentlichten Bericht („Climate resilience“, BlackRock, in englischer Sprache) haben wir dieses Thema in drei Unterthemen aufgeteilt: Bewertung und Quantifizierung des Klimarisikos, Klimarisikomanagement und Wiederaufbau der physischen Infrastruktur. Diese Systematisierung hilft uns, Anlagechancen in unterschiedlichen Sektoren, wie Industrie und Technologie, sowie in sämtlichen Anlageklassen zu identifizieren.

“**Wir sehen Anlagechancen bei Klimaresilienzlösungen, die Schutz vor Überschwemmungen, Bränden und Dürre bieten.**“

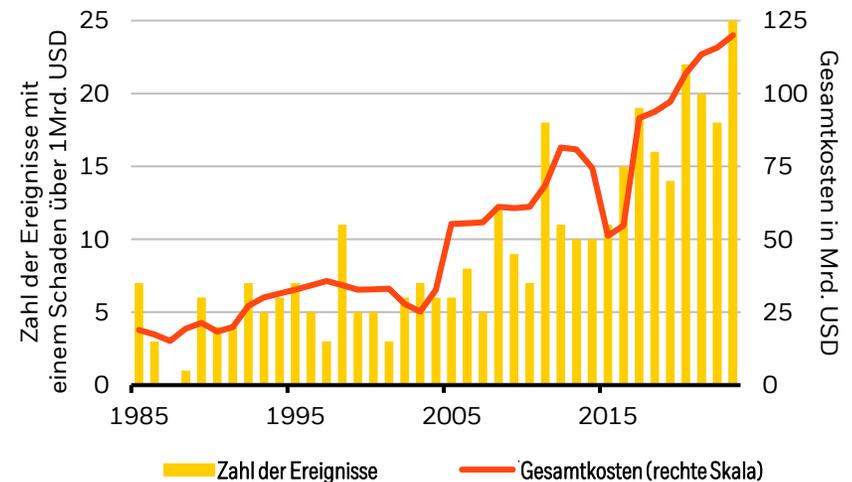


**Olivia Markham**  
Portfolio Manager,  
Thematic and Sectors,  
BlackRock  
Fundamental Equity

\* Unter MegaForces verstehen wir einflussreiche strukturelle Kräfte, die unserer Meinung nach die Märkte jetzt und in Zukunft beeinflussen.

## Klimaschäden nehmen zu

Klimaereignisse in den USA mit inflationsbereinigten Schäden von mindestens 1 Mrd. USD, 1985-2023



**Was die Grafik zeigt:** Klimaereignisse mit Schäden von über einer Milliarde US-Dollar nehmen seit etwa 1990 stetig zu. Bis Ende September 2023 gab es bereits eine Rekordzahl an Klimaereignissen in den USA.

Quellen: NOAA National Centers for Environmental Information (NCEI), „U.S. Billion-Dollar Weather and Climate Disasters (2023)“, Dezember 2023. Anmerkung: Die gelben Balken zeigen die Zahl der Klimaereignisse mit Schäden über 1 Mrd. USD. Berücksichtigt wurden Dürren, Überschwemmungen, schwere Stürme, Wirbelstürme, Waldbrände, Winterstürme und Frostschäden. Die orange Linie zeigt die Gesamtkosten als gleitenden Zehnjahresdurchschnitt. Die Daten sind inflationsbereinigt in US-Dollar per 2022 angegeben. Alle Angaben in USD.

**Die Märkte unterschätzen aus unserer Sicht womöglich, dass Klimaresilienz mit der Zeit zu einem großen Anlagethema werden könnte.**

# Fragmentierung nimmt Fahrt auf

Aktuell jagt eine Krise die andere, was unserer Ansicht nach die Deglobalisierung beschleunigt hat und das Entstehen konkurrierender geopolitischer und wirtschaftlicher Blöcke begünstigt. Unser geopolitischer Risikoindikator ([Link zur Website in englischer Sprache](#)) ist erhöht (siehe Grafik), was darauf hindeutet, dass die Märkte diesen Risiken heute mehr Aufmerksamkeit schenken als früher.

Sollten Anleger deshalb den Rückzug antreten und näher an ihrem Heimatmarkt investieren? Wir denken nicht, dass das sinnvoll wäre. Das neue Mantra, das Resilienz vor wirtschaftlicher Effizienz stellt, mag höhere Kosten bedeuten – eröffnet aber auch Chancen. Länder wie Vietnam und Mexiko könnten aus unserer Sicht von der Diversifizierung von Lieferketten profitieren. Interessante Anlagechancen sehen wir auch in den Golfstaaten, in Indien und Brasilien. Sie unterhalten enge Beziehungen zu mehreren Blöcken und verfügen über wertvolle Ressourcen und Rohstoffe für zahlreiche Lieferketten.

