



Kapitalmarkt-Ausblick 2024

Belastungsprobe

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

1. Dezember 2023

HAUCK
AUFHÄUSER
LAMPE



Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

2024: Geopolitik und Geldpolitik belasten

Konjunktur- und kapitalmarktseitig ist die Verarbeitung der globalen Zinswende für uns die zentrale Herausforderung für 2024. Viele Ebenen sind betroffen: Die Kapitalaufnahme erfolgt unter restriktiven Bedingungen, wodurch die Refinanzierung von Krediten und Anleihen erschwert ist. Für Kreditinstitute erzeugt dies Spannung, zumal führende Notenbanken Liquidität im Zuge ihrer Bilanzverkürzungen verknappen. Wegen des kräftigen Zinsanstiegs dürften Investoren bisherige Anlagestrategien zudem weiter überdenken. Die durch den Inflationsrückgang unterstützte Rückkehr positiver Realzinsen befördert diesen Trend wohl noch. Für die Welt besteht damit eine Belastungsprobe, deren Verlauf und Ausgang unsicher sind.

Der restriktiven Geldpolitik stehen sinkende Impulse der Fiskalpolitik zur Seite. Diese ergeben sich oft automatisch, da den zurückliegenden Energiepreisanstieg abfedernde Hilfen entfallen. Für die Weltwirtschaft ist das eine ungünstige Politikkonstellation, die insofern Neuland ist, weil sie lange Zeit nicht bestand. Als Bürde kommt aus unserer Sicht die Politisierung des Welthandels noch hinzu, die durch den Nahost-Konflikt weiter angeschoben wird. Die (Kosten-)Vorteile internationaler Arbeitsteilung werden daher nicht so zu heben sein, wie es möglich wäre. Das beeinträchtigt unseres Erachtens auch die globale Transformation zur Klimaneutralität. Große Sprünge der Weltwirtschaft stehen somit also kaum bevor – auch, weil noch nicht alle Zinserhöhungen in der Realwirtschaft angekommen sind. Mit 2,7 % für 2024 rechnen wir mit einem etwas geringeren Zuwachs als für 2023. Für die US-Wirtschaft erwarten wir eine weiche Landung und einen BIP-Zuwachs von 1,7 %. Der BIP-Anstieg in China dürfte leicht auf 4,5 % abnehmen und im Euroraum 0,5 % betragen. Deutschland bleibt das große Sorgenkind (0,3 %), auch über die Konjunktur hinaus.

Inflation weitgehend eingefangen

Die Inflationslage hat sich deutlich entspannt, ohne dass der Inflationenkampf gewonnen ist. Wir erwarten, dass 2-%-Preisziele führender Notenbanken vorerst weiter klar übertroffen werden. Ab Sommer 2024 dürften Inflationsraten dann eine flüchtige enge Anlehnung an diese zeigen. Ein klassisches preisstabiles Umfeld steht aber nicht bevor. Notenbanken werden daher wohl besonders im ersten Halbjahr vorsichtig bleiben und Leitzinsen unverändert belassen. Im Zuge der voraussichtlich weiteren Inflationsabschwächung rücken für die zweite Jahreshälfte dann Zinssenkungen auf die Agenda. Die streng restriktive Geldpolitik dürfte wegen schwacher Konjunktoren und hoher Refinanzierungshürden hier nicht mehr als erforderlich angesehen werden. Den Zinssenkungsumfang für die Fed sehen wir bei 100, den der EZB bei 50 Basispunkten. Die Geldpolitik wirkte damit weiter restriktiv. Voraussetzung hierfür ist, dass Gefahren für die Finanzmarktstabilität unter der Decke bleiben.

Mit Blick auf unser Leitzinsbild werden erstklassige 10-jährige Staatsanleihen im zweiten Halbjahr 2024 unterstützt. Auch wegen des US-Kapitalhungers dürften Anleger die Schuldentragfähigkeit aber stärker hinterfragen. Das limitiert das Renditerückgangspotenzial. Da wir die Volatilität am langen Ende der Renditestrukturkurven ganzjährig für höher halten als am kurzen, bevorzugen wir eine niedrige Duration. Insbesondere wegen der aufkommenden Zinsfantasie liegt unser DAX-Ziel für Mitte 2024 bei 16.700 Punkten. Wir geben zu bedenken, dass es Staatsanleihen und Aktien in einer Phase laufender geldpolitischer Inflationsbekämpfung performanceseitig eher schwer haben. USD wird gegenüber EUR wohl leicht an Wert verlieren.

Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	2
Prognosen	4
Makroökonomische Trends	5
Deutschland: Wieder ein verlorenes Jahr	6
Euroraum: So lala	8
International	10
USA: Weiche Konjunkturlandung	10
Europa / International	12
Großbritannien: 2024 erneut mageres BIP-Wachstum	12
China: Erholung bedarf weiterer Unterstützung	12
Geldpolitik: Zinssenkungen sind Zeitfrage	14
Staatsanleihen: Rückkehr der Risikoprämie	15
Währungen: USD-Stärke bröckelt	17
DAX: Das Gute überwiegt	19
Asset Allokation: Anspruchsvolle Navigation	20
Auf Kurs bleiben 2024 – Kontinuität und Beharrlichkeit mit Private Markets	23
Abkürzungen	25
Begriffe	25
Wichtige Hinweise	28

Prognosen

Wachstum und Inflation % zum Vorjahr	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2022	2023P	2024P	2025P	2022	2023P	2024P	2025P
Welt	3,6	2,9	2,7	2,9				
Euroraum*	3,4	0,5	0,5	0,9	8,4	5,4	2,5	2,3
Deutschland**	1,8	-0,3	0,3	0,8	6,9	6,0	2,7	2,3
Frankreich	2,5	0,8	0,8	0,9	5,9	5,7	2,6	2,0
Italien	3,9	0,7	0,3	0,6	8,7	5,9	2,1	2,3
Spanien	5,8	2,3	1,0	1,0	8,3	3,4	2,5	2,4
Großbritannien	4,3	0,5	0,5	1,2	9,1	7,4	2,7	2,1
Schweiz	2,7	0,7	0,6	0,8	2,8	2,2	0,9	0,9
USA	1,9	2,5	1,7	2,2	8,0	4,1	2,6	2,2
China	3,0	5,0	4,5	4,3	2,0	0,3	1,4	2,2
Japan	0,9	1,7	1,0	1,3	2,5	3,2	1,8	0,9
Indien	6,7	6,3	6,4	6,5	6,7	5,7	5,0	4,5

Quelle: LSEG Datastream. 2023P/24P/25P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

* Verbraucherpreise: HVPI ** Bruttoinlandsprodukt: Preis- und saisonbereinigt, Arbeitstageeffekt berücksichtigt; Verbraucherpreise: Nationaler Index

Zinsen und Renditen (%)	30.11.2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
USA					
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50
2-jährige Treasury	4,75	4,60	4,30	4,00	3,70
10-jährige Treasury	4,36	4,40	4,10	3,75	4,00
Euroraum					
Hauptrefinanzierungssatz	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Einlagesatz	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50
2-jährige Bundesanleihe	2,82	2,90	2,80	2,70	2,50
10-jährige Bundesanleihe	2,45	2,60	2,50	2,40	2,50
Großbritannien					
Bank Rate	5,25	5,25	5,00	4,75	4,25
2-jährige Gilt	4,59	4,70	4,40	4,00	3,60
10-jährige Gilt	4,26	4,30	3,90	3,60	3,80
Schweiz					
SNB-Leitzins	1,75	1,75	1,50	1,25	1,25
2-jährige Eidgenössische	1,27	1,30	1,10	0,90	0,90
10-jährige Eidgenössische	0,88	1,00	0,90	0,70	0,80

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Aktienmarkt	30.11.2023	Q2 2024	Q4 2024
DAX (Index)	16.215	16.700	17.000

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Währungen	30.11.2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
EUR-USD	1,09	1,07	1,10	1,12	1,12
EUR-GBP	0,86	0,86	0,86	0,88	0,87
EUR-CHF	0,96	0,97	1,00	1,02	1,02
EUR-PLN	4,35	4,40	4,60	4,50	4,50

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Makroökonomische Trends

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Geopolitik und Zinsanstieg
sind Wachstumshemmer

Langsame Annäherung an
2-%-Preisziele, ...

... strukturelle Preistreiber
"arbeiten" gegen punktgenaue
Zielerreichung

Refinanzierung bei kräftig
gestiegenen Zinsen – wird
das geräuschlos klappen?

Weltwirtschaft ohne Dynamik

Die jüngste Eskalation im Nahen Osten hat die Politisierung des Welthandels unseres Erachtens verstärkt. Zu den Kontrahenten USA und China/Russland – bei einem zwischen den Stühlen stehenden Europa – scheint damit eine neue Note hinzuzukommen, zieht das Konfliktverhalten westlicher Länder doch den Unmut arabischer Staaten auf sich. Für den globalen Waren- und Dienstleistungsverkehr, der Wohlfahrtsgewinne am besten befördert, sind das schlechte Nachrichten: Es besteht neue Unsicherheit und Abschottungstendenzen durch Protektionismus und Sanktionen scheinen sich als Zeitgeist weiter festzusetzen. Im Zuge der Blockbildung dürften daher neue Handelswege erschlossen werden, so wie es die BRICS-Staaten im Sommer 2023 getan haben. Angesichts dieser Gemengelage rechnen wir für 2024 damit, dass die Geopolitik eine nennenswerte Wachstumsbremse bleiben wird und Lieferketten weiter adjustiert werden. Zusammen mit hohen Energiepreisen und der noch zu verdauenden Zinswende wird es die Weltwirtschaft aus unserer Sicht wachstumsseitig daher erneut nicht auf den Vor-Corona-Trend von 3,4 % schaffen. Mit 2,7 % erwarten wir den BIP-Zuwachs sogar etwas unter dem diesjährigen Niveau. Regionen mit deutlich steigender Wachstumsdynamik identifizieren wir nicht.

Richtig preisstabil wird es nicht

Der globale Preisdruck ist 2023 stark gesunken, ohne dass 2-%-Preisziele führender Notenbanken bis dato in der Breite erreicht sind. Für 2024 erwarten wir weiter sinkende Inflationsraten, dies aber in einem zäh verlaufenden Prozess. Das liegt unseres Erachtens auch an den Energiepreisen: Ihr 2023 in der Vorjahresbetrachtung massiv entlastender Effekt wird jetzt voraussichtlich umkehren. Preisüberwälzungen wegen höherer Lohnabschlüsse spielen weniger eine Rolle für die USA, für den Euroraum dagegen schon. Alles in allem werden sich Inflationsraten im zweiten Halbjahr wohl dennoch 2,0 % nähern. Im Vergleich zu 2023 hätte sich die Inflationslage damit weiter entspannt. Eine anhaltende Preiszielerreichung dürfte meist aber nicht gelingen. Für das vierte Quartal 2024 rechnen wir für den Euroraum und die USA, mit Raten knapp über 2,0 %. Angesichts gewichtiger struktureller Preistreiber wird die numerische 2-%-Zielerreichung zudem wohl über 2024 hinaus schwierig bleiben. Hier haben wir weiter vor allem die Deglobalisierung und Dekarbonisierung im Blick. Mit definitionsgemäßer Preisstabilität wird es also länger schwierig bleiben.

Refinanzierung bereitet Sorge

Auch wenn sich eine exakte Zahl nicht benennen lässt, stehen 2024 global Anleihen im Billionenumfang zur Refinanzierung an – dies in den Bereichen High Yield, Immobilien, Unternehmen und Staaten. Wegen des markanten globalen Zinsanstiegs resultieren unseres Erachtens daraus Refinanzierungsrisiken, auch deshalb, weil die ultra-expansive Geldpolitik der vergangenen Dekade zu Kapitalfehlallokationen geführt hat. Dass die Refinanzierung „mal eben so“ gelingen wird, halten wir für wenig wahrscheinlich. Vielmehr dürften Bonitätsprofile noch stärker beachtet werden. Die Probleme einzelner US-Regionalbanken im März 2023 sind aus Liquiditäts- und Kreditsicht daher eventuell nur ein Vorgeschmack auf zumindest zeitweise neue Verunsicherung an Finanzmärkten. Geldpolitisch setzt dies für uns auch die Grenze für die Inflationsbekämpfung. Die geräuschlose Verarbeitung der Zinswende sehen wir für 2024 daher als herausfordernd an. Hinzu kommt, dass die Schuldnerlage durch die Rückkehr positiver Realzinsen schwieriger wird. Für Sachwertinvestitionen verliert damit eine wichtige Triebfeder der vergangenen Jahre Schwung.

Deutschland: Wieder ein verlorenes Jahr

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Standortfaktoren belasten
auch 2024, ...

... vor allem die Energiepreise

Wirtschaftspolitik und Zinsen
bremsen Wirtschaftstätigkeit
zusätzlich

Konjunktur-Tristesse voraus

BIP-Wachstum klar unter
der Potenzialrate

Das „Wachstumsjahr“ 2023 in Deutschland ist vor allem eines: zum Vergessen. Nach jetzigem Stand wird die Wirtschaftsleistung im Vergleich zu 2022 voraussichtlich leicht schrumpfen. Unter dem Strich läge das BIP dann nur knapp über seinem Vor-Corona-Niveau – andere Länder sind da mitunter deutlich weiter. Es wird also ein weiteres Jahr vergehen, in dem sich der Abstand zum alten Wachstumspfad vergrößert. Dies belastet Investitionen, Innovationen und den Wohlstand.