In dieser wettbewerbsintensiveren Welt erwarten wir einen massiven Anstieg der Investitionen in strategischen Sektoren wie Technologie, Energie, Verteidigung und Infrastruktur. Anlagechancen sehen wir auch bei Firmen, die dazu beitragen, Cybersicherheitsrisiken zu managen und zu reduzieren.

Der Konflikt im Nahen Osten, der Krieg zwischen Russland und der Ukraine, der strukturelle Wettbewerb zwischen den USA und China: All das verstärkt die geopolitischen Risiken. Seit Jahrzehnten gab es laut den Vereinten Nationen weltweit nicht mehr so viele Krisen wie heute. Und dann stehen 2024 noch so viele wichtige Wahlen an wie nie zuvor, bei denen über die Hälfte der Weltbevölkerung zum Urnengang aufgerufen wird. Für besonders wichtig halten wir die Wahlen in den USA und Taiwan.

Mit dieser neuen Weltordnung zurechtzukommen heißt für uns nicht unbedingt, Risiken zu meiden oder sich für bestimmte Ereignisse zu positionieren. Vielmehr geht es unserer Ansicht nach darum, Gesamtportfoliostrategien zu entwickeln, mit denen sich Chancen nutzen und Risiken mindern lassen.

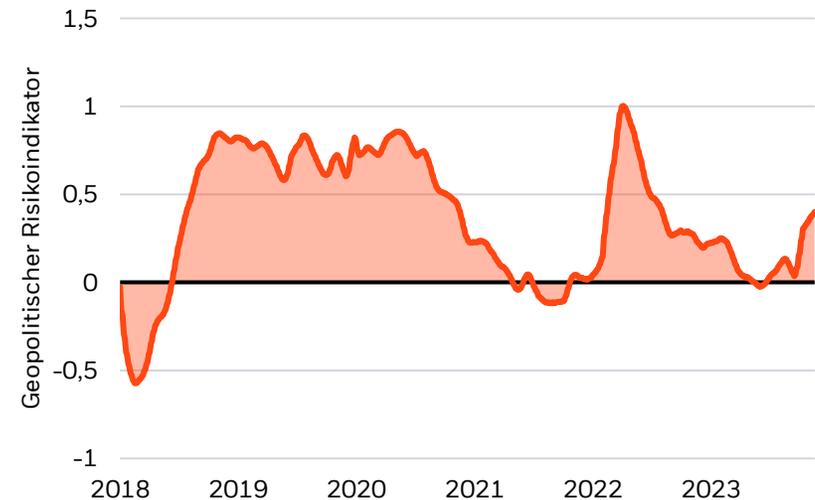
**“ Immer neue Schocks verändern die Weltordnung grundlegend und dauerhaft. “**



**Tom Donilon**  
Chairman, BlackRock  
Investment Institute

## Stärker im Fokus

Geopolitischer Risikoindikator von BlackRock, 2018-2023



**Was die Grafik zeigt:** Die Aufmerksamkeit der Märkte für geopolitische Themen hat laut unserem BlackRock Geopolitical Risk Indicator in diesem Jahr ihren Höhepunkt erreicht.

Quelle: BlackRock Investment Institute. Dezember 2023. Der BlackRock Geopolitical Risk Indicator (BGRI) verfolgt, wie häufig bestimmte geopolitische Risiken in Maklerberichten (über LSEG) und Finanznachrichten (Dow Jones News) erwähnt werden. Wir berücksichtigen, ob die Stimmung in den Texten positiv oder negativ ist, und vergeben dann eine Punktzahl. Diese spiegelt den Grad der Marktaufmerksamkeit für jedes Risiko im Vergleich zu den vergangenen fünf Jahren wider. Wir gewichten Maklerberichte stärker als andere Medienquellen, da wir die Aufmerksamkeit des Marktes für ein bestimmtes Risiko messen wollen, nicht die der Öffentlichkeit.

**Die Neuordnung der Wirtschaftsbeziehungen entlang geopolitischer Linien wird Fahrt aufnehmen. Wir konzentrieren uns auf die Anlagechancen, die damit einhergehen.**

# Über den Tellerrand

Wir beobachten eine größere Renditestreuung an den globalen Märkten. Daraus ergeben sich interessante Möglichkeiten für Anleger, die über ihren Heimatmarkt hinausblicken. In den einzelnen Anlageregionen und -ländern gehen wir selektiv vor: Wir analysieren die Bewertungen, die Gewinnaussichten und was die Märkte bereits eingepreist haben.

Nehmen wir als Beispiel Japan, für das 2023 aus unserer Sicht ein Wendepunkt war (siehe „Asia Insights“, BlackRock, in englischer Sprache). Zweimal stufen wir das Land im Jahresverlauf höher wegen attraktiver Bewertungen und Gewinne, aber auch, weil die Reformen zur Stärkung von Aktionärsrechten inzwischen greifen. Japan bleibt unter den Industrieländern unsere überzeugendste Anlageregion. Das Interesse der Anleger ist geweckt und erklärt einen Teil der Kursgewinne japanischer Aktien in diesem Jahr.

Unter der Oberfläche vollzieht sich jedoch eine differenziertere Entwicklung. Aus der Grafik geht die bessere Kursentwicklung von Firmen mit den niedrigsten Kurs-Buchwert-Verhältnissen in diesem Jahr hervor. Anleger wollen sich offenbar frühzeitig bei Unternehmen in Stellung bringen, bei denen sie mit wertsteigernden Maßnahmen rechnen. Immer noch sind die Bewertungen nach unserer Analyse insgesamt attraktiv. Ein Risiko geht aber vom möglichen Straffen der Zinszügel aus, weshalb wir Aktienengagements ohne Währungsabsicherung vorziehen.

Wir bevorzugen weiterhin Schwellenländeranlagen gegenüber Anlagen in Industrieländern (siehe „Weekly Commentary“, BlackRock, in englischer Sprache). Aber die Schwellenländer sind nicht vom globalen Wachstum abgekoppelt, weshalb auch hier ein selektives Vorgehen zentral ist.

Mithilfe der MegaForces\* könnte sich eine Fülle von Anlagechancen bei Schwellenländeraktien bieten. Indiens digitales Zahlungssystem verheißt dem Finanzsektor des Landes eine rosige Zukunft. Es könnte, so glauben wir, die Weichen für einen Kreditboom stellen, denn die Banken passen ihre Kreditvergabe entsprechend an. Für Lateinamerika sehen wir sehr gute Möglichkeiten rund um den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft. Zumal für Länder mit umfangreichen Vorkommen wichtiger Rohstoffe wie Kupfer und Lithium. Und Länder wie Mexiko könnten davon profitieren, dass US-Unternehmen Betriebs- und Produktionsstätten wieder näher an ihren Heimatmarkt zurückverlagern.

“**Japan und Indien gehören zu den Nutznießern der Deglobalisierung.**“

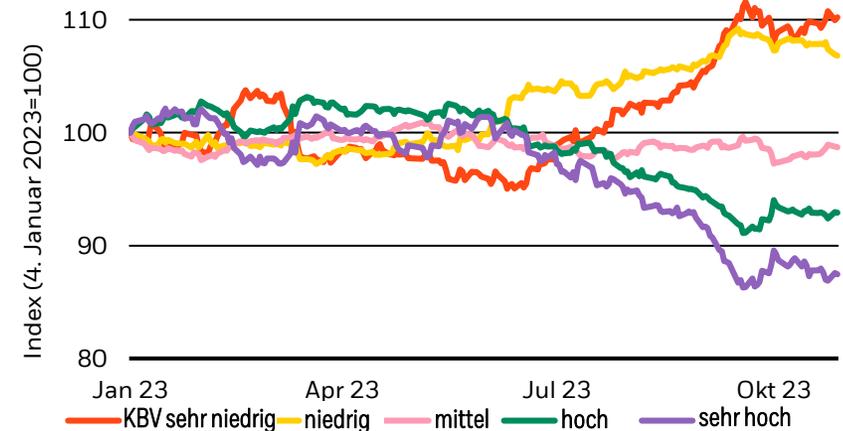


**Belinda Boa**  
CIO of Emerging  
Markets, BlackRock  
Fundamental Equity

\*Unter MegaForces verstehen wir einflussreiche strukturelle Kräfte, die unserer Meinung nach die Märkte jetzt und in Zukunft beeinflussen.

## Reformen greifen

Relative Performance japanischer Aktien nach Kurs-Buchwert-Verhältnis, 2023



**Was die Grafik zeigt:** Aktien japanischer Unternehmen mit niedrigem Kurs-Buchwert-Verhältnis haben sich überdurchschnittlich entwickelt, da Anleger davon ausgehen, dass diese Unternehmen ihre Maßnahmen zur Steigerung des Shareholder Value verstärken.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse. Quelle: BlackRock Investment Institute mit Daten von QUICK und Daiwa. Dezember 2023. Anmerkung: Die Grafik zeigt die Performance der TOPIX-Unternehmen seit Jahresbeginn, die anhand ihres Kurs-Buchwert-Verhältnisses (KBV) in fünf Gruppen eingeteilt wurden. Dazu wurden die Titel in aufsteigender Reihenfolge nach ihrem KBV geordnet, wobei sichergestellt wurde, dass jede der fünf Gruppen in Bezug auf die Marktkapitalisierung des TOPIX einen gleich großen Anteil repräsentiert. Die Gruppe „Sehr niedrig“ umfasst beispielsweise die Unternehmen mit dem niedrigsten Kurs-Buchwert-Verhältnis. Die Gruppen wurden monatlich neu gewichtet.