Einen Wachstumsdurchbruch 2024 halten wir für wenig wahrscheinlich. Das liegt auch an Standortbedingungen, die von der Bundesregierung in der Breite noch immer nicht verbessert worden sind. Vor allem der deutsche Sonderweg in der Energiepolitik wird die internationale Wettbewerbsfähigkeit hiesiger Unternehmen durch hohe Energiepreise wohl weiter schwächen und Verbraucher verunsichern.¹ Sand im Konjunkturgetriebe resultiert zudem aus der hohen Steuer- und Abgabenlast, der strengen Regulierung und dem Arbeitskräftemangel. Mit dem Wachstumschancen-gesetz scheint es demnächst immerhin eine politische Reaktion auf die Konjunktur-misere zu geben. Eine Hauruck-Gesundung der Wirtschaft wird dies aus unserer Sicht aber nicht ermöglichen, da die Entfaltung einer positiven Wirkung Zeit benötigt. Dass sich abwanderungswillige Unternehmen so aufhalten lassen, bezweifeln wir.

Auch darüber hinaus spricht für uns vieles gegen eine Wachstumswende. Zu nennen sind die schwache Weltwirtschaft, vor allem China, noch nicht vollständig behobene Materialmängel, neuer Druck durch einen höheren CO₂-Preis, die verunsichernde Wirtschaftspolitik und das hohe Zinsniveau. Gerade Letzteres ist erst unvollständig in der Realwirtschaft angekommen. Der private Wohnungsbau ist aber schon von einer Stornierungswelle erfasst worden, worunter die Bautätigkeit 2024 leiden wird. Für viele Unternehmen dürfte der Kreditzugang zudem erschwert bleiben. Eine nachhaltige Stimmungsumkehr wird sich daher sobald wohl kaum einstellen. Wir rechnen allerdings damit, dass bei Stimmungsindikatoren eine Bodenbildung eingesetzt hat und sich diese 2024 etwas erholen werden. Wegen ihrer zurzeit oft jedoch äußerst tiefen Niveaus würde das Signal aber nur von Rezession auf Mini-Wachstum springen. Ein (selbsttragender) Aufschwung bleibt eine Fata Morgana. Dringlich ist deshalb, dass angebotsseitige Kräfte von der Politik gestärkt werden.

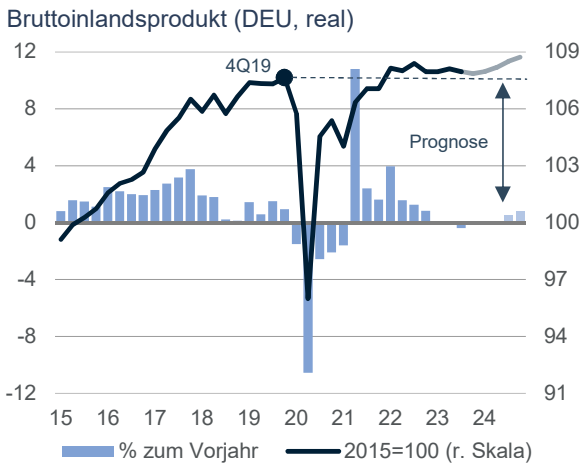
Letztlich wird 2024 bestenfalls wohl ein Mini-Wachstum möglich sein. Private Haushalte dürften weiter unter Realeinkommensdruck stehen und klimapolitisch verunsichert sein. Ausrüstungsinvestitionen werden im Modernisierungs- und Erhaltungsstil wohl getätigt, Bauinvestitionen gegenüber 2023 schrumpfen und Außenhandelsimpulse abnehmen. Für den Staatskonsum unterstellen wir moderate Aktivitäten. Alles in allem erwarten wir für 2024 ein unter der Potenzialrate von 0,75 % liegendes BIP-Wachstum von 0,3 %. Durch die noch unklaren Folgen des verfassungswidrigen Haushalts bestehen unseres Erachtens ernste Konjunktur- und Inflationsrisiken. Einer Rezession, in der die Arbeitslosigkeit stärker steigt, ist die Wirtschaft sehr nah.

Prognosen für Deutschland	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bruttoinlandsprodukt (real, % zum Vorjahr)	3,2	1,8	-0,3	0,3	0,8
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	3,1	6,9	6,0	2,7	2,3
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	5,2	5,5	5,8	5,8	5,5

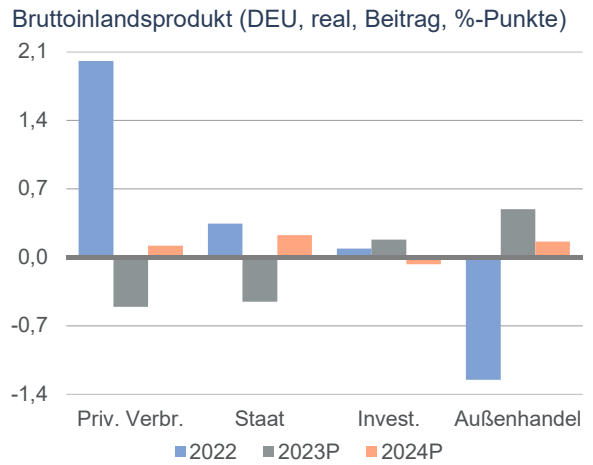
Quelle: LSEG Datastream. 2023P/24P/25P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

¹ Vgl. unser Economic Research KOMPAKT „Klimaziele bedrohen Wachstum“, 14.11.2023.

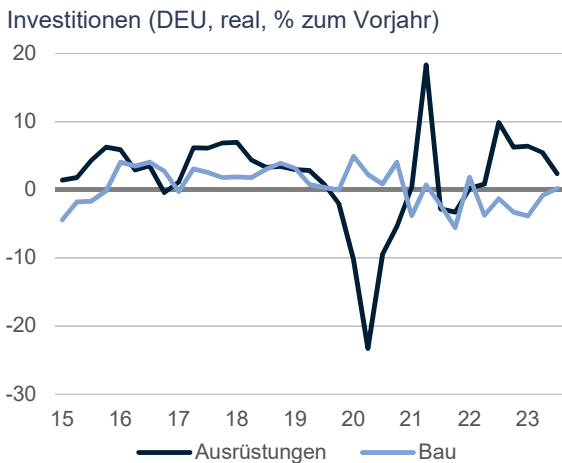
Lupen-Wachstum



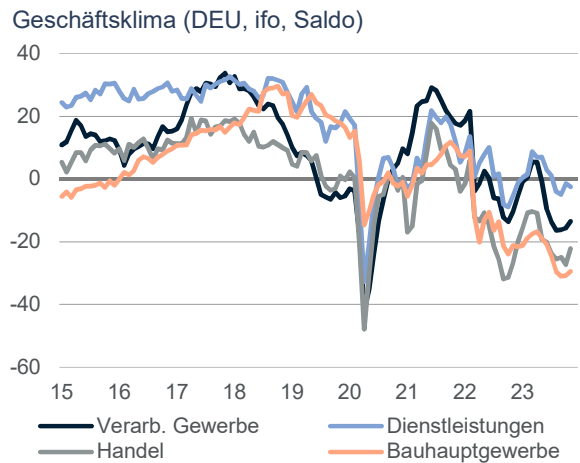
Mickrige Wachstumsbeiträge



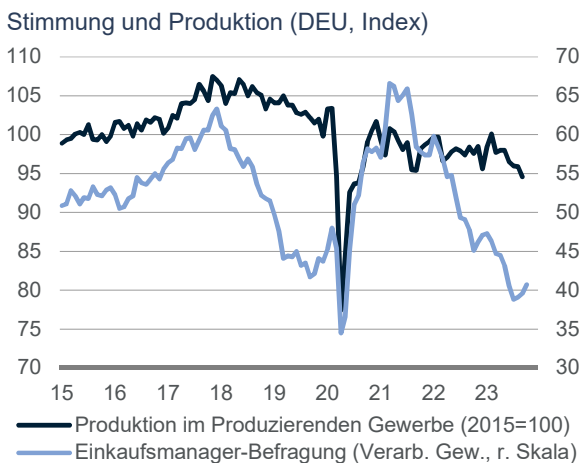
Schwache Investitionsdynamik



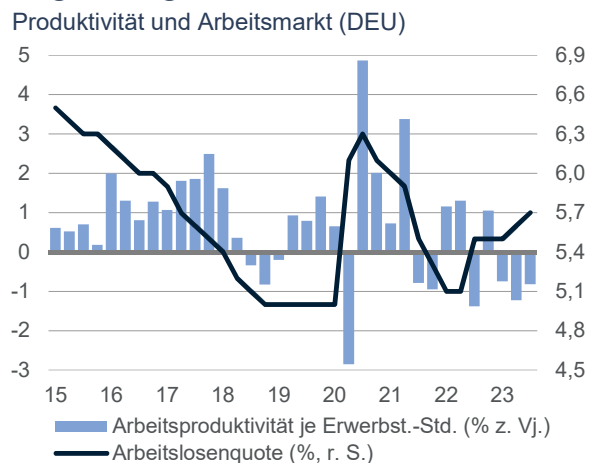
Stimmung im Keller



"Der Letzte macht das Licht aus"



Angeschlagene Produktivität



Euroraum: So lala

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

EWU-Wirtschaft vor moderatem BIP-Wachstum, Aufschwung lässt weiter auf sich warten

Inflationsentspannung hält an, aber kein preisstabiles Umfeld

Lage der Staatshaushalte bleibt angespannt, ...

... Fiskalregeln drohen zu verwässern

2023 reloaded – das zumindest zeigt unsere 2024er-BIP-Prognose für den Euroraum, die mit 0,5 % niedrig ausfällt. Das liegt vor allem daran, dass die Geldpolitik restriktiv und die Fiskalpolitik dämpfend wirken. Hinzu kommen im internationalen Vergleich mitunter hohe Energiepreise, die weiterhin auf der Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und damit auf der Produktion lasten dürften. Weitere bürokratische Hürden zeichnen sich zudem durch das neue Lieferkettengesetz ab. Für bessere Wachstumschancen halten wir deshalb einen „EWU-Inflation-Reduction-Act“ für notwendig, der den Standort mit hiesiger Produktion nach US-Vorbild stärkt.

Zu 2023 wird dennoch ein Unterschied bestehen, da die Wachstumsrate durch die statistische Ausgangsbasis strukturell nicht schon weitgehend vorgegeben ist. Wegen trüber Stimmungsindikatoren erwarten wir für das Winterhalbjahr 2023/24 zwar eine stagnierende Wirtschaftsleistung. Im weiteren Verlauf von 2024 dürfte die Konjunktur dann aber von einer sich langsam aufwärtsrichtenden Binnenwirtschaft profitieren. Hierfür sprechen der feste Arbeitsmarkt und leichte Reallohnanstiege, die Konsumchancen eröffnen. Vom NextGenerationEU-Programm gehen für Anlageinvestitionen zudem leichte Impulse aus, auch wenn das hohe und in der Realwirtschaft erst noch ankommende Zinsniveau hier belastet. Im Zuge der schwachen weltwirtschaftlichen Entwicklung dürften vom Außenhandel kaum Impulse ausgehen. Die wirtschaftliche Entfaltung wird im zweiten Halbjahr wohl größer sein als im ersten. Wachstumschancen und Wachstumsrisiken sehen wir als ausgeglichen an.

Im November lag die Inflationsrate bei 2,4 %. Ausgehend von ihrem Hoch bei 10,6 % im Oktober 2022 hat sich die Lage damit merklich entspannt. Der verbleibende Weg zum 2%-Preisziel der EZB wird unseres Erachtens aber beschwerlich sein. Das liegt an ungünstigen Basiseffekten, im Zuge derer die Inflationsrate um den Jahreswechsel sogar steigen dürfte. Der Rückweg ist jedoch auch deshalb steinig, weil der Vorjahresvergleich bei den Energiepreisen im Frühjahr zumindest zeitweise kippen und damit belasten wird. Wir erwarten, dass die Inflationsrate ab Mitte 2024 unter 2,5 % fallen, das EZB-Preisziel aber nur kurz erreicht wird. Unsere 2024er-Inflationsprognose beträgt 2,5 %. Zwischen den Mitgliedstaaten dürften Inflationsraten stark variieren, weil preistreibende staatliche Ausgaben nach Ausbruch des Ukraine-Kriegs mitunter sehr unterschiedlich ausgefallen sind. Allgemeine Preisrisiken resultieren aus unserer Sicht vor allem von Energiepreisen und höheren Lohnanstiegen.

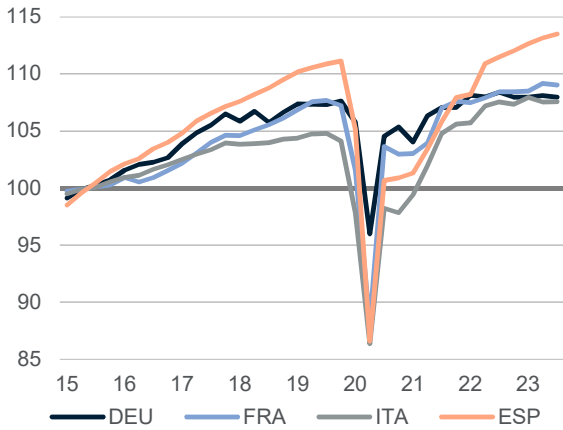
Das EWU-Budgetdefizit dürfte sich 2024 auf 2,8 von 3,2 % verringern. Eine echte Konsolidierung steht nicht hinter dieser Entwicklung. Ursache ist vielmehr, dass wegen des zurückliegenden Energiepreisanstiegs geleistete staatliche Zahlungen entfallen. Dass die 2024 wieder in Kraft tretenden Fiskalregeln streng gehandhabt werden, erwarten wir nicht. Notwendig wäre dies aber schon: Immerhin wird die Unterstützung aus dem NextGenerationEU-Programm als Einnahme verbucht, sie senkt das Haushaltsdefizit. Diese Verbesserung wird in einigen Jahren drehen, wenn Tilgungen anstehen. Staatshaushalte werden zuvor also besser dastehen, als sie es tatsächlich sind. Für Deutschland mit seinen Schattenhaushalten gilt dies ohnehin.