**Ein selektives Vorgehen in den einzelnen Anlageregionen ist eine wichtige Komponente unseres Handbuchs, mit dem wir im neuen Marktregime Renditen über der Benchmark ansteuern.**

# Chancen bei Immobilien

Wir gehen von langfristig höherem Preisauftrieb aus und erwarten, dass Immobilien und Infrastruktur in strategischen Portfolios eine wichtige Rolle spielen werden. Der Grund? Einige Real Assets bzw. deren Cashflows sind an die Inflation gekoppelt, so etwa die Immobilienpreise oder Mieten.

Aber auch hier spielt die gesamtwirtschaftliche Entwicklung eine Rolle. Niedrige Zinsen, die zuvor der Rendite zugutekamen, sind strukturell höheren Finanzierungskosten gewichen. Aber wie viel davon ist bereits eingepreist? Wir hatten erwartet, dass sich in den Bewertungen von Core-Immobilien steigende Zinsen und höhere Renditen niederschlagen würden. Daher waren wir im Juni 2022 zu einer vorsichtigen Haltung bei dieser Anlageklasse übergegangen.

Inzwischen haben die Bewertungen zwar reagiert – aber wir sehen noch Spielraum für weitere Anpassungen. Die Kapitalisierungsrate oder Cap-Rate, also die Anfangsrendite einer Immobilie, die sich aus den Mieteinnahmen in Relation zum Kaufpreis ergibt, ist die geläufigste Bewertungskennzahl bei Immobilien. Als die Zinsen und Renditen stiegen, erwarteten wir, dass auch die Cap-Rate bei privaten und börsengehandelten Immobilien steigen würde.

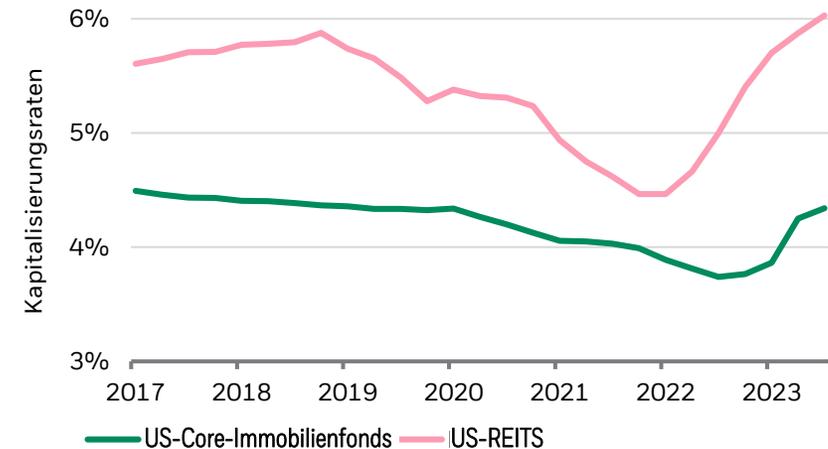
Tatsächlich aber haben sich die Cap-Rates von Core-Immobilienfonds in den USA nicht so stark verändert wie die von börsennotierten REITs (siehe Grafik). Dies zeigt aus unserer Sicht, dass die öffentlichen Märkte das neue Umfeld besser widerspiegeln.

Cap-Rates für ganze Immobilienbereiche sind nur bedingt aussagekräftig angesichts der großen Streuung zwischen Ländern, Sektoren und Strategien. Zudem macht die Beschaffenheit der zugrunde liegenden Vermögenswerte sie unterschiedlich attraktiv. US-REITs investieren in eine größere Bandbreite von Immobilien als Immobilienfonds und etwa auch in Rechenzentren und Immobilien im Gesundheitssektor. Einige REITs könnten also bei einem Abschwung widerstandsfähiger sein. Es ist also zentral, in Zeiten mit hoher Inflation nicht einfach irgendwelche Immobilienanlagen zu kaufen.

Unser Fazit: In den Preisen einiger öffentlich gehandelter Immobilien schlagen sich die höheren Zinsen stärker nieder als in denen einiger privater Immobilien. Um die Chancen zu nutzen, braucht es unserer Ansicht nach eine sorgfältige Auswahl, verlässliche Informationen darüber, was eingepreist ist, und die Flexibilität, schnell und differenziert umschichten zu können.

## Börsennotierte Immobilienwerte haben bereits reagiert

Kapitalisierungsraten von Immobilien, 2017-2023



**Was die Grafik zeigt:** Die Bewertungen von börsennotierten Real Estate Investment Trusts (REITs) haben schneller und stärker auf die gestiegenen Zinsen reagiert als die von privaten Immobilien. Das macht REITs aus unserer Sicht attraktiver.

Quelle: BlackRock Investment Institute, NCREIF und Greenstreet, Dezember 2023.

Anmerkung: Die Grafik zeigt die Entwicklung der Cap-Rates (grüne Linie) und von REITs (rosa Linie). Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

**Die Bewertungen von Immobilien haben unterschiedlich auf das neue Marktregime reagiert. Länger höhere Zinsen dürften Real Assets in strategischen Portfolios langfristig zugutekommen.**

# Hinter die Kulissen blicken

## Unser taktischer Allokationsansatz kurz erklärt

Breit gefasste, statische Anlagelösungen werden unserer Ansicht nach im neuen Marktregime nicht mehr die Renditen liefern wie früher. Wir denken, dass es heute ein gezieltes Vorgehen und Flexibilität braucht. Daher nehmen wir in unser Anlagehandbuch Alpha-Strategien auf.

### Breite Vermögensallokation

Wir beginnen damit, dass wir die Allokationen gemäß unserem Makro-Ausblick für die kommenden sechs bis zwölf Monate festlegen und dabei berücksichtigen, was der Markt eingepreist hat. Anschließend setzen wir unsere Einschätzungen über breit gefächerte Engagements in den Anlageklassen um.

Das neue Marktregime ist geprägt von höherer Makro- und Marktvolatilität. Wir glauben nicht, dass die großen Anlageklassen noch die gleichen Renditen wie zu der Zeit liefern werden, als die Zentralbanken ihre Geldpolitik lockerten und damit Bullenmärkte bei Aktien und Anleihen gleichermaßen begünstigten.

#### Praktische Umsetzung

- Wir bleiben bei Industrieländeraktien untergewichtet.
- Wir halten an der Übergewichtung kurzfristiger Anleihen fest.
- Wir gewichten Unternehmensanleihen mit hohem Rating weiter unter.

### Alpha und gezieltes Vorgehen

Im nächsten Schritt bewerten wir Engagements außerhalb der Makro-Allokationen, die wir als makro-neutral bezeichnen. Dies kann alpha-orientierte und differenzierte Einschätzungen zu Sektoren und Ländern einschließen.

Wir sehen Alpha-Chancen für potenzielle Renditen, wo breite Anlageklassen oder Makro-Renditen weniger attraktiv sind. Wegen der Unsicherheit im neuen Marktregime könnte es sich unserer Ansicht nach lohnen, beim Makro-Umfeld genauer hinzuschauen. Zudem legen wir unsere Vorlieben für bestimmte Anlageregionen, Sektoren oder Branchen fest und identifizieren Anlagechancen, um Renditen jenseits der Benchmark zu erzielen.

#### Praktische Umsetzung

- Wir sehen Alpha-Potenzial bei Industrieländer- und Schwellenländeraktien.
- Für ein gezieltes Vorgehen finden wir Sektoren wie Technologie und Finanzen attraktiv.

### MegaForces nutzen

Zu guter Letzt beziehen wir die Auswirkungen von mächtigen strukturellen Kräften mit ein, die über das Makro-Umfeld hinausgehen. Wir sind davon überzeugt, dass viele dieser MegaForces\* bereits heute für Renditen und Unternehmensgewinne relevant sind – und zwar anlageklassenübergreifend.

\* Unter MegaForces verstehen wir einflussreiche strukturelle Kräfte, die unserer Meinung nach die Märkte jetzt und in Zukunft beeinflussen.

#### Praktische Umsetzung

- Wir bleiben im Thema Künstliche Intelligenz in Industrieländern übergewichtet.

Diese Informationen sind eine Einschätzung des Marktumfelds zu einem bestimmten Zeitpunkt und weder als Prognose zukünftiger Ereignisse noch als Garantie zukünftiger Ergebnisse zu verstehen. Sie sollten vom Leser nicht als Research- oder Anlageberatung in Bezug auf einen bestimmten Fonds, eine bestimmte Strategie oder ein Wertpapier herangezogen werden. Bei den Angaben zu Alpha wurden keine Gebühren berücksichtigt. Quelle: BlackRock Investment Institute, Dezember 2023.

# Dynamisch und flexibel

Wir sind der festen Überzeugung, dass Anleger ihre Portfolios im neuen Marktregime dynamischer gestalten müssen. Der bisherige statische Anlageansatz wird keine so hohen Renditen wie in den letzten Jahren mehr liefern.

Wir haben die Darstellung unserer taktischen und strategischen Einschätzungen aktualisiert, um die Bereiche hervorzuheben, von denen wir in beiden Zeithorizonten am stärksten überzeugt sind. Davon unabhängig legen wir den Schwerpunkt darauf, flexibel zu bleiben und gezielt vorzugehen. Ferner erläutern wir, wie wir unsere Makro-Einschätzungen auf der Ebene der Anlageklassen umsetzen, um potenzielle Renditechancen außerhalb dieser breiten Engagements zu nutzen.