Prognosen für den Euroraum	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	5,9	3,4	0,5	0,5	0,9
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	2,6	8,4	5,4	2,5	2,3
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	7,0	6,7	6,6	6,4	6,3

Quelle: LSEG Datastream. 2023P/24P/25P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Überflieger Spanien

Bruttoinlandsprodukt (EWU, real, 2015=100)



Quelle: LSEG Datastream

Trübsal

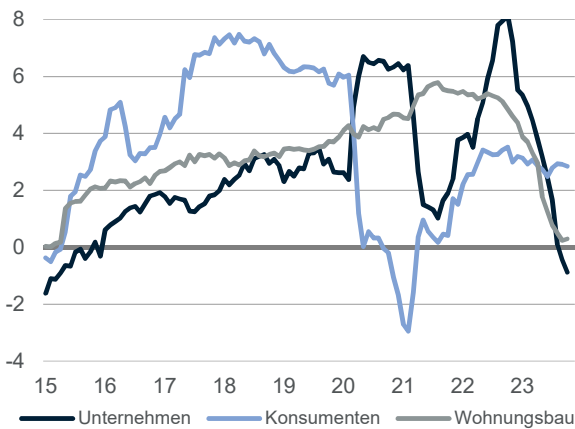
Stimmung (EWU, Index)



Quelle: LSEG Datastream

Zinswende drückt Kreditnachfrage

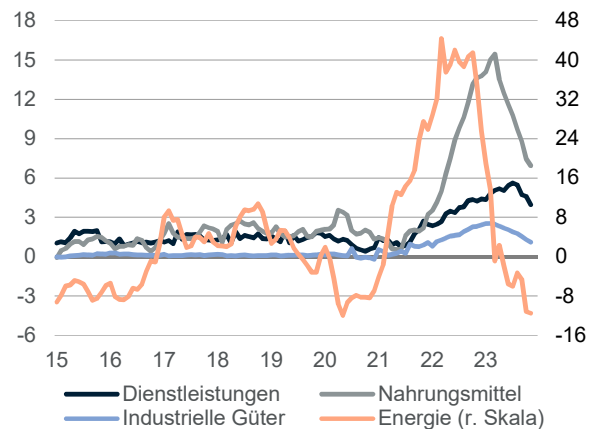
Kredite (EWU, % zum Vorjahr)



Quelle: LSEG Datastream

Abnehmender Preisdruck

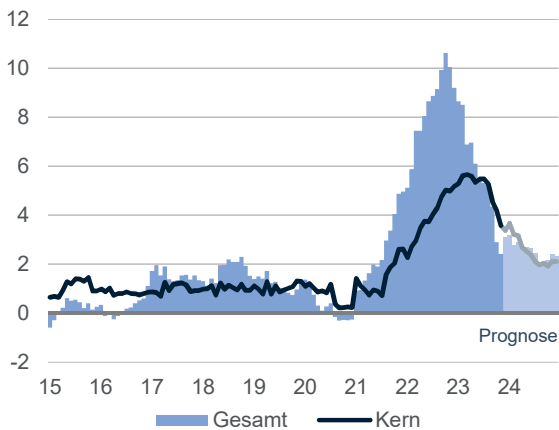
Verbraucherpreise (EWU, HVPI, % zum Vorjahr)



Quelle: LSEG Datastream

2-%-Preisziel bleibt unerreicht

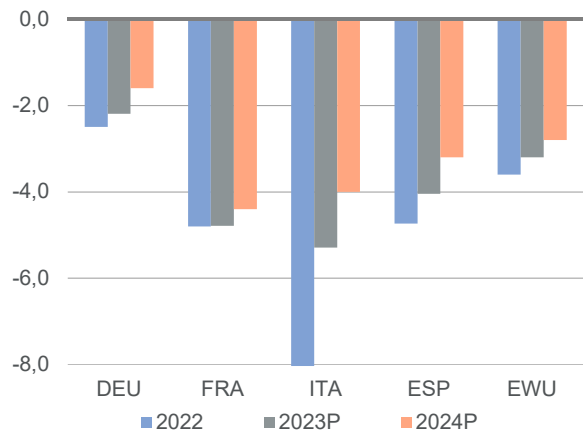
Verbraucherpreise (EWU, HVPI, % zum Vorjahr)



Quelle: LSEG Datastream
12/2023–12/2024: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Schulden, Schulden, Schulden

Finanzierungssaldo (% des nominalen BIP)



Quelle: LSEG Datastream
2023P/2024P: Prognose EU-Kommission

International

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Konsummotor läuft 2024
mit niedrigerer Drehzahl

Reaktionen in zinssensitiven
Bereichen stehen noch bevor

Bremswirkungen der Geldpolitik
halten an, die Finanzpolitik stellt
ein Konjunkturrisiko dar

Inflationsrückgang setzt sich fort

USA: Weiche Konjunkturlandung

Gegenüber der massiven geldpolitischen Straffung hat sich die US-Wirtschaft bisher widerstandsfähig gezeigt. Maßgeblich dafür war die recht robuste Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt, wodurch Haushaltseinkommen und letztendlich der private Konsum gut unterstützt wurden. Diese Entwicklung wird sich unserer Einschätzung nach nicht fortsetzen. Das spiegelt sich in unserer 2024er-BIP-Prognose wider, die eine Wachstumsverlangsamung von 2,5 auf 1,7 % enthält. Wir gehen von einer weiteren Abnahme der Beschäftigungsdynamik aus. Aufgrund struktureller Faktoren wie der Demografie und knapper Arbeitskräfte rechnen wir aber damit, dass die Beschäftigung nur im Ausnahmefall sinkt, die Arbeitslosigkeit also niedrig bleibt. Hinzu tritt, dass Kaufkraftverluste der privaten Haushalte durch den von uns erwarteten Inflationsrückgang deutlich geringer ausfallen werden als 2023. Dagegen dürften das erhöhte Zinsniveau, die gestrafften Kreditvergabebedingungen und steigende Ausfallraten zu einem langsameren Kreditwachstum und somit einer Abschwächung des kreditfinanzierten Teils des Konsums beitragen. Alles in allem prognostizieren wir für 2024 einen auf niedriger Drehzahl laufenden Konsummotor.

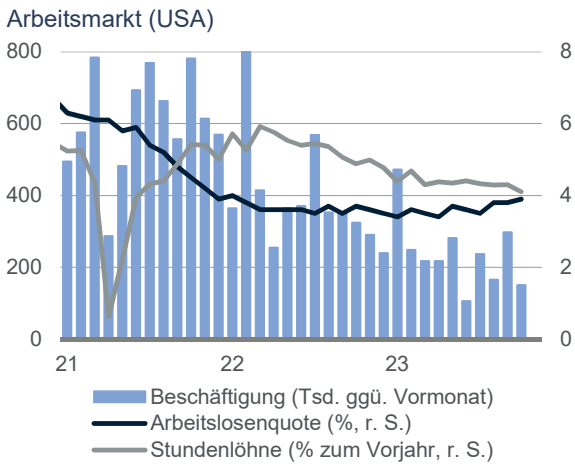
Der kräftige Zinsanstieg wird die schuldenfinanzierte Bau- und Investitionstätigkeit wohl noch für einige Zeit dämpfen. Im Immobilienbereich ist dieser Anpassungsprozess bereits weit vorangeschritten und die Lage dürfte sich langsam stabilisieren. Bei vielen Unternehmen werden sich die höheren Zinsbelastungen voraussichtlich aber wohl erst mit der ab 2024 aufbauenden „Fälligkeitsmauer“ deutlicher bemerkbar machen, denn die in den Niedrigzinsjahren 2020 und 2021 aufgenommenen Anleihen laufen zunehmend aus. Die daraus resultierenden Bremseffekte auf die Investitionstätigkeit und die Beschäftigung werden sich unserer Einschätzung nach jedoch auch deshalb in Grenzen halten, weil von dem riesigen Investitionsprogramm zum Klimaschutz („Inflation Protection Act“) gegenläufige Effekte ausgehen.

Von der Geldpolitik erwarten wir auch für 2024 eine restriktive Wirkung, trotz der von uns prognostizierten Leitzinssenkungen (vgl. S. 14). Konjunkturimpulse dürften hier von erst ab dem Jahr 2025 ausgehen. Durch die kräftig gestiegenen Zinskosten und hohen Staatsschulden ist der Haushaltsspielraum für die Fiskalpolitik zudem stark eingeschränkt. Für uns bleiben Government Shutdowns deshalb ein beständiges Konjunkturrisiko, das durch die Anhebung der Schuldenobergrenze Anfang 2025 noch an Brisanz gewinnt. Aufgrund der Mehrheitsverhältnisse im US-Kongress würden uns neue Konjunkturimpulse vor den Wahlen am 05.11.2024 überraschen. Für die Zeit danach rechnen wir mit einer anhaltenden America-first-Politik, die im Falle eines Comebacks von Ex-Präsident Donald Trump wohl unberechenbarer und radikaler wird. Insgesamt halten wir für 2024 am Bild einer weichen Konjunkturlandung fest. Das schließt eine temporäre BIP-Schrumpfung ein, nicht aber eine ernste Rezession. Klar ist für uns, dass die Konjunkturrisiken wegen des starken Zinsanstiegs abwärtsgerichtet sind. Vor diesem Hintergrund dürfte die PCE-Inflationsrate ab Sommer weiter sinken und der Fed einen weniger restriktiven Kurs erlauben.

Prognosen für die USA	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	5,8	1,9	2,5	1,7	2,2
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	4,7	8,0	4,1	2,6	2,2
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,9	3,5	3,9	4,2	3,7

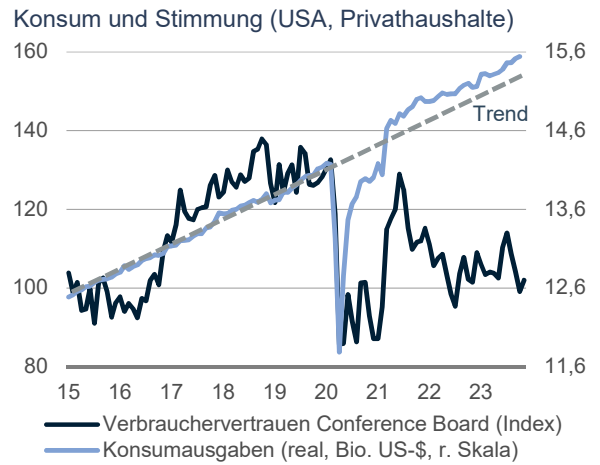
Quelle: LSEG Datastream. 2023P/24P/25P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Job-Motor läuft langsamer



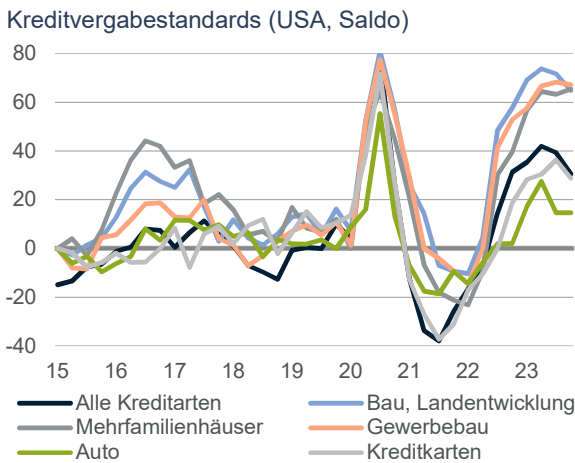
Quelle: LSEG Datastream

Lage deutlich besser als Stimmung



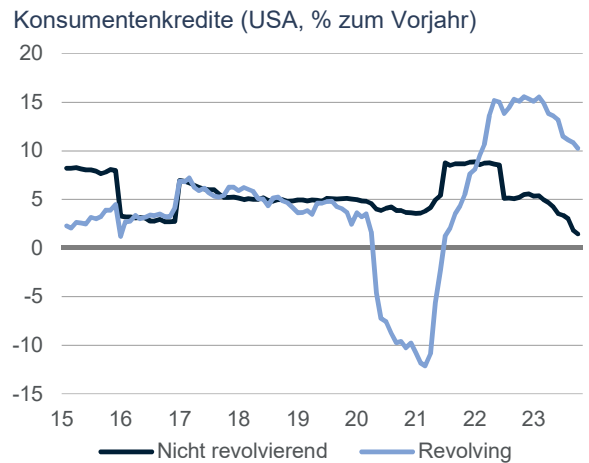
Quelle: LSEG Datastream

Straffere Finanzierungsbedingungen



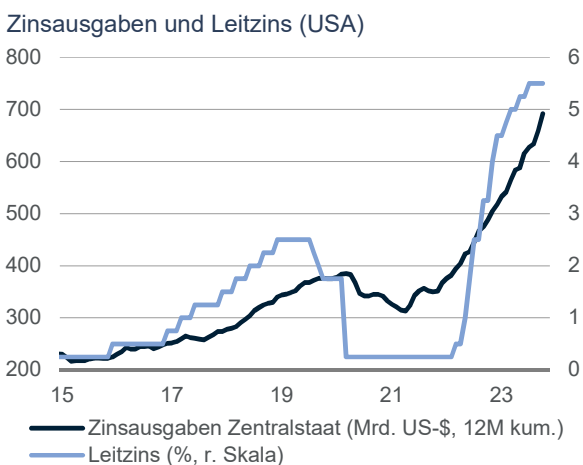
Quelle: LSEG Datastream

Zinsanstieg bremst Kreditwachstum



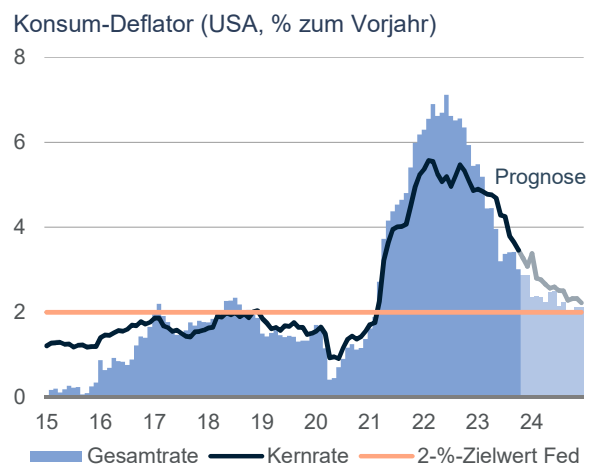
Quelle: LSEG Datastream

Die Leiden des Staates



Quelle: LSEG Datastream

Zielwert in Sicht



Quelle: LSEG Datastream

Europa / International

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Britische Wirtschaft leidet
unter dem Zinsschock