Für taktische, also kurzfristige Engagements gewichten wir weiterhin aufgrund unseres Makro-Ausblicks Aktien aus Industrieländern unter, für die wir von stagnierendem Wachstum bei anhaltender Inflation ausgehen. Die Zentralbanken dürften daher länger an den hohen Leitzinsen festhalten. Gleichzeitig finden wir bei Industrieländeraktien größere Alpha-Chancen. Unter Berücksichtigung des KI-Themas und des Alpha-Faktors gewichten wir US-Aktien neutraler (siehe Beispiel rechts). Wie auf Seite 11 dargelegt, schätzen wir Anlagen in Japan weiterhin positiv ein und bevorzugen aus der Gruppe der Industrieländeraktien nach wie vor solche mit Bezug zum KI-Thema.

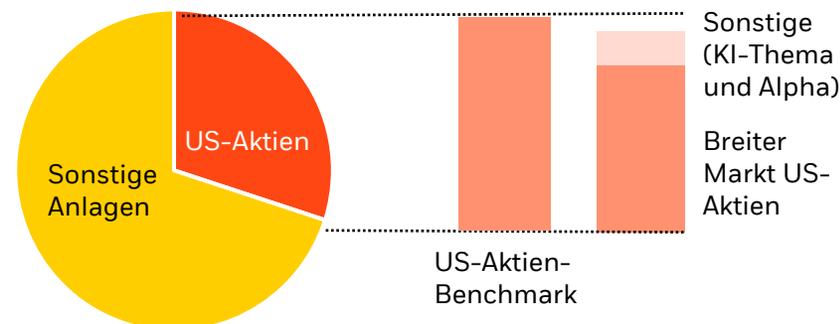
Strategisch geht es mehr um laufende Erträge. Aus unserer Inflationsprognose resultiert unverändert eine maximale Übergewichtung inflationsgeschützter Anleihen. Nach wie vor mögen wir Ertragsanlagen an Privatmärkten. Bei Staatsanleihen aus Industrieländern favorisieren wir wie gehabt solche mit kurzer und mittlerer Laufzeit.

## Wie wir uns positionieren

Unsere stärksten taktischen (6-12 Monate) und strategischen (langfristigen) Anlageüberzeugungen, Dez. 2023

Taktisch	Begründung
Industrieländeraktien	• Unser Makro-Ausblick veranlasst uns, untergewichtet zu bleiben, aber das KI-Thema und das Alpha-Potenzial bringen uns näher an eine neutrale Einschätzung (s. u.).
Erträge bei Anleihen	• Das Ertragspolster, das Anleihen bieten, ist angesichts gestiegener Zinsen in allen Segmenten dicker geworden. Wir bevorzugen Kurzläufer und haben langlaufende US-Treasuries neutral gewichtet, da die Renditen sowohl steigen als auch fallen können.
Regional gezielt	• Wir bevorzugen ein selektives Vorgehen in den Anlageregionen (siehe Seite 11) und präferieren bei Industrieländeraktien japanische Papiere. Von den Schwellenländern gefallen uns Indien und Mexiko als Nutznießer von MegaForces* ungeachtet ihrer scheinbar hohen relativen Bewertungen.
Strategisch	Begründung
Private Credit	• Da sich Banken weiter aus dem Kreditgeschäft zurückziehen, erwarten wir Zuwächse im Bereich Private Credit, wo attraktive Renditen im Verhältnis zum Kreditrisiko locken.
Inflationsgeschützte Anleihen	• Wir erwarten, dass die Inflation im neuen Marktregime näher bei 3 % als beim 2 %-Ziel der Zentralbanken verharren wird. Dies ist eine unserer stärksten langfristigen Anlageüberzeugungen.
Anleihen mit kurzer und mittlerer Laufzeit	• Wir ziehen Anleihen mit kurzer Laufzeit Langläufern vor. Gründe sind der unsichere Ausblick für die Inflation und ihre stärkeren Schwankungen, die höhere Volatilität an den Anleihemärkten und die geringere Nachfrage der Anleger.

### Beispiel: MegaForce-Bewertung in die Einschätzung zu US-Aktien einbeziehen



**US-Aktien haben wir insgesamt zwar untergewichtet, aber das KI-Thema bringt uns näher an eine neutrale Gewichtung.**

Anmerkung: Die dargelegten Einschätzungen erfolgen aus der Perspektive eines US-Dollar-Anlegers per Dezember 2023. Dies ist eine Einschätzung des Marktumfelds zu einem bestimmten Zeitpunkt und ist weder als Prognose zukünftiger Ereignisse noch als Garantie zukünftiger Ergebnisse zu verstehen. Diese Informationen sollten vom Leser nicht als Research- oder Anlageberatung in Bezug auf einen bestimmten Fonds, eine bestimmte Strategie oder ein Wertpapier herangezogen werden. \*Unter MegaForces verstehen wir einflussreiche strukturelle Kräfte, die unserer Meinung nach die Märkte jetzt und in Zukunft beeinflussen.

# Taktische Einschätzungen auf einen Blick

Taktische Einschätzungen für sechs bis zwölf Monate zu ausgewählten Vermögenswerten und großen globalen Anlageklassen sowie unsere Positionierung im Dezember 2023.

Bei unserem Ansatz legen wir zunächst die Allokationen anhand unseres Makro-Ausblicks und dem, was bereits eingepreist ist, fest, wie die Tabelle unten zeigt. Alpha-Chancen, d. h. mögliche Renditen über der Benchmark, bleiben außen vor. Das neue Marktregime eignet sich unseres Erachtens nicht für statische Allokationen in den großen Anlageklassen, sondern schafft vielmehr Raum zum Generieren von Alpha. So waren die Alpha-Chancen an den hocheffizienten Aktienmärkten der Industrieländer in den letzten Jahren dünn gesät. Wegen der höheren Volatilität und Makro-Unsicherheit sowie den größeren Renditeunterschieden hat sich das aus unserer Sicht nun aber geändert. Im neuen Marktumfeld werden unserer Meinung nach fundierte Einblicke und Erfahrung wieder belohnt.

Aktien	Ein-schätzung	Kommentar
USA		Wir gewichten den breiten US-Markt unter, der aber unsere größte Portfolioallokation bleibt. Die Hoffnung auf niedrigere Zinsen und eine sanfte Landung hat eine Rally begünstigt. Wir befürchten aber, dass diese Hoffnung enttäuscht wird.
Europa		Wir sind untergewichtet. Die EZB hält trotz Konjunkturabschwung an ihrer straffen Geldpolitik fest. Die Bewertungen sind zwar attraktiv, aber wir sehen keinen Auslöser für eine bessere Stimmung.
Groß-britannien		Wir sind neutral gewichtet. Wir meinen, dass die attraktiven Bewertungen die schwachen Wachstumsaussichten und die Zinserhöhungen der Bank of England zur Bekämpfung der hartnäckigen Inflation besser widerspiegeln.
Japan		Wir sind übergewichtet. Die Gewinne könnten dank stärkeren Wachstums die Erwartungen übertreffen. Von Aktienrückkäufen und anderen aktionärsfreundlichen Maßnahmen geht Rückenwind aus, während wir kurzfristig das Risiko einer strafferen Geldpolitik sehen.
Industrie-länder MegaForce KI		Wir sind übergewichtet. Wir erwarten länder- und branchenübergreifend umfangreiche Investitionen in KI, die die Umsätze und Margen der beteiligten Firmen ankurbeln dürften.
Schwellen-länder		Wir sind neutral gewichtet. Wir gehen von schwächeren Wachstumsraten und nur begrenzten Konjunkturmaßnahmen Pekings aus. Wir bevorzugen Schwellenländeranleihen ggü. -aktien.
China		Wir sind neutral gewichtet. Moderate Fördermaßnahmen könnten helfen, die Konjunktur zu stabilisieren, während die Bewertungen zugleich gesunken sind. Strukturelle Herausforderungen wie alternde Bevölkerung und geopolitische Risiken sind nach wie vor vorhanden.

**Untergewichtet** **Neutral** **Übergewichtet** ● Vorherige Einschätzung

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle bzw. künftige Ergebnisse. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich. Bei den Angaben zu Alpha wurden keine Gebühren berücksichtigt. Anmerkung: Die Einschätzungen erfolgen aus der Perspektive eines US-Dollar-Anlegers. Das vorliegende Dokument stellt eine Einschätzung des Marktumfelds zu einem bestimmten Zeitpunkt dar und ist weder als Prognose noch als Garantie zukünftiger Ergebnisse zu verstehen. Diese Informationen sollten nicht als Anlageberatung in Bezug auf einen bestimmten Fonds, eine bestimmte Strategie oder ein bestimmtes Wertpapier herangezogen werden.