Vertrauenskrise sitzt bei
Privathaushalten tief

Stabilisierung des Immobilien-
marktes bleibt zentral

(Wirtschafts-)politisches Klima
unterkühlt

Disinflationäres Umfeld hält an

Großbritannien: 2024 erneut mageres BIP-Wachstum

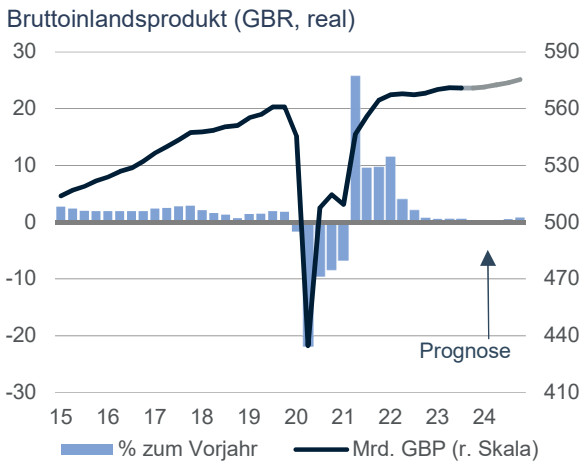
Angesichts der im Herbst 2022 vorherrschenden düsteren Konjunkturperspektiven hat sich die britische Wirtschaft 2023 recht gut entwickelt. Die befürchtete Rezession ist ausgeblieben, mit 0,5 % dürfte der BIP-Anstieg aber mager ausfallen. Die Wirtschaftsaktivität wird unseres Erachtens vorerst schwach bleiben, da der scharfe Restriktionskurs der Geldpolitik noch einige Zeit nachwirken wird und die Bank of England baldigen Leitzinssenkungen eine Absage erteilt hat (vgl. S. 14). Unter dem erhöhten Zinsniveau werden in den kommenden Monaten auch die Bautätigkeit und der Immobiliensektor leiden. Für viele Privathaushalte dürften die Belastungen im Zuge der 2024 anstehenden Anschlussfinanzierungen ihrer Hypotheken spürbar zunehmen. Bei leicht steigender Arbeitslosigkeit werden der anhaltende Inflationsrückgang und die niedrigeren Energierechnungen voraussichtlich nicht ausreichen, um die Stimmung der Konsumenten merklich zu heben. Zudem erwarten wir, dass die außenwirtschaftlichen Impulse gering bleiben und die Finanzpolitik wegen der angespannten Haushaltslage bestenfalls neutral wirkt, da die Regierung vor den Unterhauswahlen zum Jahreswechsel 2024/25 wohl kaum auf die Bremse treten wird. Für die Wirtschaft zeichnet sich damit ein weiteres Jahr mageren BIP-Wachstums ab.

China: Erholung bedarf weiterer Unterstützung

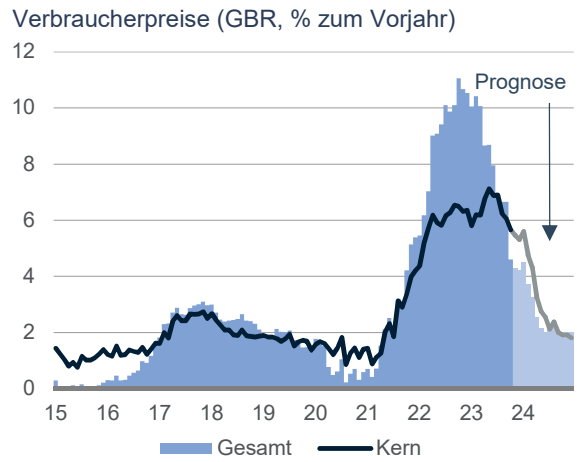
Wirtschaftlich hat sich China von den Pandemie-Lockdowns bislang nicht vollständig erholt. Abgesehen von der anhaltend schwachen Auslandsnachfrage kommen vor allem von der Binnennachfrage kaum Impulse. An dieser Situation wird sich unserer Einschätzung nach bis weit in das nächste Jahr wenig ändern, da das Vertrauen der privaten Haushalte in die Wirtschaft tief erschüttert ist. Hier wirkt sich auch die sehr hohe Arbeitslosigkeit der jungen und eher ausgabenfreudigen Generation negativ aus. Die von der Regierung bisher ergriffenen zahlreichen Einzelmaßnahmen reichen hier unseres Erachtens nicht, die Verbraucher aus ihrer Vertrauenskrise zu holen. Sie taugen bestenfalls für kleine Konjunkturströfcher, nicht jedoch für eine durchgreifende Konsumbelebung. Eine große, noch ungelöste Aufgabe bleibt die nachhaltige Stabilisierung des Immobilienmarktes. Diese ist aus unserer Sicht notwendig, um einerseits die Risiken in der Bauindustrie und bei Immobilienentwicklern einzudämmen und andererseits die Einkommensperspektiven der Privathaushalte zu stärken, da rund 70 % der Haushaltsvermögen in Immobilien angelegt sind. Ein umfassenderes Konjunkturpaket wäre unserer Einschätzung nach hilfreich, um den Wachstumskräften neues Leben einzuhauchen. Dieses sollte für Unternehmen auch Anreize setzen, wieder mehr Schulabgänger und Hochschulabsolventen einzustellen. Ein solches Paket zeichnet sich bislang aber nicht ab, sodass die Wachstumsdynamik schwach bleiben dürfte. Für 2024 rechnen wir deshalb mit einem BIP-Anstieg von 4,5 %. Weitere Liquiditätshilfen der PBoC haben wir berücksichtigt. Angesichts geopolitischer Spannungen und der De-Risking-Strategie vieler westlicher Regierungen dürften Unternehmen ihre Investitionstätigkeit in China überdenken und sich in der Region Asien breiter aufstellen. Für China wird es daher künftig wohl schwerer, ausländische Direktinvestitionen anzuziehen, sodass das angebotsseitige Wachstumspotenzial von dieser Seite untergraben wird.

Disinflationäre Tendenzen und niedrige Inflationsraten bleiben unseres Erachtens vorerst erhalten. Aufgrund eines Basiseffektes dürfte die Inflationsrate Anfang 2024 zwar über 1,0 % steigen, wegen der von uns erwarteten anhaltenden Nachfrageschwäche aber ganzjährig auf einem recht niedrigen Niveau verbleiben. Für die PBoC besteht somit Handlungsspielraum für weitere Konjunkturhilfen.

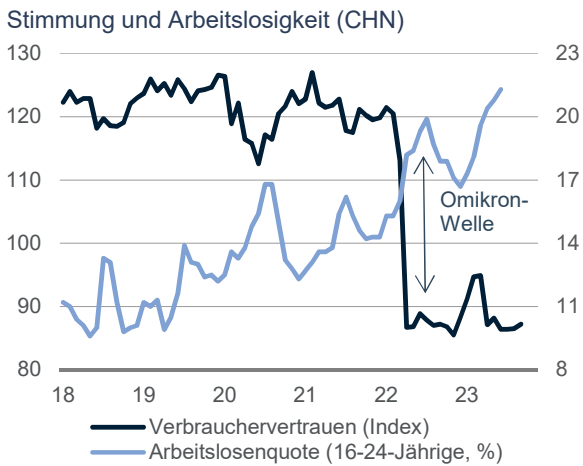
Wirtschaftsaktivität am Boden



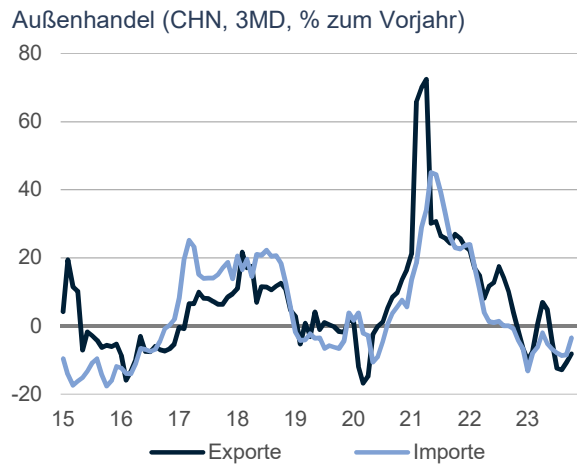
Talfahrt im Gang



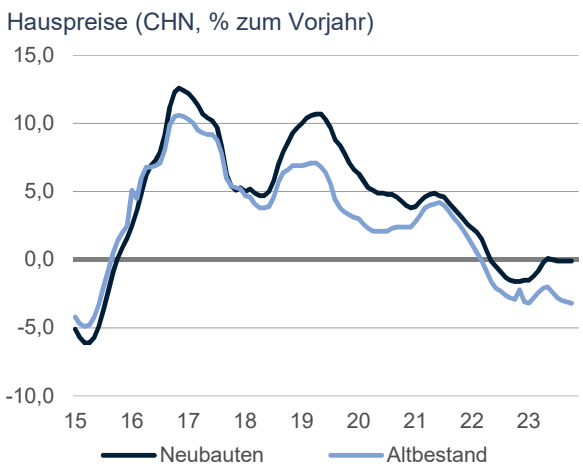
Vertrauenskrise tief verankert



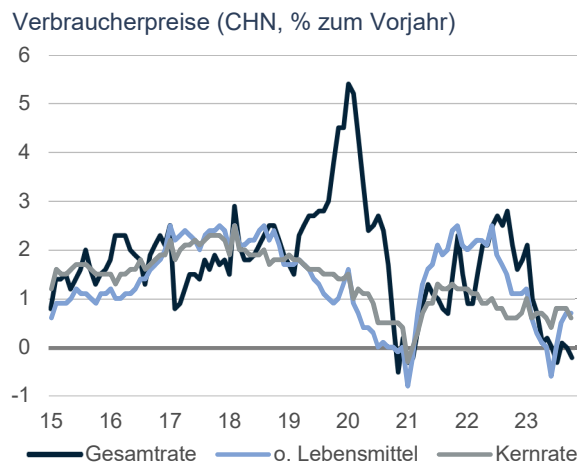
Impulsloser Außenhandel



Hauskäufer ohne Vertrauen



Disinflationäre Tendenzen



Geldpolitik: Zinssenkungen sind Zeitfrage

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Inflationsbekämpfung hat für Notenbanken weiter oberste Priorität, ...

... für das zweite Halbjahr 2024 stehen dennoch Zinssenkungen bevor

Fed: Zinslockerung ab Mitte 2024

EZB senkt Leitzinsen ab September

Bank of England wie die Fed

Bank of Japan bleiben Hände gebunden

Nachdem Disinflation und Deflationstendenzen von führenden Notenbanken viele Jahre mit einer ultra-expansiven Geldpolitik bekämpft wurden, ist vor rund eineinhalb Jahren eine 180-Grad-Wende erfolgt. Ausschlaggebend war der durch den Ukraine-Krieg verursachte zusätzliche Inflationsschub, der in kurzer Zeit zu kräftig gestiegenen Leitzinsen geführt hat. Gleichzeitig verkürzen Notenbanken ihre Bilanzen, was nichts anderes bedeutet, als dass die zu Krisenzeiten gedruckte Liquidität eingesammelt wird. Geldmengen werden perspektivisch also weiter sinken. Alles in allem wirkt die Geldpolitik damit längst restriktiv auf das Wirtschaftsgeschehen. Dabei sieht es für uns so aus, als seien die Zinsgipfel erreicht. Notenbanken befinden sich in Zinspausen, in denen sie das gestiegene Zinsniveau datenabhängig wirken lassen.

Das wird unseres Erachtens im ersten Halbjahr 2024 so weitergehen. Wir leiten dies aus unserem Inflationsausblick ab (vgl. S. 5), der für manche Länder mitunter klare Preiszielverfehlungen enthält. Notenbanken haben damit Grund, an hohen Leitzinsen festzuhalten. Zudem dürfte eine Zinserhöhungsneigung fortbestehen – auch deshalb, weil das Zinspotenzial unseren Berechnungen zufolge nicht überall gehoben wurde und langfristige Inflationserwartungen eine Entankerung zeigen. Hier haben wir vor allem die EZB im Blick. Aus unserer Sicht werden Zinsanhebungen aber nur bei überraschenden Inflationsrückschlägen noch beschlossen.

Im Zuge des von uns für das zweite Halbjahr 2024 erwarteten zumeist weiteren Inflationsrückgangs dürften Leitzinserhöhungen immer weniger als notwendig erachtet werden. Diese Einschätzung wird ab dem zweiten Quartal wohl immer salonfähiger. Auch wenn die bevorstehende Quasi-Preisstabilität unseres Erachtens ein nur schwaches Argument für Zinssenkungen ist, dürfte das Pendel dennoch dahingehend schlagen. Immer lauter wird global wohl die Frage gestellt werden, ob eine stark restriktive Geldpolitik angesichts schwacher Konjunkturen, sinkender Wachstumsraten des Produktionspotenzials und hoher Refinanzierungserfordernisse angemessen ist. Wegen der nur vage in Aussicht stehenden Preisstabilität rechnen wir aber mit einem vorsichtigen Umschalten, einen klassischen Zinssenkungspfad sehen wir nicht. Die Geldpolitik wirkte damit nur weniger restriktiv. Wir erwarten:

- **Fed:** Die von der Notenbank besonders beachtete PCE-Inflationsrate kommt der 2%-Marke 2024 recht nah. Da sie den Beschäftigungsanstieg auch als Ziel zu beachten hat, wird die Leitzinszielspanne wohl auf jeder Sitzung im zweiten Halbjahr um 25 Basispunkte sinken. Ende 2024 läge diese dann bei 4,00–4,25 %. Für 2025 sehen wir ein nur noch geringeres Zinssenkungspotenzial.
- **EZB:** Trotz des hohen Inflationsanstiegs hat die EZB die Leitzinsen unseres Erachtens nicht stark genug erhöht. Eile mit Zinssenkungen dürfte sie daher nicht haben, zumal sie inflationsskeptischer ist als wir. Die schwache EWU-Konjunktur und die hohe EWU-Verschuldung werden letztlich aber wohl für Lockerungen um 25 Basispunkte im September und Dezember „votieren“. Statt bis Ende 2024 dürften vollständige PEPP-Reinvestitionen nur bis zur Jahresmitte erfolgen.
- **Bank of England:** Wegen der schwachen Wirtschaftsentwicklung wird der Leitzins im zweiten Halbjahr 2024 wohl ebenso wie bei der Fed um 100 Basispunkte sinken. Der Zinssenkungspfad dürfte 2025 weiter beschritten werden.
- **Bank of Japan:** Eine geldpolitische Normalisierung bleibt außer Sicht. Die wirtschaftliche Strukturschwäche und der geringe Inflationsdruck halten Straffungsambitionen klein. Wir erachten lediglich kosmetische Änderungen für wahrscheinlich, wie sie zuletzt bei der Steuerung der Renditestrukturkurve bestanden.

Staatsanleihen: Rückkehr der Risikoprämie

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Inflationsbekämpfung belastet

Leitzinssenkungen bieten perspektivisch Unterstützung, ...

... ein höheres Zinsniveau wird zur Inflationsbekämpfung aber weiter benötigt

2024: Sinkende Liquidität und wachsende Staatsschulden ...

... werden Risikoprämien steigen lassen

Die Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen haben 2023 auf ihren höheren Niveaus verharrt oder sind sogar weiter gestiegen. Den Gesamtanstieg haben aus unserer Sicht die Corona-Pandemie und der Ukraine-Krieg ausgelöst, die als exogene Schocks für eine Inflationsrückkehr gesorgt und Notenbanken in die Zinserhöhungsspur gesetzt haben. Damit ist es der rasant herbeigeführte massive Leitzinsanstieg, der völlig neue Rahmenbedingungen für Staatsanleihen erbracht hat. Hinzu kommt die zur Finanzierung gestiegener Staatsausgaben höhere Emissionstätigkeit insbesondere der USA, aus der Marktbelastungen ebenfalls hervorgegangen sind. Im Zuge mitunter variierender Markterwartungen bestanden im Jahresverlauf 2023 starke Renditeschwanken von mitunter 100–200 Basispunkten.

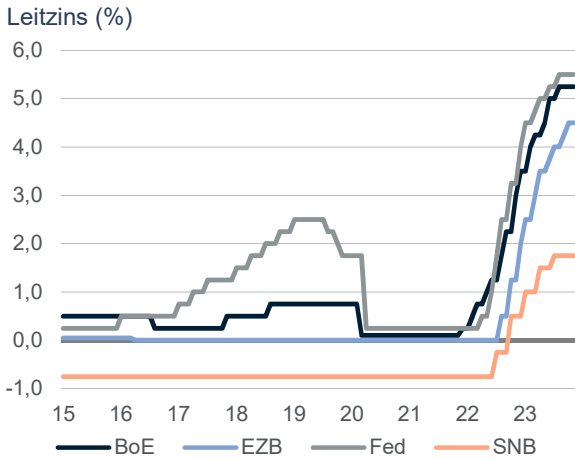
Bleibt das 2024 so? Hinsichtlich unserer Erwartungen an die Geldpolitik (vgl. S. 14) können Marktteilnehmer durchaus auf Unterstützung für Staatsanleihen hoffen. So werden Inflationsraten zwar weiter sinken, ohne dass sich ein preisstabiles Umfeld in der Breite einstellen wird. Eine Leitzinserhöhungsneigung führender Notenbanken dürfte damit vorerst bestehen bleiben. Der Wind wird im Jahresverlauf aber wohl drehen: Im Zuge einer voraussichtlich weiteren Annäherung an bestehende Preisziele werden Notenbanken unserer Einschätzung nach erklären, Leitzinsen nicht weiter zu erhöhen. Damit wird zinsseitig ein Deckel auf den Renditeanstieg gesetzt. Zunehmend dürften Marktteilnehmer die Frage stellen, ob der hohe Grad an restriktiver Geldpolitik noch nötig ist, und auf Leitzinssenkungen setzen. Wir wären nicht überrascht, wenn unsere moderaten Erwartungen an das Zinssenkungspotenzial dabei zeitweise übertroffen würden. Da das Erreichen von Preisstabilität unseres Erachtens jedoch kein Selbstläufer ist, rechnen wir damit, dass Geldpolitiker darauf konzentriert bleiben werden, das restriktive Leitzinsniveau wirken zu lassen. Der Spielraum für Zinslockerungen ist aus unserer Sicht deshalb gering. Somit hat der zurückliegende Renditeanstieg kaum Potenzial, 2024 markant zu drehen.

Unserer Einschätzung nach wird sein Ausmaß ohnehin von gegenläufigen Effekten gebremst. So gehen vom bereits laufenden und über 2024 hinaus wohl anhaltenden Absaugen überschüssiger Liquidität seitens der Notenbanken ebenso renditesteigernde Impulse aus wie von der hoch bleibenden Emissionstätigkeit. Insbesondere die USA stechen hier mit hohen Staatsausgaben hervor, weshalb gute Bewertungen durch Ratingagenturen weitere Kratzer erhalten dürften. Allein die Sorgen um die Schuldentragfähigkeit werden unseres Erachtens ausreichen, um ein durch die ultra-expansive Geldpolitik global seit mehr als einer Dekade verschwundenes Element aus der Versenkung zu holen: die Risikoprämie. Ohne die Wertpapier-Kaufambitionen führender Notenbanken werden Investoren die Sicherheit ihrer Investments aus unserer Sicht nämlich stärker hinterfragen. Die Renditen von US-Treasuries und Bundesanleihen dürften 2024 daher trotz Leitzinssenkungen keine echte Abwärtsdynamik zeigen. Auch für EWU-Peripherie-Spreads besteht nur wenig Einengungspotenzial. Wegen der unter anderem deshalb zu erwartenden höheren Volatilität am langen Ende und deutlich weniger inverser Renditestrukturkurven bevorzugen wir eine kurze Duration, mit der bestehende Risiken wohl am besten zu meiden sind.

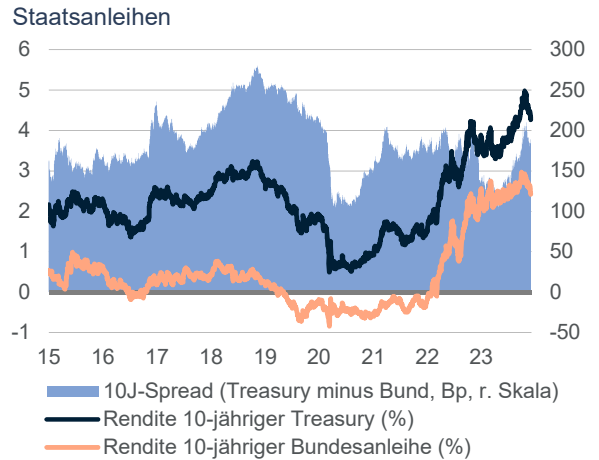
Renditeprognosen	30.11.2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
10-jährige Treasury (%)	4,36	4,40	4,10	3,75	4,00
10-jährige Bundesanleihe (%)	2,45	2,60	2,50	2,40	2,50
Treasury-Bund-Spread (Basispunkte)	191	180	160	135	150

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Geldpolitik auf Restriktionskurs



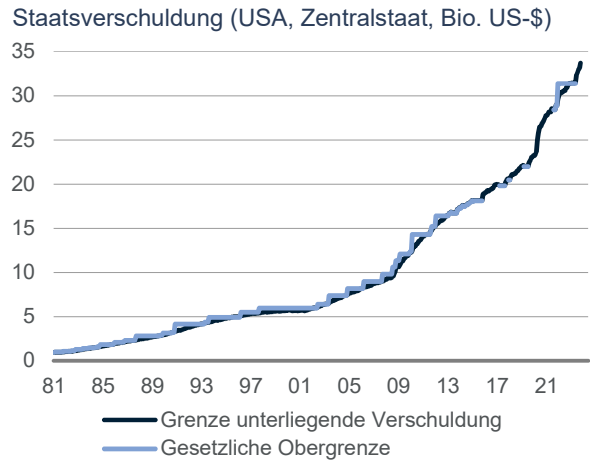
Alte Zeiten bei Renditen sind zurück



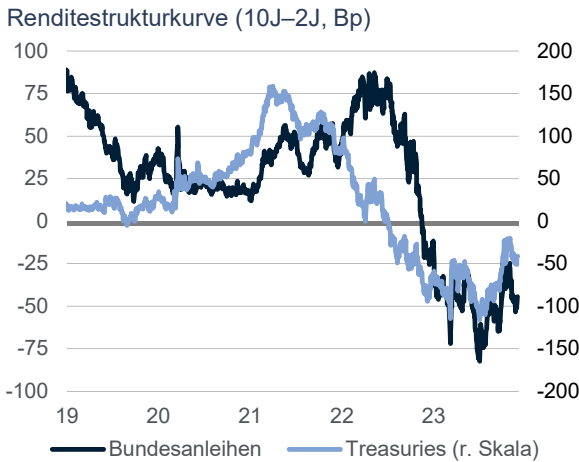
Inflationserwartungen über Preisziel



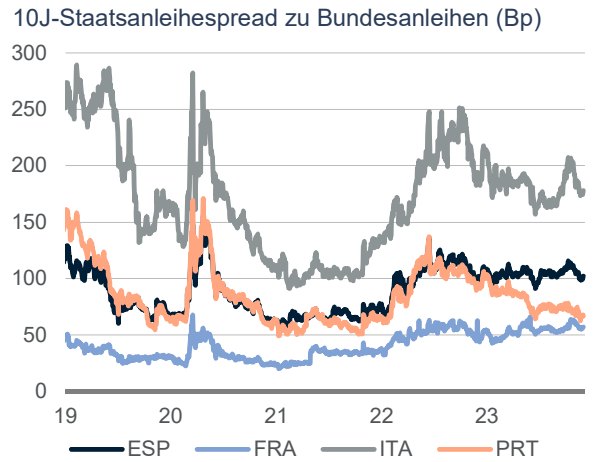
Großer Kapitalhunger der USA



Abnehmender Inversionsgrad



Italien mischt Spread-Welt auf



Währungen: USD-Stärke bröckelt

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

EUR–USD: Etwas höher

Unsere vor einem Jahr an dieser Stelle vorgetragene Einschätzung, dass EUR–USD auf Jahressicht unter 1,10 bleibt, ist bis dato aufgegangen. Hierzu hat auch ein erhöhtes Sicherheitsbedürfnis internationaler Investoren aufgrund geopolitischer Ereignisse beigetragen, wovon USD profitiert hat. Das wird unseres Erachtens auch 2024 und darüber hinaus so sein. Hierfür spricht vor allem der Mangel an echten Alternativen als Weltreserve- und Anlagewährung. Hinsichtlich Breite, Tiefe und Liquidität des Marktes bleibt USD unseres Erachtens weiterhin das Maß aller Dinge.

2023: EUR–USD meist unter 1,10

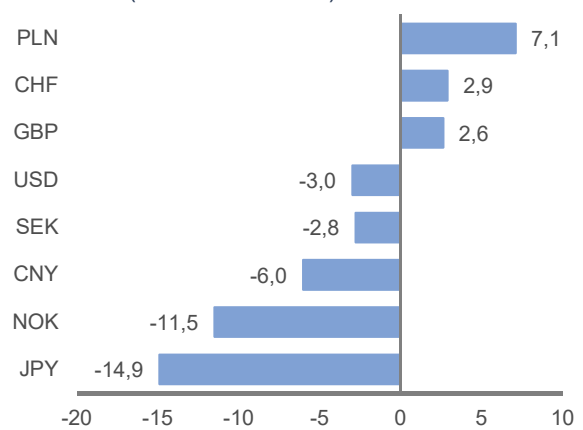
Wechselkurs und Renditedifferenz



Quelle: LSEG Datastream

EUR profitiert von Schwäche anderer

EUR-Kurs (% seit 02.01.2023)*



Quelle: LSEG Datastream

* Positiver Wert bedeutet Aufwertung des Euro

EUR–USD schwankt 2024 um 1,10

Zinsfantasien lösen USD-Abschwächung aus

US-Staatsverschuldung und US-Wahlen belasten USD auf 12M-Sicht

Wir halten an unserer Sicht fest, dass sich EUR nicht aus eigener Kraft gegenüber USD festigen wird. Für 2024 sehen wir EUR–USD deshalb grundsätzlich weiter bei 1,10 verankert. Im ersten Halbjahr werden die Kurse unserer Einschätzung nach etwas unter dieser Marke liegen, da die Wirtschaftsleistung im Euroraum unserer Prognose zufolge ohne Glanz bleibt und die US-Wirtschaft wohl lediglich zu einer weichen Konjunkturlandung ansetzt. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir etwas höhere Wechselkurse. Aus fundamentaler Sicht dürfte der maßgebliche Impuls dabei von Leitzinsfantasien ausgehen, die USD-negativ wirken dürften: Im Zuge des Inflationsanstiegs hat die US-Notenbank den Leitzins schneller und stärker angehoben als die EZB. Unserer Ansicht nach wird sie diesen deshalb auch früher und deutlicher senken. Das Zinssenkungspotenzial veranschlagen wir mit 100 Basispunkten doppelt so hoch als für die EZB (vgl. S. 14). Schon zur Jahresmitte dürfte der US-Leitzinsvorsprung damit sinken. Relativ betrachtet gewinnt EUR damit an Attraktivität, auch wenn der US-Zins absolut erhöht bleibt.

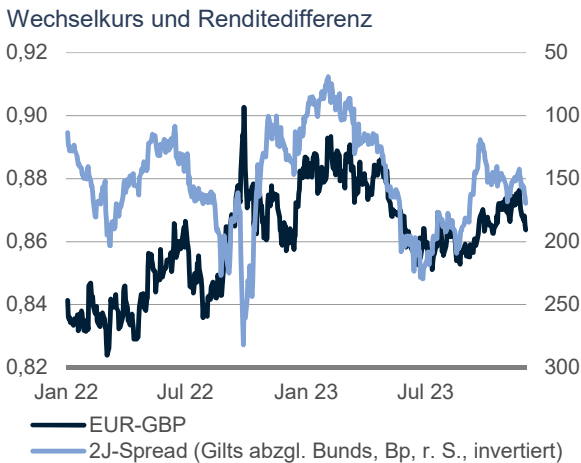
USD-negativ wirkt im späteren Jahresverlauf zudem wohl auch das ungelöste Finanzierungsproblem um den US-Staatshaushalt. Schon Anfang 2024 dürfte der Streit um weitere Überbrückungsfinanzierungen zeitweise belastend wirken, die notwendige Anhebung der Schuldenobergrenze steht aber erst für Anfang 2025 auf der Agenda. Auch die in der zweiten Jahreshälfte sich voraussichtlich verstärkende Unsicherheit bezüglich des Ausgangs der Kongress- und Präsidentschaftswahlen im November spricht eher für eine USD-belastende Wirkung. Von aktuell 1,09 erwarten wir auf Jahressicht somit eine moderate USD-Abschwächung auf 1,12.

Für 2024 Kurse um 0,87 im Blick

EUR-GBP: Seitwärts

Wir erwarten, dass das erhöhte EUR-GBP-Kursniveau von rund 0,87 unter moderaten Schwankungen auch 2024 erhalten bleibt. Aus währungstechnischer Sicht dürften sowohl konjunkturelle als auch zinspolitische Argumente weder Großbritannien noch dem Euroraum nennenswerte Vorteile verschaffen. Beide Notenbanken werden ihren restriktiven Kurs unserer Prognose zufolge für einige Zeit beibehalten. Unsere Inflationsprognosen legen nahe, dass die BoE ihren Preiszielwert etwas früher erreicht als die EZB und daher eher beginnen wird, ihren Restriktionskurs zu lockern (vgl. S. 14). Der derzeit bestehende Leitzinsvorsprung dürfte demnach etwas abschmelzen. Unseres Erachtens ist das im aktuellen Kurs jedoch schon weitgehend eingepreist. Zu deutlich tieferen Kursen dürfte es somit nicht reichen, obwohl GBP-belastende Faktoren bereits abgeräumt wurden: Durch das Windsor-Abkommen von Anfang 2023 ist der jahrelange Handelsstreit mit der EU um Nordirland beigelegt, ein Abspaltungsrisiko Schottlands droht derzeit nicht. Für uns bleiben 2024 faire Wechselkurse klar außer Reichweite, die gemäß unserer Berechnung der Kaufkraftparität um 0,75 EUR-GBP zu veranschlagen sind.

EUR-GBP schwankt um 0,87



Quelle: LSEG Datastream

CHF-Zinsnachteil beträchtlich



Quelle: LSEG Datastream

CHF-Zinsnachteil wird noch größer

EUR-CHF: Parität ist gesetzt

Auch CHF dürfte in nächster Zeit weder von der Konjunktur noch von der Geldpolitik Unterstützung erfahren. In der Schweiz wird das stagnative Umfeld ebenso erhalten bleiben wie im Euroraum. Die Schweizerische Inflationsrate liegt seit Mitte 2023 zudem wieder im SNB-Zielbereich von 0,0–2,0 %. Selbst wenn die SNB mit einer weiteren Zinsstraffung auf erneuten Inflationsdruck reagieren würde, bliebe der CHF-Zinsnachteil zum EUR beträchtlich. Wegen der 2024 deutlich tiefer liegenden Schweizerischen Inflationsrate wird die SNB den Leitzins unserer Prognose zufolge schon im Juni senken – vor der EZB. Damit wird der Renditenachteil der Eidgenossen zu Bundesanleihen vorübergehend größer und CHF belasten. Für uns liegt der faire EUR-CHF-Kurs somit weiter etwas über der Parität. Diese wird aber wohl erst dann auch erreicht, wenn die derzeit bestehende Risikoaversion abnimmt.

Währungsprognosen	30.11.2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2023
EUR-USD	1,09	1,07	1,10	1,12	1,12
EUR-GBP	0,86	0,86	0,86	0,88	0,87
EUR-CHF	0,96	0,97	1,00	1,02	1,02

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

DAX: Das Gute überwiegt

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

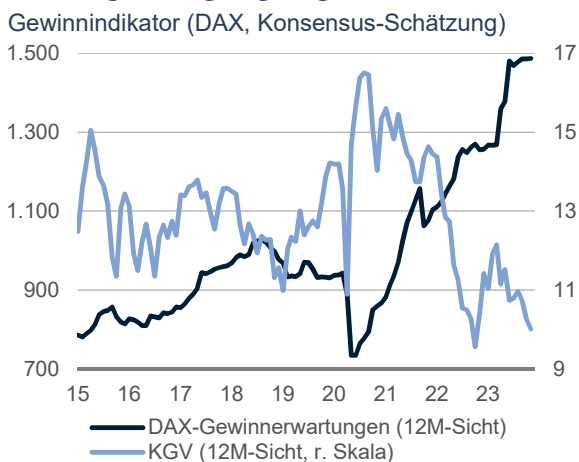
Stabile Unternehmensgewinne
sprechen für den DAX, ...

... Zinsanstieg begrenzt das
Kurspotenzial

DAX-seitig sieht es nach einem versöhnlichen Jahresabschluss aus: Die im Zuge der Eskalation des Nahost-Konflikts deutlich gestiegene Risikowahrnehmung der Investoren hat sich zuletzt zurückgebildet. Zu dem freundlicher werdenden Umfeld haben überdies abnehmende Zinsorgen beigetragen, unterstützt durch etwas stärker als erwartet gesunkene Inflationsraten. In der Folge ist der DAX wieder merklich gestiegen, ohne sein Jahreshoch von 16.470 Punkte dabei zu erreichen.

Für 2024 gehen wir davon aus, dass sich Gewöhnungseffekte hinsichtlich der zurzeit bestehenden geopolitischen Dissonanzen einstellen werden. Seitens wichtiger Einflussfaktoren sehen wir daher durchaus Kurspotenzial. Dieses leiten wir aus der im internationalen Vergleich günstigen Bewertung, gemessen etwa am Kurs-Buch- und Kurs-Gewinn-Verhältnis, sowie der von uns erwarteten Wende bei konjunkturellen Frühindikatoren ab, die Zuversicht bei Investoren verbreiten dürfte. Dies sehen wir aber noch nicht als Kurstreiber an, als Sicherheitsnetz hingegen schon. Mit Blick auf unser Wachstumsbild besteht von dort aus Potenzial durch die Aussicht auf stabile Unternehmensgewinne. Analysten-Schätzungen zufolge liegen diese für 2024 bei rund 7 %, was unserer Ansicht nach etwas zu hoch ist. Dies führen wir vor allem darauf zurück, dass es Unternehmen schwerer fallen dürfte, gestiegene Kosten an Verbraucher weiterzugeben. In diese Kerbe schlägt unseres Erachtens auch das deutlich gestiegene Zinsniveau, dessen Belastung ganzjährig besteht. Das Kurspotenzial begrenzen zudem markant verschobene Bewertungsrelationen: Im Zuge der globalen Zinswende haben Anleihen gegenüber Aktien an Attraktivität gewonnen. Investoren dürften 2024 die Aktienrendite also genau betrachten, die sich im Vergleich zu (vermeintlich) risikolosen (Staats-)Anleiheinvestments erzielen lässt.

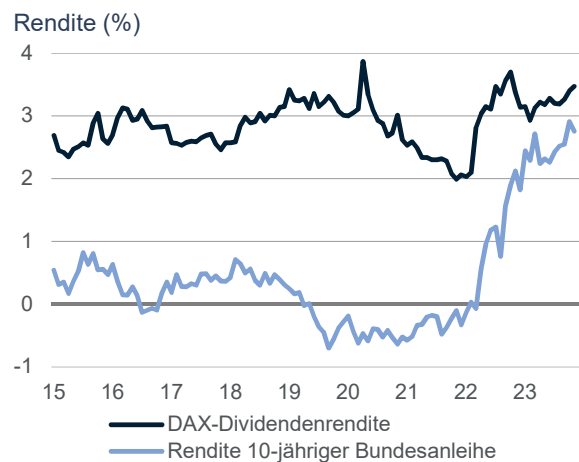
Günstige Ausgangslage



Quelle: LSEG Datastream

2024: DAX-Potenzial auf
knapp 5 % veranschlagt

DAX-Vorteil schmilzt dahin



Quelle: LSEG Datastream

Unter diesen Bedingungen rechnen wir für die den Jahresstart 2024 mit einer volatilen DAX-Entwicklung. Anleger dürften mal mehr und mal weniger davon überzeugt sein, dass Leitzinsgipfel erreicht sind. Im zweiten Quartal wird Zinsfantasie wohl aufkommen, weshalb wir den DAX zur Jahresmitte bei 16.700 Punkten erwarten. Das Kurspotenzial für das zweite Halbjahr sehen wir als limitiert an, da Inflationsorgen nicht durch Disinflationserwartungen ersetzt werden dürften. Ein zumindest zeitweises Kratzen an der Marke von 17.000 Punkten haben wir dennoch auf dem Zettel. Durch die US-Wahlen im November besteht das Risiko einer erhöhten Volatilität.

Asset Allokation: Anspruchsvolle Navigation

Burkhard Allgeier
Lampe Asset Management
+49 69 2444878-20
burkhard.allgeier@lampe-am.de

Renten positiv, Aktien –
es kommt drauf an

Der KI-Hoffnung sollten
2024 KI-Erträge folgen

Die Gewinne erholen sich
moderat

Europa attraktiv

Das Jahr 2023 war an den Kapitalmärkten durch die Zinspolitik der Notenbanken bestimmt. Wie im Ausnahmejahr 2022 gab es einige Phasen, in denen die Korrelation zwischen den Assetklassen Aktien, Renten und Rohstoffen sehr hoch war. So litten die Aktienmärkte im März und Spätsommer unter den rasch steigenden Anleiherenditen. In den Phasen, in denen die robuste US-Konjunktur oder die Hoffnung auf einen KI-bedingten Produktivitätsschub im Fokus standen, konnten sich die Aktienmärkte jedoch den Belastungen durch erhöhte Realzinsen entziehen.

Die Entwicklung an den Kapitalmärkten dürfte 2024 dadurch geprägt werden, ob, wann und wie stark führenden Notenbanken ihre Zinszüge wieder lockern werden. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass die Fed Mitte des nächsten Jahres und die EZB etwas verzögert ihren Zins moderat absenken werden (vgl. S. 14). Denn wir gehen davon aus, dass die Inflationsraten weiter zurückgehen, was den Notenbanken Zinsspielraum eröffnet, den sie angesichts einer schwächelnden Weltkonjunktur nutzen dürften. Die Vorgaben für die Rentenmärkte sind somit positiv. Für die Aktienmärkte wird es mit Blick auf die makroökonomischen Treiber darauf ankommen, ob die Konjunkturschwäche oder die nachlassende Inflation das Narrativ bestimmen. Sollten sich die Marktakteure auf die Konjunkturabkühlung in den USA fokussieren, dürften Gewinnsorgen dominieren. In diesem Fall unterstützten die Leitzinssenkungsspekulationen und die von uns erwarteten fallenden Staatsanleiherenditen unmittelbar wenig, da sie dann Ausdruck einer möglichen Rezession sind.

Mit Blick auf die Unternehmensebene wird im kommenden Jahr viel davon abhängen, inwieweit KI-Entwickler bei den Anwendungen glaubwürdige Fortschritte erzielen und diese erfolgreich monetarisieren können. Denn die Abhängigkeit des US-Aktienmarktes – und damit letztlich auch der globalen Marktbewegungen – von den „Glorreichen Sieben“ (Magnificent Seven) ist hoch.² Diese sieben Technologieaktien haben seit Jahresbeginn um 100 % zugelegt und damit den Löwenanteil zur Gesamtleistung des S&P 500 von 18 % beigetragen.

Die ökonomischen Vorgaben für die Gewinnentwicklung 2024 sind durchwachsen. Unsere Prognose für das nominale BIP-Wachstum in den USA fällt mit 3,8 % und zwei Prozentpunkte niedriger aus, als 2023 voraussichtlich enden wird. Neben den Nachfragefaktoren, die das Umsatzwachstum bestimmen, hängt das Gewinnwachstum von der Gewinnmarge ab. In vielen Branchen steigen aktuell die Löhne stärker als die Absatzpreise und die Finanzierungskosten liegen allgemein höher, wodurch die Margen unter Druck geraten sind. Basierend auf diesen Faktoren prognostizieren wir für 2024 ein Gewinnwachstum der im S&P 500 notierten Unternehmen von rund 8 %. Eine solide fundamentale Entwicklung ist jedoch an den US-Märkten weitestgehend eingepreist. Bei einigen hochbewerteten Firmen könnten die Gewinnfantasien im kommenden Jahr getestet werden. Wir rechnen für den Gesamtmarkt nicht mit einer Bewertungsausweitung, sodass der S&P 500 am Ende des ersten Halbjahres bei etwa 4.700 Punkten notieren dürfte.

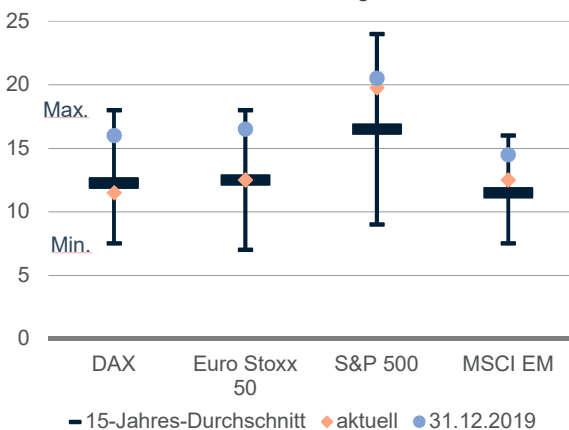
Für die im STOXX Europe 600 gelisteten Unternehmen ist die fundamentale Situation zwar aktuell herausfordernder als für ihre US-Pendants, aber angesichts ihrer globalen Ausrichtung dürften ihre Gewinne im kommenden Jahr immerhin rund 5 %

² Als „Glorreiche Sieben“ bezeichnen Marktakteure die sieben US-Unternehmen Apple, Nvidia, Alphabet, Meta, Amazon, Tesla und Microsoft. Diese sind die wertvollsten Unternehmen im S&P 500 und machen rund 30 % des Index aus.

zulegen können. Die nachlassenden Inflationssorgen, die niedrigeren Staatsanleiherenditen und die Hoffnung auf eine Erholung der globalen Konjunktur dürften spätestens im Frühjahr die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer erhöhen. In diesem Umfeld dürften die europäischen Aktienmärkte davon profitieren, dass ihre Bewertung, gemessen etwa am Kurs-Buch- oder Kurs-Gewinn-Verhältnis, niedrig ist (vgl. nachfolgende Grafik links). Unsere Ertragserwartung für den STOXX Europe liegt bis Mitte 2024 bei ungefähr 10 %.

Bewertung: Europa interessant

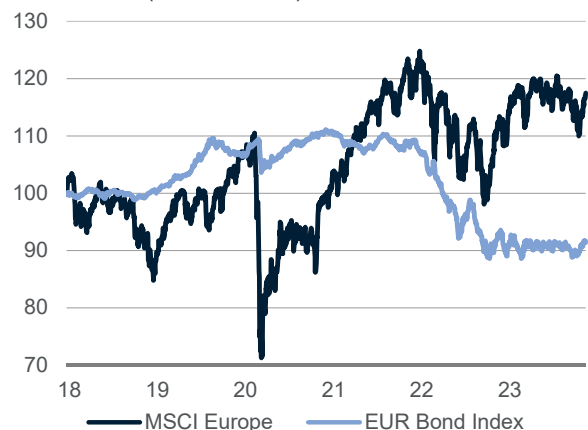
Kurs-Gewinn-Verhältnis nach Regionen



Quelle: Bloomberg, Lampe Asset Management

Korrelation derzeit lose

Aktienindex (01/2018=100)



Quelle: Bloomberg, Lampe Asset Management
Anleiheindex: Bloomberg EURAgg Total Return Index

Staats- und Unternehmensanleihen mit attraktiven Renditen

Zinssenkungsdiskussion dürfte Renditen 2024 drücken

Erhöhte Zinsen langfristig sichern

Renten-Universum: Stabilisator und Ertragsbringer

Die Ertragschancen an den Rentenmärkten sind aktuell so hoch wie lange nicht: Die 10-jährige US-Treasury-Rendite erreichte 2023 mit knapp über 5 % sogar den höchsten Stand seit Beginn der großen Finanzkrise 2007.

Der Renditehochpunkt dürfte inzwischen hinter uns liegen. Da sich die Inflationsdynamik und die Konjunktur zum Jahreswechsel weiter abschwächen dürften, sollte das Higher-for-longer-Narrativ der Fed – also höhere Leitzinsen für einen längeren Zeitraum – zügig von Zinssenkungsfantasien abgelöst werden. Im ersten Quartal 2024 wird sich die Fed wohl noch verbal dagegen „lehnen“, denn eine zu schnelle Kehrtwende gefährdet den Erfolg an der Inflationsfront. Zudem könnte die Volatilität der Preisdaten immer wieder am Rentenmarkt zu zwischenzeitlich steigenden Renditen führen. Im zweiten Quartal 2024 dürften die US-Währungshüter dann eine erste Zinssenkung vorbereiten und zu Beginn des dritten Quartals tatsächlich durchführen.

Die erwarteten Renditerückgänge bei Staatsanleihen im mittleren und längeren Laufzeitenbereich 2024 gehen mit entsprechenden Kurssteigerungen einher. Um das Ertragspotenzial von Anleihen im Rahmen eines Multi-Asset-Portfolios zu optimieren, muss eine Rentenallokation eine bestimmte Durationsschwelle erreichen, um einen signifikanten Ertrag durch Kursgewinne zu ermöglichen.³ Sollten die Renditen moderat fallen, von heute aus gesehen um beispielsweise 50 Basispunkte, wären mit 10-jährigen US-Treasuries auf Jahressicht gut 8 ½ % zu verdienen, mit laufzeitgleichen Bundesanleihen mehr als 7 %.

³ Eine längere Restlaufzeit führt zu höheren Kursgewinnen bei einem allgemeinen Renditerückgang.

Auskömmliche Kompensation bei Unternehmensanleihen

Die Märkte für Unternehmensanleihen dürften sich 2024 in einem Spannungsfeld zwischen Konjunktursorgen und perspektivisch aufkommenden Zinssenkungsfantasien bewegen. Ausfallraten werden sich zunächst voraussichtlich moderat erhöhen, jedoch nicht dauerhaft. Die Renditeaufschläge sollten sich volatil seitwärts entwickeln. Bei Ausschlägen nach oben sehen wir durchaus gute Einstiegschancen, denn noch bieten Unternehmensanleihen einen auskömmlichen Puffer im Falle weiterer Renditeanstiege. In der Auswahl der Anleihen fokussieren wir uns auf bonitätsstarke Emittenten mit einem geringen Verschuldungsgrad und stabilem Geschäftsmodell. Dabei werden kürzere Laufzeiten bei Unternehmensanleihen derzeit bevorzugt. Wir mischen zudem strategieabhängig High-Yield-Anleihen bei.

Fazit: 2024 – ein Jahr für Renten

Unterm Strich können sich Investoren, die auf eine regelmäßige Ertragserwirtschaftung fokussiert sind, schon jetzt die attraktiven Renditeniveaus sichern.

Gold mit Chancen

Gold: Moderates Aufwärtspotential

Das Jahr 2023 war unterm Strich ein „glänzendes“ Jahr. Der Goldpreis konnte im Jahresverlauf – nicht zuletzt im Zuge geopolitischer Verspannungen – um rund 100 USD/Feinunze zulegen. In den kommenden zwölf Monaten dürften die Renditen, ein moderat schwächerer US-Dollar sowie die Geopolitik dem Goldpreis über weite Strecken Rückenwind verleihen. Der Weg für leicht höhere Notierungen von Gold ist in den kommenden Monaten also frei. Dabei zeigen die steigenden Goldnotierungen am aktuellen Rand, dass Gold als sicherer Hafen – vor dem Hintergrund des jüngsten Nahost-Konfliktes – gesucht wird. Unsere Preisspanne für 2024 beträgt 1.850 bis 2.200 USD/Unze.

Aufwärtsschancen und Abwärtsrisiken halten sich die Waage

Asset Allokation: Ein schmaler Grat

Für die Asset Allokation liegen 2024 Wohl und Wehe nahe beieinander. In unserem eingangs beschriebenen Basisszenario – mit zurückgehender Inflation, ohne dass insbesondere die USA in eine Rezession abdriften – sollten sich im Schnitt die Erträge von Aktien- und Rentenmärkten nicht erheblich unterscheiden. Dieser Annahme liegt zugrunde, dass zum einen die Gewinne nur bescheiden zulegen dürften und eine Ausweitung der Kurs-Gewinn-Verhältnisse nur begrenzt zu erwarten ist. Und zum anderen bieten die Rentenmärkte ein ansehnliches Ertragspotenzial, das mit fallenden Renditen umso stärker zunimmt, je länger die Laufzeitauswahl ist. Daher sind wir aktuell zwischen Aktien und Renten neutral gewichtet; auch die Allokation zwischen den Aktienmärkten in den USA und in Europa befindet sich im Neutralzustand.

Die größte Herausforderung für die Asset Allokation liegt darin, wachsam zu navigieren und zu umschiffen, was viele – wir eingeschlossen – befürchten, aber hoffen, es könne vermieden werden: die Gefahr, dass die für die Kapitalmärkte so wichtige US-Konjunktur in die Rezession abtauchen könnte. Verdichteten sich die Anzeichen für dieses Risikoszenario, wäre unsere Asset Allokation markant zu verändern: Die Aktienquoten wären spürbar abzusenken, die Kassenhaltung (auch in US-Dollar) zu erhöhen, die Duration bei höherer Anleihequote zu verlängern. In der Aktienselektion wären defensive, weniger konjunkturreaktive Sektoren zu stärken.

Auf Kurs bleiben 2024 – Kontinuität und Beharrlichkeit mit Private Markets

Alexander Stern
Private Markets
+49 211 4952-196
alexander.stern@hal-privatbank.com

Kontinuität des Portfolioaufbaus insbesondere auch in Krisenzeiten entscheidend

Illiquidität, ein mehrjähriger Anlagehorizont und ein möglichst vielseitiges Private-Markets-Portfolio als Anker

Infrastrukturinvestments im Fokus durch langfristige Megatrends und geopolitische Herausforderungen

Wachstumskurs in Krisenzeiten fortgesetzt

„Continuous improvement is better than delayed perfection“ (Mark Twain) – der stetige Ausbau hin zu einer diversifizierteren Allokation in Private-Markets-Assetklassen wird auch in unruhigen Zeiten zur Pflicht. Die globalen Krisenherde aus 2022 bleiben bestehen und wurden durch neue Konflikte ausgeweitet. Altbekannte Megatrends wie Digitalisierung, demografischer Wandel und der Übergang zu einer nachhaltigen Ökonomie setzen sich fort, werden aber durch kurzfristige Schocks wie die COVID-Spätfolgen oder die Energiekrise unterschiedlich priorisiert oder beschleunigt. Um dieser Gemengelage zu begegnen, ist unseres Erachtens gerade jetzt die Innovations- und Investitionstätigkeit zu steigern, um die Wirtschaft zu modernisieren und das Produktivitätswachstum zu erhöhen. Eine Schlüsselfunktion haben hierbei Privat-Markets-Investitionen. Aus Anlegersicht bieten diese nicht nur eine weitere Determinante der Diversifikation oder Schutz vor abrupten Bewertungseffekten, sondern ebenfalls Partizipation an langfristiger Innovation. Auch in unruhigen Zeiten ist ein kontinuierlicher Portfolioaufbau daher entscheidend. Hierbei kommt es nicht auf eine statische Entscheidung zur Anpassung an aktuelle Krisen an, sondern vielmehr auf den dynamischen Ausbau des Portfolios bei einem Anlagehorizont von mindestens zehn Jahren.

Resilienz durch Private-Markets-Strategien

Private-Markets-Strategien können in genau diesen unruhigen Zeiten zur Portfolio-diversifikation beitragen. Stabile Bewertungsniveaus sowie attraktive, langfristig stabile Renditen als Portfolio stabilisator überzeugen hier besonders. Der illiquide Charakter bietet Investoren die Möglichkeit, Illiquiditätsprämien zu vereinnahmen und zudem von der geringen Volatilität und Stabilität sowie dem teilweise inflationsindexierten Charakter der Renditen zu profitieren.

Während Private Equity und Venture Capital besondere langfristige Renditetreiber im Portfolio sind, bietet Private Debt durch die variable Zinsbasis einen natürlichen Schutz gegen Zinsänderungsrisiken. Insbesondere Private Debt besticht durch quartalsweise reale Ausschüttungen, während Private Equity und Venture Capital hohe Renditen maßgeblich über Verkäufe in der Zukunft realisieren. Infrastruktur als Anlageklasse kann die Eigenschaften aller drei oben genannten Bereiche in unterschiedlicher Ausprägung vereinen. Vor allem bereits bestehende Kerninfrastruktur wie Offshore-Windparks verbinden Sachwertbezug und Inflationsschutz mit kontinuierlichen Zahlungsströmen von Private Debt. Infrastruktur kann aber auch Late-Stage-Venture-Charakteristika aufweisen, wenn es sich beispielsweise um die Produktion von E-Kraftstoffen handelt. Stehen Dienstleistungen im Fokus, etwa bei Planung, Entwicklung und Betrieb essenzieller Infrastruktur (z. B. Transport und Montage von Offshore-Windparks), weist Infrastruktur die unternehmerischen Eigenschaften von Private Equity auf. Insbesondere durch die Sicherstellung der Energieversorgung in geopolitischen Krisen und die Anforderungen einer steigenden nachhaltigen Energieproduktion erhält diese Anlageklasse besondere Beachtung.

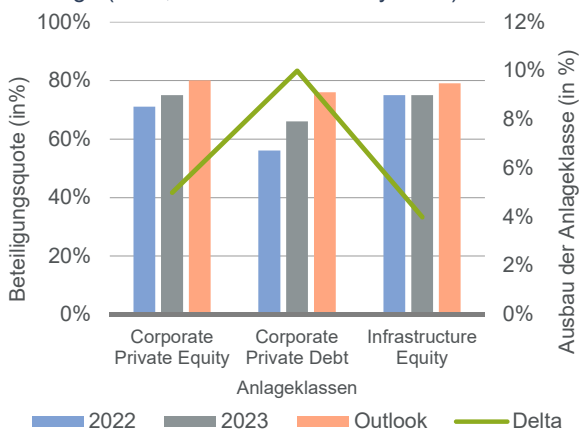
Freundliches Investoren-Sentiment

Eine gute Auskunft über die Allokation deutscher institutioneller Investoren bietet die jährliche Umfrage des Bundesverbandes für Alternative Investments e.V. (BAI). Werden die Beteiligungsquoten der Investoren im Zeitverlauf betrachtet, fällt auf,

dass der Anteil in den Anlageklassen sukzessive steigt und 2024 weiter ausgebaut werden soll. Insbesondere Private Debt konnte sich in den vergangenen Jahren deutlich etablieren und zu anderen Anlageklassen aufschließen. Wird der Anteil von Privat Markets innerhalb der Portfolioallokation der institutionellen Investoren betrachtet, ist festzustellen, dass nicht nur die Beteiligungsquote an den Anlageklassen wächst, sondern auch das Gewicht in den Portfolien. In diesem Jahr wird das durchschnittliche Portfoliogewicht der Private-Markets-Anlagen bei 22,5 % liegen, es soll um 3,1 % weiter ausgebaut werden. Die Portfolien vermögender und hochvermögiger Personen sind im Schnitt deutlich heterogener als diejenigen institutioneller Investoren. Zu beobachten ist häufig keine Allokation oder eine Unter-Allokation in Private-Markets-Anlageklassen, oftmals mit Über-Allokation in Real Estate.

Allokation Institutioneller Investoren

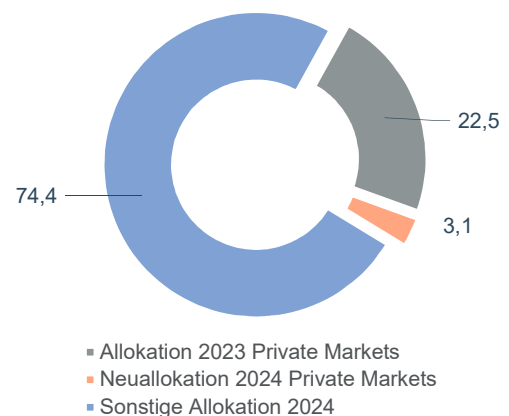
Umfrage (DEU, BAI Investor Survey 2023)



Quelle: BAI Investor Survey 2023, Hauck Aufhäuser Lampe & Kapital 1852 Research

Private Markets als Portfoliobaustein

Umfrage (DEU, BAI Investor Survey 2023, %)



Quelle: BAI Investor Survey 2023, Hauck Aufhäuser Lampe & Kapital 1852 Research

Verschiebung zu Infrastruktur Equity, Private Equity und Private Debt

Angesichts der aktuellen Herausforderungen durch globale Krisen hat der Bundesverband Alternative Investments erstmals ein repräsentatives Stimmungsbarometer deutscher Investoren zu den verschiedenen Anlageklassen veröffentlicht. Die Skalierung dieses Stimmungsbarometers reicht von sehr positiv über neutral bis sehr negativ. Insgesamt werden aktuell Infrastrukturinvestments und Private-Debt-Investments als sehr positiv wahrgenommen. Private Equity wird trotz der Verschiebung der Bewertungsniveaus als eher positiv bewertet. Von den Investoren planen 44 %, die bestehende Allokation in Private Equity auszubauen. In Infrastruktur und Private Debt sind es sogar jeweils 56 %, die die Bestandsallokation erhöhen.

2024: Allokation nach Maß und auf Kurs bleiben!

Breit aufgestellte Portfolien profitieren

Eine krisenfeste Investmentstrategie sollte verschiedene Anlageklassen und auch Wirtschaftsräume berücksichtigen, um die jeweiligen konjunkturellen und politischen Einflüsse und die damit verbundenen ökonomischen Implikationen auszubalancieren. Der Aufbau des Portfolios über mehrere Jahre sowie kontinuierliche Reallokationen in den Folgejahren machen dieses ebenfalls robuster und minimieren das Timing-Risiko. Gerade im aktuellen Umfeld und bei sich laufend ändernden Rahmenbedingungen ist kontinuierliches Investieren entscheidend – oder um mit Mark Twain abzuschließen: „Continuous improvement is better than delayed perfection.“

Abkürzungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 9M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 9 Monate, 12 Monate	Ggü.	Gegenüber
3MD	3-Monatsdurchschnitt (gleitend)	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
2J, 10J	2 Jahre, 10 Jahre	ifo	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung	Invest.	Investitionen
%-Punkte	Prozentpunkte	JPY	Japanischer Yen als Währung
Abzgl.	Abzüglich	KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Kum.	Kumuliert
BoE	Bank of England (Notenbank von Großbritannien)	NOK	Norwegische Krone als Währung
BoJ	Bank of Japan (Notenbank von Japan)	O. Lebensmittel	Ohne Lebensmittel
Bp	Basispunkt(e)	P	Prognose
BRICS	Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika	PBoC	People's Bank of China (Notenbank der Volksrepublik China)
Bund(s)	Bundesanleihe(n)	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
CHF	Schweizer Franken	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemie-Notkaufprogramm)
CHN	China	PLN	Polnischer Zloty als Währung
CNY	Chinesischer Yuan als Währung	Priv. Verbr.	Privater Verbrauch
DAX	Deutscher Aktienindex	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
DEU, ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	S&P 500	Standard & Poor's 500 (Aktienindex)
Erwerbst.-Std.	Erwerbstätigen-Stunde	SEK	Schwedische Krone als Währung
EUR	Euro	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
EWU	Europäische Währungsunion	STOXX Europe 600	Aktienindex
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	Verarb. Gew.	Verarbeitendes Gewerbe
GBP	Britisches Pfund	Zum Vj./z. Vj.	Zum Vorjahr

Begriffe

Begriff	Erklärung
Alternative Investments	Überbegriff für nicht traditionelle Anlageklassen, unter anderem Infrastruktur, Private Equity oder Private Debt
Arbeitstageeffekt	Berücksichtigt, ob in einem Jahr mehr oder weniger Arbeitstage zur Verfügung stehen, weil Feiertage etwa auf ein Wochenende fallen. Die Wachstumsrate des BIP wird um diesen Effekt bereinigt
Asset Allocation	Aufteilung des Vermögens auf mehrere Anlageklassen zwecks Renditeoptimierung sowie Streuung des Anlagerisikos

Bank Rate	Hier als Leitzins der Notenbank von Großbritannien
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Conference Board	„The Conference Board“, unabhängiges US-Forschungsinstitut, New York
Deflation	Beschreibt einen signifikanten und anhaltenden Rückgang des allgemeinen Preisniveaus für Waren und Dienstleistungen, der mit einem schrumpfenden Kredit- und Einkommensprozess einhergeht
Deglobalisierung	Strukturelle Entwicklung hin zu einer geringeren internationalen Verflechtung bzw. Arbeitsteilung unter anderem bei Handelsströmen und Direktinvestitionen
Disinflation	Längere Phase mit abnehmendem/geringem Preisniveauanstieg
Dekarbonisierung	Umstieg von fossilen auf kohlenstofffreie sowie erneuerbare Energiequellen
Duration	Durchschnittliche Kapitalbindungsdauer
Einkaufsmanagerindex	Befragung von Einkaufsmanagern, die einen Überblick hinsichtlich der wirtschaftlichen Lage im Verarbeitenden bzw. Nicht-verarbeitenden Gewerbe (Dienstleistungssektor) gibt. Ein Wert unter (über) 50 Punkten deutet auf eine schrumpfende (zunehmende) Geschäftstätigkeit hin
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Emission	Ausgabe von Wertpapieren, z. B. Staatsanleihen
Emittent	Herausgeber eines Wertpapiere (z. B. Bank, Institution, Staat, Unternehmen)
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreservepflichtungen zur Verfügung stellen
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den EWU-Mitgliedstaaten
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der Europäischen Zentralbank leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
High Yield	Hochverzinsliche Anlagen
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, in der Regel gegenüber Vormonat und Vorjahr berechnet
Inflation Reduction Act	2022 beschlossenes Gesetzespaket der US-Regierung, um die hohe Inflation einzudämmen, vor allem aber, um die Klimatransformation der US-Wirtschaft über Subventionen und Investitionen zu forcieren
Invers	Hier: Renditestruktur, bei der Renditen kurzer Laufzeiten über denen langer Laufzeiten liegen
Inversion	Beschreibt einen Zustand, bei dem die Zinssätze bzw. Renditen für kurzfristige Restlaufzeiten am Kapitalmarkt höher sind als diejenigen für langfristige
Kern-Deflator Konsum	Inflationsmaß für die Preise der Konsumausgaben privater Haushalte in den USA (berechnet ohne die Preise für Nahrungsmittel und Energiegüter/-dienstleistungen)
Kumulieren	Hier im Sinne von zusammengerechnet, summiert
Kurs-Buch-Verhältnis	Bewertungskennzahl für Aktien
Kurs-Gewinn-Verhältnis	Relation zwischen dem Aktienkurs eines Unternehmens und dem tatsächlichen bzw. vom Konsensus der Analysten geschätzten künftigen Gewinn pro Aktie. Ein wichtiges Bewertungskriterium für Aktien
Late Stage	Bezieht sich auf den Zeitpunkt in der Entwicklung eines Start-ups. In dieser Phase weist das Start-up bereits eine bedeutende Marktpräsenz auf
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz

NextGenerationEU-Programm	Wiederaufbaufonds der EU unter anderem zur Abfederung der negativen Folgen der Corona-Pandemie und zur Entwicklung eines grüneren, stärker digital ausgerichteten, krisenfesteren Europas
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Parität	Hier als Austauschverhältnis zwischen zwei Währungen bei einem Wert von 1,0 verstanden
Performance	Wertentwicklung
Potenzialrate, Potenzialwachstum	Veränderung des Produktionspotenzials (siehe auch Produktionspotenzial)
Preis- und saisonbereinigt	Berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres. Zudem ist die Datenreihe um regelmäßig wiederkehrende, für bestimmte Monate bzw. Quartale typische (Saison-)Muster bereinigt
Preisüberwälzung	Prozess, durch den höhere Kosten und Preise von Unternehmen an Kunden weitergegeben werden
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Private Equity	Überbegriff für Eigenkapitalbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen
Private Debt	Überbegriff für die Fremdkapitalvergabe an nicht börsennotierte Unternehmen, ohne traditionelle Intermediäre
Private Markets	Überbegriff für Anlageklassen wie Private Equity (inklusive Venture Capital), Private Debt, Immobilien, Infrastruktur
Produktionspotenzial	Mittel- bis langfristige Wachstumsmöglichkeit einer Volkswirtschaft (bzw. Veränderung des BIP), wenn die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten normal ausgelastet sind
Protektionismus	Handelspolitische Maßnahmen eines Staates, mit denen der Zutritt ausländischer Anbieter zum Inlandsmarkt beeinträchtigt und inländische Anbieter vor ausländischer Konkurrenz geschützt werden
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
Real Estate Equity/Debt	Überbegriff für Anlagen im Bereich Immobilien, die nach Eigen- und Fremdkapital unterschieden werden (Equity/Debt)
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-)Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
Revolving	Hier: Kreditlinie, die innerhalb der Laufzeit in wechselnder Höhe wiederholt beanspruchbar ist
Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Risikoprämie von Aktien	Über- oder Unterrendite, die mit dem Risiko einer Aktienanlage einhergehen kann, unterschiedliche Berechnungsmethoden. Gebräuchlich ist die Differenz aus der Gewinnrendite (Gewinn pro Aktie im Verhältnis zum Aktienkurs bzw. Kehrwert vom KGV) und der Rendite für 10-jährige Staatsanleihen
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Venture Capital	Überbegriff für Eigenkapitalbeteiligungen an im Aufbau befindenden nicht börsennotierten Unternehmen, auch Risiko- oder Wagniskapital
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen
Volatilität	Hier: preisliche Schwankungsbreite von Wertpapier- oder Devisenkursen
Wirtschaftsvertrauen	Europaweite Stimmungsumfrage der EU-Kommission bei Unternehmen aus den Branchen Industrie, Dienstleistungen, Einzelhandel, Baugewerbe sowie bei Verbrauchern

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Studie zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Studie genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind weder als Rat oder Empfehlung noch als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister bei dem Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 108617. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG verfügt über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger
 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG
 Economic Research
 Schwannstraße 10
 40476 Düsseldorf
 alexander.krueger@hal-privatbank.com
 Telefon +49 211 4952-187
 Telefax +49 211 4952-494

Redaktionsschluss: 01.12.2023, 9 Uhr

Der schnellste Weg zu uns?
 Nutzen Sie diesen QR-Code!