Anleihen	Ein-schätzung	Kommentar
Kurzfristige US-Staatsanleihen		Wir sind übergewichtet. Wir bevorzugen US-Kurzläufer als Ertragsquelle, da die Zinsen länger höher bleiben dürften.
Langfristige US-Staatsanleihen		Wir sind neutral gewichtet. Der durch die erwartete Zinspolitik ausgelöste Renditeanstieg dürfte seinen Höhepunkt erreicht haben. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Langfristrenditen in die eine oder andere Richtung schwanken, ist gleich groß.
US-Inflations-anleihen		Wir sind neutral gewichtet. Mittelfristig erwarten wir höhere Inflationsraten. Kurzfristig aber dürften der Inflationsrückgang und das schwächere Wachstum die wichtigeren Faktoren sein.
Inflations-geschützte Euro-Anleihen		Wir sind untergewichtet. Wir bevorzugen US-Papiere vor solchen aus dem Euroraum und denken, dass die Märkte überschätzen, wie hartnäckig die Inflation im Euroraum ggü. den USA sein wird.
Staatsanleihen der Eurozone		Wir sind neutral gewichtet. Die Marktpreise spiegeln die Leitzinsen entsprechend unseren Erwartungen wider, und die Renditen zehnjähriger Titel haben ihren Zenit überstiegen. Eine Spread-Weitung bei Peripherieanleihen bleibt ein Risiko.
Britische Staatsanleihen		Wir sind neutral gewichtet. Die Renditen sind im Vergleich zu US-Treasuries gesunken. Die Märkte preisen nun Leitzinsen der Bank of England ein, die eher unseren Erwartungen entsprechen.
Japanische Staatsanleihen		Wir sind untergewichtet. Die Renditen könnten steigen, wenn die Bank of Japan ihre ultralockere Politik aufgibt.
Chinesische Staatsanleihen		Wir sind neutral gewichtet. Die Kurse werden von der lockeren Geldpolitik gestützt. Dennoch finden wir die Renditen von Kurzläufern aus Industrieländern attraktiver.
Globale IG-Unternehmens-anleihen		Wir sind untergewichtet. Die engen Spreads gleichen unseres Erachtens die zu erwartenden negativen Einflüsse der Zinserhöhungen auf die Unternehmensbilanzen nicht aus. Wir ziehen Titel aus Europa solchen aus den USA vor.
US-Agency-Hypotheken-papiere		Wir sind übergewichtet. Wir sehen MBS als Engagements mit hoher Kreditqualität innerhalb einer diversifizierten Anleiheallokation und ziehen sie Investment-Grade-Papieren vor.
Globale Hochzins-anleihen		Wir sind neutral gewichtet. Die Spreads sind zwar eng, aber uns gefallen die hohe Gesamtrendite und das Potenzial für kurzfristige Rallys. Wir bevorzugen Titel aus Europa.
Asiatische Unternehmens-anleihen		Wir sind neutral gewichtet. Die Bewertungen sind unseres Erachtens für eine Übergewichtung nicht attraktiv genug.
Schwellenländer Hartwährungs-anleihen		Wir sind übergewichtet. Wir bevorzugen Hartwährungsanleihen wegen ihrer höheren Renditen. Sie schützen zudem gegen Währungsverluste, denn einige Zentralbanken senken die Zinsen.
Schwellenländer Lokalwährungs-anleihen		Wir sind neutral gewichtet. Ihre Renditen sind gefallen und damit näher an die von US-Staatsanleihen herangerückt. Zinssenkungen könnten Druck auf Schwellenländerwährungen ausüben und damit das Renditepotenzial schmälern.

# BlackRock Investment Institute

Das BlackRock Investment Institute (BII) nutzt die Expertise von BlackRock und eigene Analysen, um Einblicke in die Weltwirtschaft, das nachhaltige Investieren, in geopolitische Entwicklungen und die Portfoliokonstruktion zu geben. Unser Ziel ist es, unsere Fondsmanager und Kunden darin zu unterstützen, gut durch die Finanzmärkte zu navigieren. Dazu bietet das BlackRock Investment Institute strategische und taktische Markteinblicke, Publikationen und digitale Tools auf Basis firmeneigener Analysen.

## Risikohinweise

Kapitalanlagerisiko. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

Änderungen der Wechselkurse zwischen Währungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können die Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich fallen. Steuersätze und die Grundlagen für die Besteuerung können sich von Zeit zu Zeit ändern.

## Rechtliche Informationen

Herausgegeben von BlackRock (Netherlands) B.V., einem Unternehmen, das von der niederländischen Finanzmarktaufsicht zugelassen ist und unter ihrer Aufsicht steht. Eingetragener Firmensitz: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel.: +31(0)-20-549-5200. Handelsregister Nr. 17068311. Zu Ihrem Schutz werden Telefonate üblicherweise aufgezeichnet.

Alle hier angeführten Analysen wurden von BlackRock erstellt und können nach eigenem Ermessen verwendet werden. Die Resultate dieser Analysen werden nur bei bestimmten Gelegenheiten veröffentlicht. Die geäußerten Ansichten stellen keine Anlageberatung oder Beratung anderer Art dar und können sich ändern. Sie geben nicht unbedingt die Ansichten eines Unternehmens oder eines Teils eines Unternehmens innerhalb der BlackRock-Gruppe wieder, und es wird keinerlei Zusicherung gegeben, dass sie zutreffen.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Anlage in einen BlackRock Fonds dar und wurde nicht im Zusammenhang mit einem solchen Angebot erstellt.

© 2023 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES, BLACKROCK SOLUTIONS, BAUEN AUF BLACKROCK und WAS ALSO SOLL ICH MIT MEINEM GELD TUN sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber..