

Haspa BörsenAnalyse

AKTUELLE BERICHTE UND ANALYSEN

Veröffentlichungsdatum 17.07.2024

Halbjahresausblick 2024

Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten 2.0

Natürlich sind nicht alle einzelnen Prognosen aus unserem Ausblick für das Kapitalmarktjahr 2024 auf die letzte Nachkommastelle so eingetroffen, wie von uns eruiert. Wesentlich erscheint uns bei diesem Zwischenstopp zur Jahresmitte jedoch, dass die sich die im Titel spiegelnde Grundaussage zumindest nach unserer Interpretation komplett realisiert hat. Bei dem Blick auf den zweiten Teil des Titels - ungeordnete Zeiten - sind zugegebenermaßen leider gar keine Abstriche zu machen: Ob es der andauernde Krieg in Europa, die militärischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten, die an Dynamik zunehmenden politischen Verunsicherungen in der Europäischen Union oder die Handelsbeschränkungen mit China sind, die Kette ließe sich noch problemlos erweitern. Desto erfreulicher präsentiert sich die Halbjahresbilanz aus Anlegersicht: Die weltweiten Aktienmärkte haben sich auch aufgrund der üppigen Dividendenzahlungen und des alles überragenden Themas Künstliche Intelligenz deutlich besser entwickelt, als es ihre mittelfristigen Ertragsprognosen erwarten ließen. Zudem funktionierte die Neuanlage in Festverzinslichen angesichts des leichten Zinsanstieges bei mittleren und längeren Laufzeiten, so dass hier zukünftig ein kontinuierlicher Rückfluss zu erwarten ist. Da sich unser Weltbild im anzusprechenden großen Rahmen nicht essentiell geändert hat, bestätigen wir zum jetzigen Zeitpunkt unseren Jahresausblick mit dem Zusatz „2.0“, nehmen aber an den Rändern und aufgrund neuer Einflussfaktoren entsprechende Ergänzungen und Fokussierungen vor.

Inflationsraten

Inflation war in der ersten Jahreshälfte eines der bestimmenden Themen an den Finanzmärkten. Die Entwicklung der Teuerungsraten wird aller Voraussicht nach auch im weiteren Jahresverlauf und darüber hinaus ein zentrales Motiv an den Märkten bleiben.

Nachdem sich die Inflationsraten in den USA und in Europa im Vorjahr relativ schnell von ihren hohen Niveaus im Jahr 2022 gelöst hatten, zeigten sie sich im ersten Halbjahr 2024 hartnäckig und pendelten sich deutlich über der 2-Prozent-Zielmarke der Notenbanken ein. Es kam zu einer

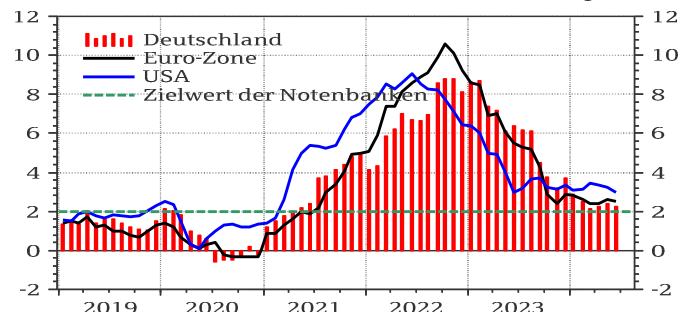
weitgehenden Seitwärtsbewegung. Das Tempo des Inflationsrückgangs ist nach wie vor deutlich langsamer, als es sich Notenbanken, Unternehmer und Verbraucher wünschen.

Die amerikanische Notenbank hat im bisherigen Jahresverlauf mehrfach betont, dass sie von der hohen Persistenz der Inflationsraten im Frühjahr überrascht und mit der Entwicklung des Preisauftriebs mehr als unzufrieden war. In Europa zeigte sich ein ähnliches Bild, wobei die Inflationsraten hier in den ersten Monaten des Jahres etwas stärker zurückgingen. Im Mai kam es jedoch auch diesseits des Atlantiks zu einem unerwarteten Anstieg.

Insgesamt fielen die Inflationszahlen im zweiten Quartal jedoch sowohl in Europa als auch in den USA moderater aus.

In den USA sank die PCE-Kerninflationsrate im Mai auf 2,6 Prozent, nachdem sie drei Monate in Folge bei 2,8 Prozent gelegen hat. Dieser Stand ist der niedrigste seit mehr als drei Jahren. Die PCE-Kerninflationsrate ist das bevorzugte Inflationsmaß der US-Notenbank und misst die Preisentwicklung der von den privaten Haushalten gekauften Konsumgüter. Wie bei einer Kernrate üblich, werden die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise nicht berücksichtigt.

Headline-Inflationsraten (in % zum Vorjahr)



Quelle: LSEG Datastream

Im Juni gab es in den USA auf Monatsbasis den ersten Rückgang der über die Preisänderungen im Verbraucherpreisindex (VPI) gemessenen Inflationsrate. Diese ging um 0,1 Prozent zurück, wodurch die Preisteuerungsrate

Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Marktanalytik

Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Refinitiv

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung. Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

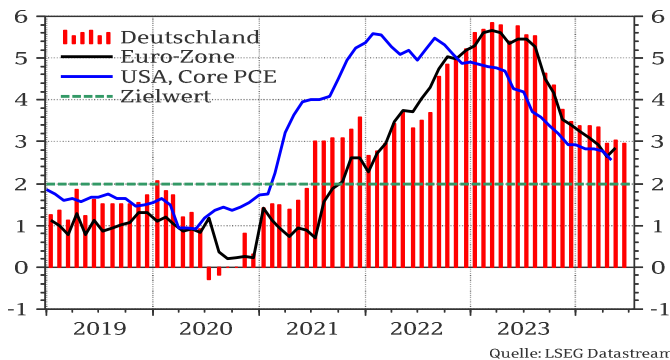
auf Jahresbasis von 3,3 auf 3,0 Prozent gefallen ist. Die Kernrate stagnierte bei 3,4 Prozent. Die vermutlich wichtigste Nachricht für die Märkte war die Verlangsamung der Preissteigerungen von Wohnraum (Shelter). Die starke Verteuerung von Wohnraum ist einer der Hauptgründe für die derzeit hohen Inflationsraten des VPI und des PCE.

Die Inflationsrate im Euroraum, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist im Juni moderat auf 2,5 Prozent gesunken. Nach dem unerwarteten Anstieg der Inflationsrate im Mai signalisiert der aktuelle Wert wieder einen leichten Rückgang des Preisdrucks. Ohne die volatilen Energie- und Rohstoffpreise stagnierte die Teuerungsrate im Juni jedoch bei 2,9 Prozent.

Steigende Kosten für Dienstleistungen sind einer der Hauptgründe für die hohe Persistenz der Inflationsraten im Euroraum. Im HVPI haben Dienstleistungen mit 44,9 Prozent den größten Anteil. Im ersten Halbjahr lag die Teuerung hier im Jahresvergleich mit Ausnahme des März (3,7 %) immer über 4 Prozent.

In Deutschland sank die HVPI-Rate im Jahresvergleich auf 2,5 Prozent. Im Mai hatte sie noch bei 2,8 Prozent gelegen. Auch die Kernrate schrumpfte von 3,5 auf 3,3 Prozent. Dienstleistungen waren um 4,7 Prozent teurer als im Mai des Vorjahres.

Kernraten der Inflation (in % zum Vorjahr)



Wie geht es weiter?

In Europa dürften die Preissteigerungen im Dienstleistungssektor das größte Problem bleiben. Dabei spielen die Personalkosten eine wichtige Rolle. Hier sollte Deutschland besonders betroffen sein. Denn der zunehmende Fachkräftemangel dürfte zu höheren Tarifabschlüssen führen. Es ist davon auszugehen, dass die steigenden Personalkosten letztlich von den Arbeitgebern über höhere Preise an den Markt weitergegeben werden. Auch die Demografie wird für Deutschland zunehmend zum Problem, da durch die anstehende hohe Zahl an Renteneintritten vergleichsweise viele Arbeitskräfte aus dem Arbeitsmarkt ausscheiden werden. Ein geringeres Arbeitsangebot bei gleichbleibender Nachfrage erhöht in der Regel die Löhne. In der Tat erwartet die Europäische Zentralbank (EZB), dass Löhne und Lohnstückkosten in den kom-

menden Jahren stärker steigen werden als die Inflationsraten. Vom angespannten Arbeitsmarkt dürften daher dauerhaft preistreibende Impulse ausgehen.

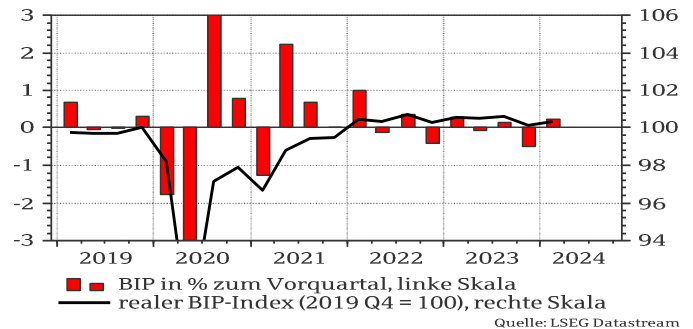
Die Kosten für Wohnraum scheinen in den USA im Juni auf das hohe Zinsniveau reagiert zu haben. Die kommenden Monate werden zeigen, ob sich die Verlangsamung des Preisdrucks in diesem Bereich fortsetzt. Sollte dies gelingen, dürften die Inflationsraten näher an das 2-Prozent-Ziel der Fed rücken. Insbesondere die hohe Staatsverschuldung, die ausgabenfreudigen Wahlprogramme der US-Parteien sowie ein arbeitsmarktseitiger Preisdruck durch Migrationsbeschränkungen werden in den USA voraussichtlich mittelfristig jedoch zu höheren Inflationsraten führen.

Im Gesamtjahr 2024 dürfte die Kern-PCE-Rate in den USA bei 2,9 Prozent liegen. In der Eurozone erwarten wir eine Kerninflationsrate von 2,6 Prozent und in Deutschland von 2,8 Prozent. Auch im kommenden Jahr rechnen wir weder in den USA noch in Europa mit einem Erreichen des 2-Prozent-Ziels der Notenbanken.

Konjunktur

Der konjunkturelle Datenkranz zeigt weiterhin ein recht heterogenes Bild für die Weltwirtschaft. In den USA brummt die Ökonomie, kühlt sich aber langsam ab. In Europa dagegen war die aktuelle Lage bislang zurückhaltend. Die zwischenzeitlichen Erholungssignale für die weitere Entwicklung sind unterdessen nicht mehr so eindeutig wie noch vor ein paar Monaten.

Quartalswachstumsraten Deutschland



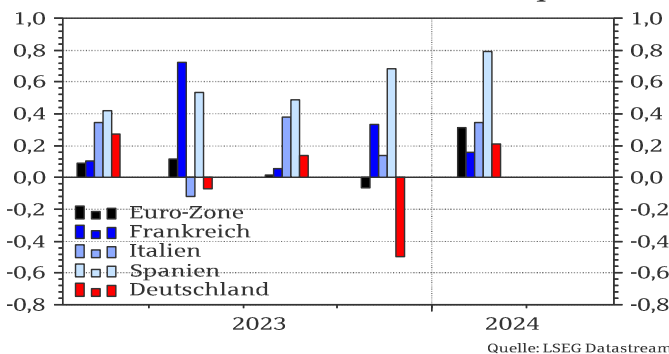
Deutschland durchlief eine Schwächephase, in der sich neun Quartale lang positive und negative Veränderungs-raten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) abwechselten. Im Gesamtjahr 2023 schrumpfte die Wirtschaft um 0,3 Prozent, konnte sich in den ersten drei Monaten dieses Jahres aber wieder um 0,2 Prozent im Vergleich zum Vorquartal erholen. Insgesamt tritt die Wertschöpfung schon eine Weile auf der Stelle und liegt derzeit nur unwesentlich über dem Vor-Corona-Niveau. So beträgt die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2024 nur 0,3 Prozent mehr als im vierten Quartal 2019. Dies spiegelte sich langsam auch am Arbeitsmarkt wider. Kannte man seit 2005 (fast) nur fallende Arbeitslosenquoten, drehte sich die Richtung

Mitte 2022 und die Rate ist seither um einen Prozentpunkt auf zuletzt 6 Prozent gestiegen.

Mittlerweile hellt sich der Horizont aber wieder etwas auf. Die konjunkturellen Frühindikatoren sind besser als noch im zweiten Halbjahr 2023, wenngleich die Stimmung immer wieder temporären Dämpfern unterliegt. Kräftig steigende Löhne und Renten in Verbindung mit sinkenden Inflationsraten stärken die Kaufkraft der Verbraucher. Zunächst sollte der Dienstleistungssektor der Wachstumstreiber sein. Für einen kräftigen Aufschwung dürfte es allerdings nicht reichen, insbesondere weil die Industrie weiter mit Problemen zu kämpfen hat. Neben Energiepreisen, die weiterhin über denen wichtiger Konkurrenzländer liegen, sorgen die sich anbahnenden globalen Handelskonflikte für Verunsicherung. Im Gesamtjahr 2024 rechnen wir mit einer Wachstumsrate des BIP von 0,3 Prozent und im Folgejahr mit rund 1,0 Prozent.

In der **Euro-Zone** sieht es zumindest ein wenig besser aus. Die BIP-Entwicklung war mit einem Plus von 0,4 Prozent im letzten Jahr immerhin positiv. Im ersten Quartal 2024 konnte ein Wachstum von 0,3 Prozent zur Vorperiode verzeichnet werden. Die Arbeitslosenquote liegt mit 6,4 Prozent auf dem niedrigsten Stand seit Einführung der Gemeinschaftswährung. Die französische Wirtschaft dürfte im laufenden Jahr trotz der Unsicherheit rund um die Neuwahlen mit etwa 1,0 Prozent wachsen. Ähnlich sollte auch das Wachstum in Italien ausfallen. Spanien könnte, nicht zuletzt aufgrund des Tourismus-Booms, zum Zugpferd avancieren. Nach einem BIP-Anstieg von 2,5 Prozent im vergangenen Jahr konnten die Iberer mit einem Plus von 0,7 Prozent ein starkes erstes Quartal 2024 nachlegen. Damit erscheint für das laufende Jahr ein Wachstum von 2,0 Prozent nicht unrealistisch. In Summe prognostizieren wir für die Euro-Zone in diesem Jahr einen BIP-Anstieg von 0,8 Prozent und für nächstes Jahr von 1,5 Prozent.

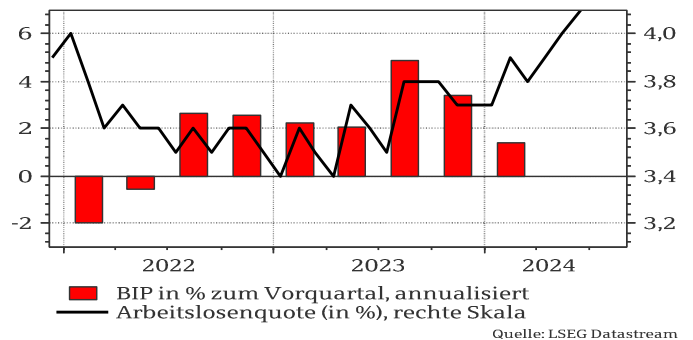
Wachstumsraten BIP (in % zum Vorquartal)



Die **US-Wirtschaft** zeigt sich erstaunlich robust. Trotz hoher Zinsen stieg das BIP seit Mitte 2022 Quartal für Quartal kräftig an. Da mutet ein annualisiertes Wachstum von 1,4 Prozent im ersten Quartal 2024 schon als Abkühlung an. Die Arbeitslosenquote stieg in den letzten zwölf Monaten um 0,6 Prozentpunkte an, liegt mit 4,1 Prozent aber noch

immer auf einem auskömmlichen Niveau. Die Frühindikatoren zeigen kein einheitliches Bild, außer dass sie sich nahe der Wachstumsschwelle bewegen. Sollte sich für das zweite Quartal wieder eine Expansion von annualisiert rund 1,5 Prozent realisiert haben, dürfte für das Gesamtjahr ein Anstieg von etwa 2,2 Prozent stehen. Spätestens für 2025 rechnen wir allerdings mit einer Abkühlung auf 1,8 Prozent.

USA: BIP und Arbeitslosenquote



In **China** sind die Konjunkturaussichten durchwachsen. Auf dem Papier sehen 5,2 Prozent BIP-Expansion für 2023 und annualisierte 5,3 Prozent für das erste Quartal 2024 zwar gut aus. Auch die Exporte konnten zuletzt etwas zulegen. Dem stehen aber eine gedämpfte inländische Konsumlaune und der weiterhin schwächelnde Immobiliensektor gegenüber. Die Investitionen des einstigen Wachstumsbereichs sind seit über zwei Jahren rückläufig - zuletzt um fast zehn Prozent zum Vorjahr. Die Stimmungsindekatoren liegen zwar weitgehend über der Wachstumsschwelle, zeigen aber keine klare Bewegung nach oben. Dank des starken Auftaktquartals sollte das offizielle BIP-Wachstumsziel 2024 von „rund fünf Prozent“ jedoch erreicht werden können. Für 2025 sehen wir eine leichte Abschwächung auf etwa 4 Prozent.

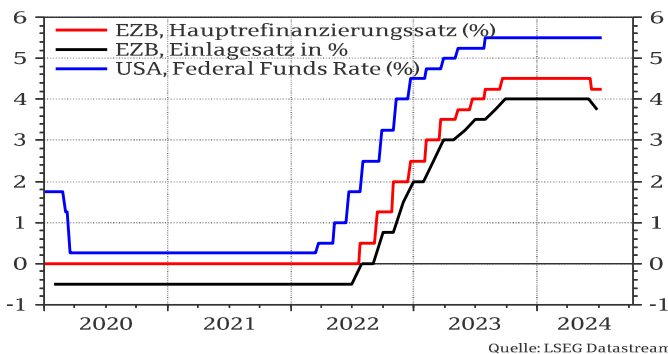
Notenbanken

Wie von uns zu Jahresbeginn prognostiziert, waren die Zinssenkungserwartungen an die Fed und die EZB am Markt utopisch. So wurden beispielsweise für die USA anfangs bis zu sechs Zinssenkungen eingepreist. Die stockende Inflationsbekämpfung in der ersten Jahreshälfte führte jedoch sowohl in den USA als auch in Europa dazu, dass die bis Ende 2024 erwartete Anzahl der Zinssenkungen sukzessive nach unten korrigiert wurde.

Trotz der hartnäckigen Inflation kristallisierte sich im Frühjahr bei den Marktteilnehmern ein Szenario heraus, wonach die Fed im zweiten Quartal eine erste Zinssenkung vornehmen und die EZB folgen würde. Allerdings fielen die Inflationsdaten in der Eurozone moderater aus als in den USA. Im Frühjahr dämpfte die Fed daher die Erwartungen der Marktteilnehmer auf eine baldige Leitzinssenkung. Diesseits des Atlantiks wurden die Aussagen der EZB jedoch so konkret, dass sie den Märkten eine Reduzierung

im Juni praktisch in Aussicht stellte. Um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren, musste die Europäische Zentralbank daher trotz eines leichten Inflationsanstiegs im Mai eine erste Leitzinssenkung vornehmen. Hinsichtlich der weiteren Zinspolitik blieb die EZB jedoch bewusst vage und verwies auf ihren „datengetriebenen“ Politikansatz. Am 12. Juni senkte die EZB ihre drei Leitzinsen um jeweils 0,25 Prozentpunkte. Der Hauptrefinanzierungssatz wurde auf 4,25 Prozent, der Einlagesatz auf 3,75 Prozent und der Spitzenrefinanzierungssatz auf 4,50 Prozent herabgesetzt.

Leitzinsen



Die Fed hat ein doppeltes Mandat, nämlich Vollbeschäftigung anzustreben und die Preisstabilität zu wahren. Die Konjunktur und insbesondere der Arbeitsmarkt zeigten sich in den ersten Monaten des Jahres in den USA äußerst robust. Im Gegensatz zur EZB war die Fed daher in der deutlich komfortableren Position, sich mit Zinssenkungen mehr Zeit lassen zu können. Angesichts der starken Nachfrage am US-Arbeitsmarkt und steigender Lohnkosten diskutierten Fed-Vertreter sogar offen die Möglichkeit, die Zinsen zu erhöhen, sollten sich die Inflationsraten weiter verschlechtern oder stagnieren.

Derzeit scheinen sich die Inflationsraten in den USA und Europa in die von den Notenbanken gewünschte Richtung zu bewegen. Auf dem großen Notenbanktreffen im Juli zeigten sich EZB und Fed diesbezüglich zuversichtlich, so dass das Thema Zinserhöhungen bei beiden Notenbanken derzeit vom Tisch zu sein scheint.

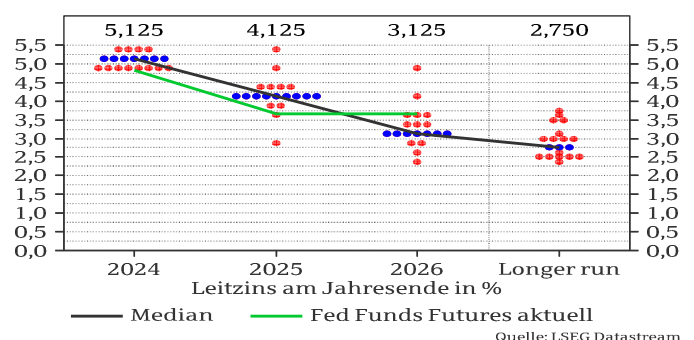
Wie geht es weiter? Im März 2024 kündigte die Europäische Zentralbank Änderungen ihres geldpolitischen Handlungsrahmens an. Der geldpolitische Kurs der EZB soll weitgehend durch Änderungen des Einlagesatzes gesteuert werden. Die Abstände zwischen den drei Zinssätzen sollen ab dem 18. September 2024 dauerhaft auf eine feste Differenz festgelegt werden. Der Einlagesatz soll 15 Basispunkte unter und der Spitzenrefinanzierungssatz 25 Basispunkte über dem Hauptrefinanzierungssatz liegen. Will die EZB dieser Ankündigung nachkommen, muss sie die Zinssätze bis zum 18. September unabhängig von der Inflationsentwicklung anpassen.

Die Zinsen scheinen derzeit zum Rückgang der Inflationsraten beizutragen. Trotz des vergleichsweise hohen Zinsniveaus hellt sich die Konjunktur im Euroraum auf. Dennoch dürfte eine Lockerung der Geldpolitik für das weitere Wirtschaftswachstum unabdingbar sein. Denn ein hohes Zinsniveau wirkt dämpfend auf Investitionen und Konsum. Die EZB muss also einen relativ schwierigen Mittelweg finden. Auf der einen Seite darf sie durch eine zu straffe Geldpolitik den Konjunkturmotor nicht abwürgen. Andererseits besteht bei einer zu lockeren Geldpolitik die Gefahr, dass die Inflationsraten wieder anziehen. Wegen der Gefahr eines sinkenden Wechselkurses sollte sich die EZB bei ihren Zinsentscheidungen auch nicht zu weit von den Zinsen der Fed entfernen, da sonst die Gefahr besteht, dass Inflation über höhere Einfuhrpreise „importiert“ wird. Da die Leitzinsen der EZB für den gesamten Euroraum gelten, muss die Geldpolitik den teilweise stark divergierenden Inflationsraten der einzelnen Länder Rechnung tragen („one size fits most“).

Wir erwarten, dass die EZB im September ihrer Ankündigung nachkommt und eine Anpassung der Abstände zwischen den Zinssätzen vornehmen wird. In unserer Prognose liegt der Hauptrefinanzierungssatz zum Jahresende bei 3,9 Prozent, der Einlagesatz bei 3,75 Prozent und der Spitzenrefinanzierungssatz bei 4,15 Prozent.

Rückschlüsse auf den geldpolitischen Kurs der Fed versuchen die Marktteilnehmer derzeit vor allem aus den US-Arbeitsmarktdaten zu ziehen. Die Konjunktursignale in den USA haben sich zuletzt abgeschwächt, so dass vor allem der Inflationsdruck vom Arbeitsmarkt nachlassen sollte. Dennoch erwarten wir, dass die Inflation in den USA hartnäckig bleibt, im weiteren Jahresverlauf aber tendenziell weiter zurückgehen wird. Die US-Wirtschaft bleibt trotz Schwächezeichen relativ robust.

US-Notenbank: Dot Plots



Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Da die VPI-Inflationsdaten für Juni jedoch deutlich milder als vom Markt erwartet ausgefallen sind, dürfte dies vor dem Hintergrund der schlechteren Arbeitsmarktzahlen zu

einer zeitnahen Zinssenkung führen. Wir erwarten in den USA für dieses Jahr eine Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 5,00 bis 5,25 Prozent. Sofern die Inflationsdaten auch weiterhin rückläufig sein sollten, könnte diese bereits im September beschlossen werden.

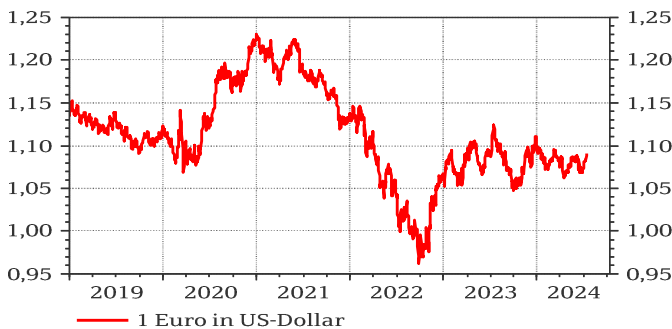
Sowohl in den USA als auch in der Eurozone erwartet der Markt noch zwei Zinssenkungen in diesem Jahr. Wir sind derzeit etwas zurückhaltender. Für die Inflationsbekämpfung dürfte es aber nicht entscheidend sein, ob ein zweiter Zinsschritt Ende des Jahres 2024 oder Anfang 2025 erfolgt.

Wie im Abschnitt zur Inflation beschrieben, gehen wir nicht davon aus, dass die Inflationsraten mittelfristig auf den Zielwert von 2 Prozent zurückfallen werden. Ende 2025 sehen wir den Hauptrefinanzierungssatz der EZB bei 3,15 Prozent, den Spitzenrefinanzierungssatz bei 3,4 Prozent und den Einlagesatz bei 3 Prozent. Den US-Leitzins sehen wir Ende 2025 in einer Spanne zwischen 4,0 und 4,25 Prozent.

Währungen

Der Euro erholte sich von den Tiefstständen im September 2022, in denen er sogar unter 0,97 US-Dollar fiel, seit Beginn der europäischen Leitzinsanhebungen deutlich und kletterte in der Spitze bis auf 1,12 US-Dollar im vergangenen Sommer. Seit Jahresbeginn schwankt die Gemeinschaftswährung in einer Bandbreite von 1,05 bis 1,10 US-Dollar - getrieben durch wechselnde Zinssenkungserwartungen an die Fed und die EZB.

Euro in US-Dollar



Die Unwägbarkeiten bezüglich der europäischen Politik und der Handelsstreitigkeiten sowie die wieder aufflammenden Sorgen um die Schuldenstände mancher EU-Staaten könnten Investoren eher Richtung amerikanischer Währung treiben. Zudem bewegen wir uns aktuell am oberen Ende unserer prognostizierten Wechselkursspanne von 1,00 bis 1,10 US-Dollar pro Euro. Daher dürfte der US-Dollar zunächst etwas aufwerten. Zum Jahresende 2024 liegt unser Zielwert unverändert bei 1,05 US-Dollar pro Euro.

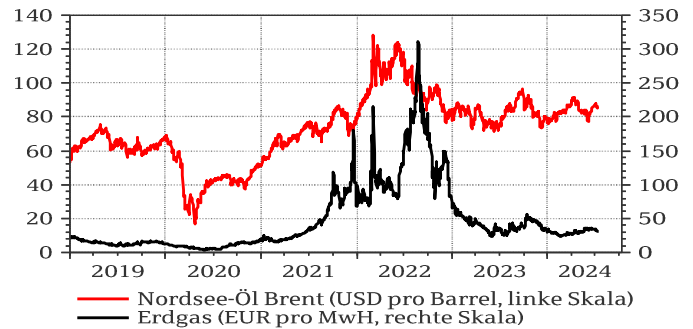
In den darauffolgenden Jahren könnte dagegen die Gemeinschaftswährung etwas im Vorteil sein. Die Zinsniveaus auf beiden Seiten des Atlantiks dürften sich wieder

annähern. Hierfür müssten die kurzfristigen Zinsen in den USA relativ stärker sinken, was dem Euro Aufwind verleihen würde.

Öl und Gas

Die Öl- und Gaspreise haben sich nach dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine und der darauffolgenden Preisexplosionen in 2022 auf erhöhtem Niveau wieder weitgehend stabilisiert.

Erdöl- und Erdgaspreise



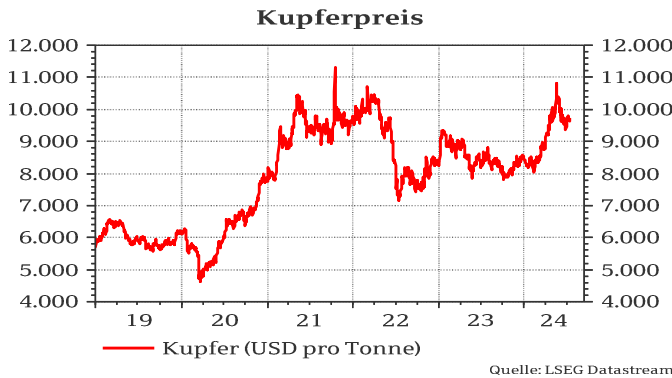
Die Notierung für **Erdöl** bewegt sich seit 2023 in einer Bandbreite von 72 bis 95 US-Dollar pro Barrel (Brent). Den jüngsten Abwärtstrend im April und Mai stoppte die OPEC+ mit Beschlüssen zur Reduzierung der Ölförderung bis ins kommende Jahr hinein. Wesentliche Impulse für einen Preisschub dürfte es aber nur geben, wenn die Weltwirtschaft und insbesondere die Konjunktur in China wieder deutlich an Fahrt aufnehmen sollten. Da wir nur von einem gemäßigten Wachstum ausgehen, rechnen wir zum Jahresende mit einem Preis um 90 US-Dollar pro Barrel (Brent) - exklusive etwaiger geopolitischer Verschärfungen.

Beim **Erdgas** fiel die Preiserholung noch stärker aus. Seit eineinhalb Jahren werden in Europa zwischen 23,00 und 55,00 EUR pro Megawattstunde bezahlt - deutlich weniger als die über 300,00 EUR von Sommer 2022, aber auch rund doppelt so viel wie im Durchschnitt von 2019, der bei 15,00 EUR lag. Im laufenden Jahr hat sich die Handelsspanne etwas eingengt, wobei seit Ende Februar im Trend wieder ein Anstieg zu erkennen ist. Vereinzelt ausfallende Anlagen treiben immer wieder Sorgen um die Versorgungssicherheit. Zudem hängt die Zyklizität nicht (nur) an der europäischen Heizperiode. Der ungewöhnlich warme Frühling in Ostasien ließ die Nachfrage zum Betreiben von Klimaanlage steigen. So legte die Notierung von knapp 23,00 EUR um über die Hälfte auf bis zu 36,00 EUR zu. Den mittelfristig zu erwartenden Gaspreis sehen wir mit 40,00 EUR pro Megawattstunde noch etwas oberhalb der aktuellen Notierung.

Metalle

Die Notierung für **Kupfer** hängt stark mit der Bautätigkeit in den Industrie- und Schwellenländern zusammen und gilt daher als Seismograph für die Entwicklung der Welt-

wirtschaft. Nach dem Rückgang in 2022 bewegte sich der Preis zunächst seitwärts. Seit Februar des laufenden Jahres hat der Wert dann um bis zu einem Drittel zugelegt, musste seit Ende Mai dann aber einen leichten Rücksetzer hinnehmen. Dies deutet darauf hin, dass es im laufenden Jahr zu einer Erholung der globalen Ökonomie kommen dürfte, diese aber nicht ganz so stark ausfällt.



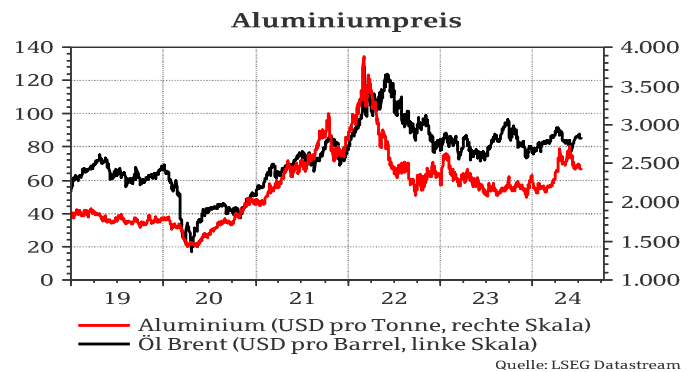
Das rote Metall ist außerdem entscheidend für die Transformation der Wirtschaft. Seine hervorragenden Wärme- und Stromleitfähigkeiten machen es unverzichtbar für die Energiewende und für die Digitalisierung. Daher gehen wir von einer kontinuierlich steigenden Nachfrage aus.

Angebotsausweitungen sind dagegen nicht ohne weiteres möglich. Zwar kann über die Kapazitätsauslastung eine gewisse Steuerung auf mittelfristige Sicht erfolgen. So wurde seit Mitte 2021 die Anlagenausnutzung von Minen um 3,8 Prozentpunkte reduziert. Im gleichen Zeitraum wurde sie für Raffinerien um 3,0 Prozentpunkte hochgefahren und liegt aktuell mit rund 85 Prozent deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von 82,2 Prozent. Doch stößt diese Kapazitätssteuerung aufgrund der Abhängigkeiten von Jahreszeiten, Witterungen, Arbeitskräfteverfügbarkeiten und anderen Faktoren an Grenzen. Die langfristige Bereitstellung von Rohstoffen braucht eine große Vorlaufzeit. Von der Entdeckung und Exploration, über Wirtschaftsstudien und Genehmigungen bis zum Bau und der Inbetriebnahme einer Kupfermine vergehen im Schnitt über 16 Jahre. Zudem gibt es eine starke Konzentration auf einzelne Länder. Elf der 20 größten Minen befinden sich in Chile und Peru.

Aus diesen Gründen sind die Preiszyklen für das Halbedelmetall sehr lang. Alles in allem gehen wir davon aus, dass der nächste Anstieg bereits gestartet ist und in der Spitze Notierungen bis über 12.000 US-Dollar pro Tonne Kupfer erwartet werden können. Sollte die chinesische Wirtschaft positiv überraschen, wären sogar noch höhere Preise denkbar.

Auch **Aluminium** ist ein wichtiges Metall für die Industrie. Noch vor Kupfer und nur nach Eisen verzeichnet es den zweithöchsten Verbrauch. Besonders beliebt ist es aufgrund seiner Festigkeit und gleichzeitigen Leichtigkeit in

den Bereichen Fahrzeug-, Flugzeug- und Maschinenbau sowie in der Verpackungsindustrie und im Bauwesen.



Die Herstellung von Aluminium benötigt viel Energie. Etwa ein Viertel der Erzeugungskosten entfallen darauf. So verwundert der starke Zusammenhang mit dem Ölpreis nicht. Beide Notierungen bewegen sich nach den Tiefs aufgrund des Ausbruchs der Coronapandemie zwei Jahre lang fast im Gleichschritt nach oben. Während der Preis für Rohöl jedoch nach Putins Krieg im Sommer 2022 ein zweites Hoch erlebte, fiel die Notierung für das Leichtmetall ohne nennenswerte Gegenbewegung bis zum Herbst auf fast 2.000 US-Dollar pro Tonne. Nach einer längeren Seitwärtsbewegung ist seit März des laufenden Jahres wieder ein Preisanstieg zu erkennen.

Ähnlich wie bei Kupfer gehen wir auch bei Aluminium davon aus, dass die aktuelle Entwicklung - abhängig von einer weltwirtschaftlichen Erholung - der Beginn eines neuen längerfristigen Preisanstiegszyklus sein könnte. Aufgrund der guten Recyclingmöglichkeiten ohne Qualitätsverlust dürfte die Notierung jedoch nicht weit über die Spitzenwerte von März 2022 hinausgehen.

Eine insgesamt ähnliche Wertentwicklung ist auch bei anderen Metallen wie **Nickel** und **Zink** zu sehen. Die Zyklen sind meist zwischen drei und fünf Jahre lang und seit Frühjahr ist ein Anstiegstrend zu erkennen. Die Preise solcher Rohstoffe sind jedoch immer stark von der globalen Konjunktur sowie neuen Technologien und Entdeckungen abhängig. Beispielsweise gibt es Manganknollen, die in Tiefen von 3.000 bis 6.000 Metern auf den Meeresböden zu finden sind und Metalle wie Kupfer, Nickel und Kobalt sowie Seltene Erden enthalten. Ungewiss ist jedoch, ob bzw. wann diese im großen Stil und kostengünstig „geerntet“ werden und so die entsprechenden Rohstoffpreise drastisch reduzieren könnten.

Staatsverschuldung

Mit Realzinsen unterhalb der Wirtschaftswachstumsraten schien das Thema Verschuldung in den letzten zehn Jahren von den Marktteilnehmern als weitgehend unproblematisch wahrgenommen worden zu sein. Das gestiegene Zinsniveau und die **Wahlen** in den vergleichsweise hoch verschuldeten **USA und Frankreich** haben das Thema Ver-

schuldung jedoch wieder stärker in den Fokus gerückt. Denn sollten die Wahlsieger eine undiszipliniertere Haushaltspolitik verfolgen, würde sich die Schuldenproblematik weiter verschärfen.

In den USA steht mit Donald Trump ein rechtspopulistischer Kandidat auf dem Wahlzettel, der mit Steuersenkungen, Zöllen und staatlichen Subventionsprogrammen um die Gunst der Wähler wirbt. Aber auch die Demokraten haben großzügige Wahlgeschenke in Aussicht gestellt. Sollten die aktuellen Wahlversprechen tatsächlich umgesetzt werden, dürfte dies - unabhängig davon, wer letztlich ins Weiße Haus einzieht - zu einer höheren Verschuldung führen. Wie hoch und wie schnell die Neuverschuldung ausfallen wird, dürfte jedoch maßgeblich an den Wahlurnen entschieden werden. So warnten im Juni 16 Wirtschaftsnobelpreisträger in einem offenen Brief davor, dass die Wirtschaftspolitik von Donald Trump zu einer deutlich höheren Neuverschuldung und stark steigenden Inflationsraten führen würde.

In Frankreich haben die Parlamentswahlen zu einer Situation mit drei unterschiedlichen Interessenblöcken geführt, deren Ansichten über den Staatshaushalt zum Teil weit auseinanderliegen. Sowohl die extreme Linke als auch die extreme Rechte konnten deutlich mehr Sitze im Parlament gewinnen. In ihren Wahlprogrammen buhlten beide Seiten vor allem mit EU-Kritik, Steuersenkungen und höheren Staatsausgaben um die Gunst der Wähler. Aber auch die gemäßigteren Parteien machten teure Versprechungen. Auch wenn die politischen Kräfteverhältnisse und die Beschlussfähigkeit des Parlaments noch unklar sind, sollte nicht übersehen werden, dass das Programm des linken Wahlsiegers unter anderem eine Erhöhung des Mindestlohns, Preisbegrenzungen sowie höhere Gehälter und Sozialleistungen im öffentlichen Dienst vorsieht.

Aufgrund der großen ideologischen Differenzen im neu gewählten Parlament ist davon auszugehen, dass sich die Regierungsbildung schwierig gestalten wird und am Ende eine instabile Regierung mit eingeschränkter Entscheidungsfähigkeit steht. Die Umsetzung eines strikten und weitreichenden Programms zur Haushaltskonsolidierung ist daher unabhängig von der am Ende gebildeten Regierung eher unwahrscheinlich. Mit Blick auf das EU-Defizitverfahren und die steigenden Finanzierungskosten am Kapitalmarkt dürfte ein umfassendes Sparpaket jedoch von großer Bedeutung sein.

Auch wenn sich die politischen Ziele der Parteien des linken und rechten Spektrums unterscheiden, könnten auch weitreichende politische Entscheidungen über die Köpfe der gemäßigteren Parteien hinweg getroffen werden. Dabei geht es vor allem um die Finanzierung unwirtschaftlicher Symbolpolitik. So gibt es in beiden Lagern Stimmen für eine Rücknahme der Rentenreform 2023, die vor allem die Staatsausgaben für Renten- und Pensionszahlungen

stark erhöhen und eine Neuverschuldung unumgänglich machen könnte.

Doch welche Gefahren bergen hohe Schuldenquoten? Hohe Schuldenquoten können den fiskalischen Handlungsspielraum von Ländern stark einschränken. Denn ein großer Teil des BIPs entfällt hierbei auf die Zahlungen von Zinsen und kann nicht für anderweitige Investitionen und Staatsausgaben verwendet werden. Eine gefährliche Situation entsteht vor allem dann, wenn zur Tilgung der Schulden Kredite aufgenommen werden müssen und/oder die Zinszahlungen für die Schulden steigen. Letzteres kann vor allem bei einem Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus, bei steigenden Inflationserwartungen oder bei einem höheren erwarteten Ausfallrisiko (insbesondere nach Änderungen der Ratingagenturen) der Fall sein. In den USA und Frankreich ist der Anteil des Schuldendienstes am BIP bereits sehr hoch, so dass diese Länder von dem aktuellen Anstieg des Zinsniveaus besonders betroffen sind. Zudem dürften ebenfalls Prämien für das Inflations- und Ausfallrisiko steigen.

In der Regel besteht ein enger Zusammenhang zwischen hoher Verschuldung und steigender Inflation. Dies könnte vor allem für Europa problematisch werden, da die EZB mit ihren Leitzinsen allen Mitgliedsländern gerecht werden muss. Insbesondere die Schuldenproblematik Frankreichs könnte dazu führen, dass die Kurse französischer Staatsanleihen durch die Erwartung steigender schuldeninduzierter Inflationsraten und die Zunahme länderspezifischer Risiken unter Druck geraten und es zu deutlichen Renditedifferenzen zu anderen Euroländern kommt. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit das „Transmission Protection“-Instrument der EZB, das größere Renditedifferenzen zwischen den Staatsanleihen der einzelnen Euroländer aktiv reduzieren soll, eine Fragmentierung der Staatsanleihemärkte verhindern und damit letztlich die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik sicherstellen kann. Politisch und ökonomisch ist der direkte zielgerichtete Kauf von spezifischen Staatsanleihen ebenfalls problematisch. So könnten dadurch Anreize für andere Euro-Länder geschaffen werden, die Staatsausgaben in der Hoffnung auf eine Intervention der EZB in die Höhe zu treiben. Dies würde auch zu einem Anstieg der Renditen von Anleihen anderer Euro-Länder mit niedrigeren Schuldenständen (wie Deutschland) führen und letztlich auch den Euro schwächen.

Fazit: Unabhängig vom Ausgang der Wahlen in den USA und dem Wahlergebnis in Frankreich dürfte es zu einem deutlichen Anstieg der jeweiligen Schuldenquoten kommen. Allerdings wird die Schuldenproblematik in den USA insbesondere durch die große Bedeutung der US-Anleihen auf den internationalen Finanzmärkten und die Rolle des US-Dollars als Leitwährung (noch) etwas abgemildert. In Frankreich wird sich in den kommenden Wochen zeigen, ob die instabilen Machtverhältnisse im Parlament größere

Staatsausgaben und eine höhere Neuverschuldung verhindern. Falls dies der Fall ist, dürfte die Schuldenproblematik in Frankreich zumindest kurzfristig etwas entschärft werden. Mit Blick auf die Präsidentschaftswahlen in drei Jahren ist jedoch davon auszugehen, dass alle Parteien die Ausgaben eher erhöhen als senken und unliebsame Sparmaßnahmen vermeiden wollen.

Mittelfristig wird es auf den Rentenmärkten vermutlich um die Frage gehen, welche Schulden die Marktteilnehmer präferieren werden - die europäischen oder die amerikanischen.

Japan

Denkt man an die japanische Ökonomie, liegen Licht und Schatten nah beieinander. Die drittgrößte Volkswirtschaft ist bekannt für ihre technologische Innovationskraft, ihre solide Industrie und ihre bedeutende Rolle im globalen Handel. Zudem ist Tokio ein bedeutendes Finanzzentrum und beherbergt, nach der New York Stock Exchange und der Nasdaq® und noch vor den europäischen Börsen, das drittgrößte Handelsparkett der Welt. Das Land hat aber auch mit der alternden Bevölkerung, einer extrem hohen Staatsverschuldung und immer wieder mit Naturkatastrophen zu kämpfen. Das wirtschaftlich dramatischste Kapitel fand seinen Höhepunkt jedoch 1990. Binnen Jahresfrist verlor der japanische Aktienindex „Nikkei 225“ 40 Prozent und die „Japan AG“ brach zusammen. Nach dem Platzen der Blasenökonomie sprach man von „Ushinawareta Nijunen“, zwei verlorenen Dekaden, die von wirtschaftlicher Stagnation und einer langanhaltenden Deflation geprägt waren. Insgesamt galt Japan daher lange Zeit als volkswirtschaftlich langweilig.

Diese Zeiten könnten sich nun aber ändern. Lag die Inflation seit 1994 meist um die Nulllinie, hält sie sich seit April 2022 über dem Zielwert von 2 Prozent. Auch bei der Geldpolitik könnten neue Zeiten angebrochen sein. Seit Ende 1995 wurde der Leitzins in einem engen Band zwischen 0,0 und 0,5 Prozent gehalten. Von 2016 an lag er gar bei minus 0,1 Prozent. Im März kam es dann zur ersten Zinserhöhung seit 17 Jahren. Zudem erklärte die Bank of Japan (BoJ), künftig weniger Anleihen und Aktien kaufen zu wollen. Ein weiterer psychologischer Meilenstein wurde nur wenige Wochen zuvor erreicht. Am 22. Februar 2024 erklomm der Nikkei wieder die Höchststände von 1989 und schloss erstmals bei über 39.000 Punkten. Da dies über 34 Jahre gedauert hat, müsste man vermutlich von „Ushinawareta Sanjuunen“, drei verlorenen Dekaden, sprechen.

Anders als die Konjunktur und Inflation war die Entwicklung der japanischen Währung dagegen überaus spannend. Nach der Börsenkrise verdoppelte sich der Wert des Yen binnen fünf Jahren annähernd. Mussten Anfang 1990 noch knapp 160 Yen für einen US-Dollar bezahlt werden, waren es Mitte 1995 nur noch 83 Yen. Zum einen zogen

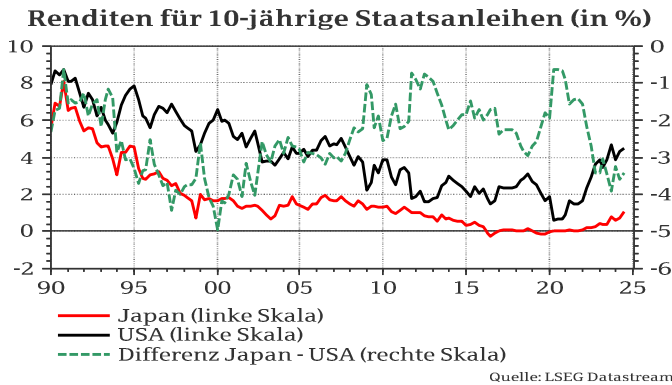
japanische Unternehmen Gelder aus dem Ausland zurück, um Kapitalmarktverluste auszugleichen. Zum anderen galt die Wirtschaft in Fernost weiterhin als eine der stärksten und stabilsten der Welt. Geopolitische Unsicherheiten, wie der Golfkrieg, machten den Yen als sicheren Hafen attraktiv. Eine weitere längere Aufwertungsperiode gab es nach dem Ausbruch der Finanzkrise ab Mitte 2007. In der Zeit bis zum Ende der Eurokrise stieg der Wert sogar um das Zweieinhalbfache. Abermals galt das Land der aufgehenden Sonne angesichts einer grundsätzlich stabilen Wirtschaft und hoher Liquiditätsreserven als sicherer Hafen. Zuletzt wertete der Yen allerdings kräftig ab. Von Anfang 2021 bis heute verlor die Währung gegenüber dem US-Dollar gut 50 Prozent. Die Renditen in den USA stiegen deutlich früher und stärker als in Japan und machten den US-Dollar so attraktiver. Damit traf das dritte historische Ereignis ein: Der Yen ist erstmals wieder günstiger als im April 1990.



Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Die schwache Währung macht Produkte auf dem Weltmarkt zwar günstiger und damit konkurrenzfähiger, was exportorientierten Unternehmen hilft. Allerdings steigen relativ gesehen auch die Rohstoff- und Importkosten. Eine möglicherweise importierte Inflation dürfte eines der kleineren Probleme darstellen und könnte temporär sogar gewünscht sein. Schwerwiegender ist, dass der schwache Yen die Kaufkraft der Bevölkerung schmälert. Die Yen-Schwäche führte zuletzt sogar so weit, dass Japan in der Rangfolge der größten Ökonomien 2023 trotz eines höheren realen BIP-Wachstums von Deutschland auf Platz 4 verwiesen wurde.

Die Bank of Japan hat inzwischen durch Devisenverkäufe interveniert und die heimische Währung gestützt. Diese Maßnahmen können aber nur kurzfristig helfen. Entscheidend wird sein, wie sich die Renditeunterschiede weiterentwickeln. Dem Yen würde es helfen, wenn andere Notenbanken, insbesondere die Fed und die EZB, Zinsen senken würden. Alternativ müsste die BoJ konsequent mit weiteren Leitzinserhöhungen voranschreiten, ohne dabei die Konjunktur abzuwürgen oder die immense Staatsverschuldung eskalieren zu lassen.



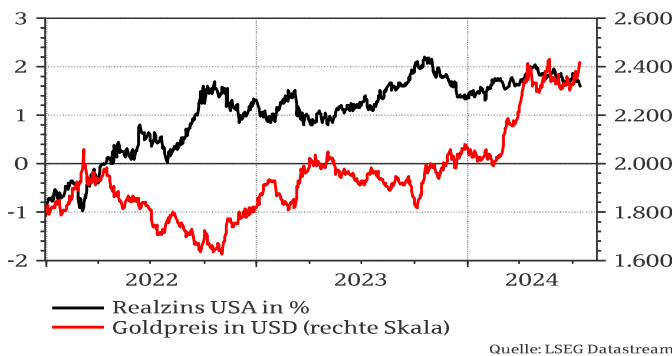
Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Mit Krisen wie den kriegerischen Auseinandersetzungen in der Ukraine und im Nahen Osten, aber auch weniger dramatischen Ereignissen wie den Wahlen in der EU, in Frankreich und den USA steigt die weltweite Verunsicherung. In solch ungeordneten Zeiten dürften andere Regionen in den Fokus rücken. Als eine der größten Industrienationen mit einem weit entwickelten Finanzsystem dürfte das pazifistisch orientierte Japan als sicherer Hafen durchaus wieder berücksichtigt werden. Dies sollte dann auch dem Yen wieder Stabilität verleihen.

Gold

Seit Jahresbeginn entwickelt der Goldpreis eine Art Eigendynamik und hat in diesem Jahr neue Rekordwerte erreicht. Die Gründe dafür sind vielfältig. Auf Anlegerseite scheinen derzeit die beiden Motive Werterhalt (Inflationsschutz) und Gold als Absicherung gegen geopolitische Spannungen („sicherer Hafen“) im Vordergrund zu stehen. Ein wesentlicher Treiber für den starken Anstieg des Goldpreises im Frühjahr dürfte zudem die Rekordnachfrage diverser Notenbanken, allen voran der chinesischen, indischen, russischen und türkischen, gewesen sein. Gerade in Ländern, die aufgrund zukünftiger geopolitischer Spannungen in den Fokus westlicher Sanktionen geraten könnten, besteht ein hoher Anreiz, die Zentralbankreserven mit Gold zu diversifizieren.

Gold und Realzins



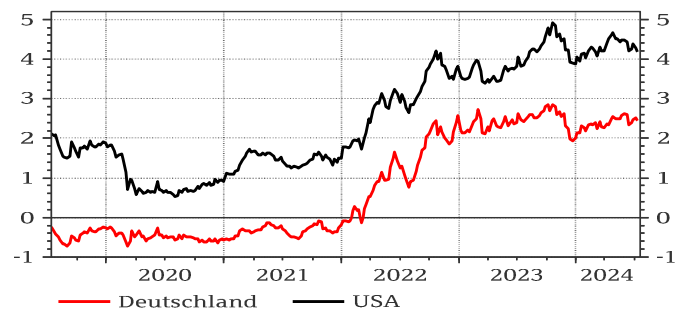
Die Anlageklasse Gold unterstreicht im aktuellen Marktumfeld ihre Vielseitigkeit und ihre einzigartige Kombination von Eigenschaften. Die oben genannten Gründe für die bisherige Hausse scheinen sich derzeit eher zu verstärken als abzuschwächen. Daher sehen wir trotz der bereits hohen Bewertung in den nächsten Jahren noch Aufwärtspotenzial.

Vor diesem Hintergrund sollte sich der Preis für die Feinunze Gold im weiteren Jahresverlauf im oberen Bereich der Bandbreite von 2.200 bis 2.500 US-Dollar bewegen. Unser Jahresendziel liegt bei 2.350 US-Dollar. Das gelbe Metall nimmt weiterhin einen festen Platz in unserer Asset Allokation ein.

Anleihemarkt

Mit einer außerordentlich positiven Marktstimmung in Bezug auf für das Jahr 2024 erwartete Leitzinssenkungen sind die Renditen langlaufender Staatsanleihen Ende 2023 deutlich gesunken. Die 10-jährige deutsche Bundesanleihe rentierte gegen Jahresende 2023 zeitweise unter 2,0 Prozent. Im ersten Halbjahr sind die Finanzmärkte zu einer realistischeren Einschätzung möglicher Leitzinssenkungen zurückgekehrt. Die Renditen sowohl der langlaufenden US-Bonds als auch die ihrer deutschen Pendanten zogen deshalb um rund 50 Basispunkte an. Mit Werten um 2,50 Prozent stand die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe Ende Juni 2024 ungefähr auf dem Niveau von vor 12 Monaten.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)



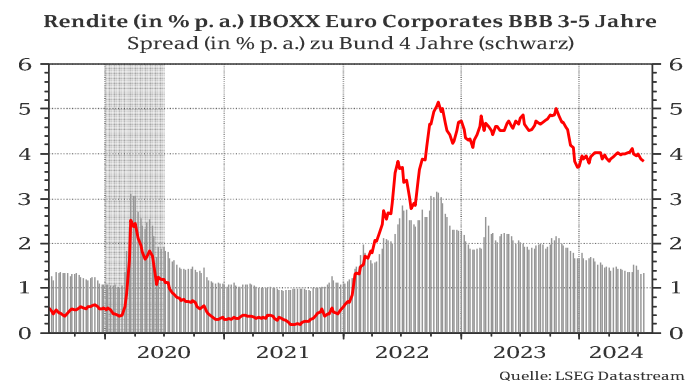
Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Auf Sicht der nächsten Monate rechnen wir nur noch mit einem sehr moderaten Zinsanstieg im längeren Laufzeitbereich. Nicht vergessen werden darf, dass die EZB seit 01.07.2024 beim Pandemie-Ankaufprogramm PEPP - dem letzten Programm, bei dem Fälligkeiten bisher noch voll reinvestiert wurden - monatliche Fälligkeiten von 7,5 Mrd. EUR nicht mehr wieder anlegen wird. Andererseits bleibt die konjunkturelle Erholung verhalten und bonitätsstarke Emittenten wie Deutschland oder die USA profitieren eher von der politischen Unsicherheit, die die von den französischen Parlamentsneuwahlen

ausgehen. Für das Jahresende 2024 halten wir an unserem mit der Frühjahrsprognose veränderten Ausblick fest, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe im Bereich zwischen 2,50 und 2,75 Prozent liegen sollte. Bei den zehnjährigen US-Staatsanleihen stellen wir uns vor, dass die Renditen mit 4,25 bis 4,50 Prozent in etwa auf dem heutigen Niveau liegen sollten.

Mittlerweile haben sich die Renditeabstände zwischen den 2-jährigen Bundesanleihen und denen mit 10-jähriger Laufzeit bereits reduziert. Wir sehen diese Bewegung erst als den ersten Schritt einer Normalisierung. Auf längere Sicht dürfte mit rückläufigen Inflationsraten insgesamt wieder mit niedrigeren Zinsen im kürzerfristigen Bereich zu rechnen sein, d. h. die Zinsstrukturkurve sollte im Laufe des Jahres 2026 ihre Invertiertheit (Zinsen für kurzlaufende Anlagen sind höher als Zinsen für längere Laufzeiten) aufgeben. Daraus folgt für die Anlagestrategie im festverzinslichen Bereich, dass Anleger sich nicht von den derzeit noch höheren Renditen im kürzerfristigen Segment irritieren lassen sollten. Auf mittlere Sicht dürfte sich eine gute Laufzeitenmischung bewähren.

Nachdem die Europäische Zentralbank schon vor längerer Zeit vom Nettokäufer zum Nettoverkäufer von Unternehmensanleihen geworden ist und sich der Konjunkturausblick mit den Leitzinsanhebungen eingetrübt hat, haben sich die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen auch guter und befriedigender Qualität („Investmentgrade“) auf einem erhöhten Niveau eingependelt. Zusammen mit der höheren Basisverzinsung (dem Renditeanstieg der Bundesanleihen) ergeben sich mittlerweile Renditen, die oberhalb der Dividendenrendite breiter Aktienindizes liegen.

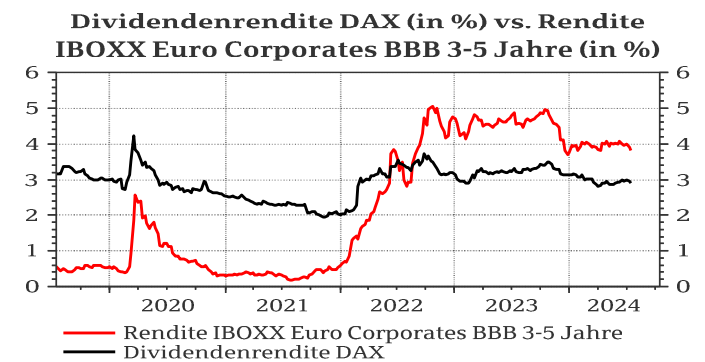


Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Im ersten Halbjahr 2024 sind diese Risikoaufschläge im Kontext wieder günstigerer Konjunkturerwartungen für Europa etwas zurückgegangen, bevor es zuletzt, nach der überraschenden Neuwahl-Ankündigung in Frankreich, zu einem leichten Anstieg kam. Unternehmen mit Sitz in Frankreich gehören zu den wichtigsten Emittenten von Unternehmensanleihen der Euro-Zone. Anders als bei

französischen Staatsanleihen, bei denen der Anstieg der Spreads gut mit den fundamentalen Verschlechterungen (starker Anstieg der Verschuldung in den vergangenen Jahren, Verfehlung der Defizitziele, Herunterstufungen der Ratingagenturen) erklärt werden kann, gilt dies nicht für Unternehmen. Hier gab es eher Verbesserungen der Bilanzen. Insofern scheint es konsequent, dass der Kapitalmarkt hier bisher stärker differenziert hat. Zudem ist zu berücksichtigen, dass französische Unternehmen teilweise nur einen geringen Anteil ihrer Umsätze in Frankreich tätigen.

Unternehmensanleihen höherer Qualität stellen deshalb weiterhin einen wichtigen Teil unserer Allokation im Anleihebereich dar. Bereits seit längerer Zeit liegen die Renditen auch wieder über der Dividendenrendite ausschüttungstärkerer Aktienindizes.



Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

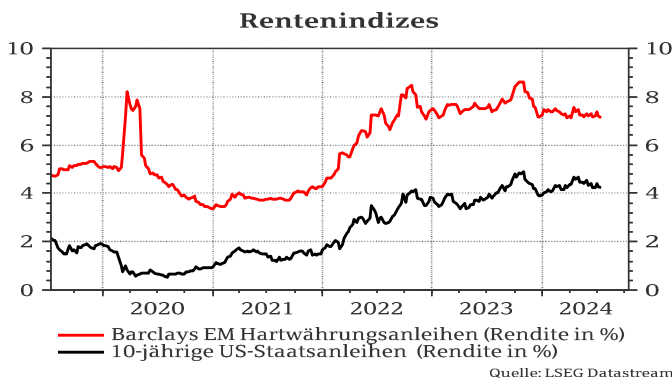
Mit den insbesondere von den politischen Ereignissen in Frankreich ausgehenden und dem auf die heiße Phase zusteuern den US-Präsidentenwahlkampf können wir uns vorstellen, dass auch an den Anleihemärkten das Umfeld schwankungsfreudiger wird. In diesem Zusammenhang dürften insbesondere flexible Anleihefonds, die große Freiheitsgrade in Bezug auf Anleihearten, Laufzeiten und Bonitäten haben, ihre bereits in der Vergangenheit unter Beweis gestellten Stärken ausspielen können.

Kunden, die die Vorteile der Fondsanlage (Streuung der Einzelrisiken, keine hohen Mindestanlagen) nutzen wollen, aber ein klares Profil der Zahlungsströme wünschen und von Ablaufgewinnen profitieren möchten, haben mit Laufzeitfonds eine interessante Alternative, die im qualitativ höheren Anleihebereich seit gut einem Jahr wieder über eine entsprechende Attraktivität verfügen. Bei diesem Konzept wird innerhalb einer relativ kurzen Frist von einer Fondsgesellschaft ein Anleiheportfolio erworben, das in seiner Struktur auf ein bestimmtes Ablaufdatum zugeschnitten ist, an dem der Fonds dann wieder aufgelöst werden soll. Dadurch nehmen Zinsänderungsrisiken zum Laufzeitende sukzessive ab.

Mit dem sich wieder stabilisierenden wirtschaftlichen Umfeld bleiben auch Hybridanleihen bonitätsstarker Emittenten, die sich auch in dieser aus Anlegersicht unsicheren rechtlichen Ausgestaltung (Nachrang) immer noch als „Investmentgrade“ qualifizieren, attraktiv. Der Aufschlag zu herkömmlichen Anleihen liegt bei rund 200 Basispunkten (2 %). Insbesondere defensive Fondslösungen mit Hybridanleihen im Investmentgrade-Bereich erscheinen vorteilhaft, da der Aufschlag eine gute Kompensation für das temporäre (mögliche Verschiebung von Zinszahlungen) und absolute (schlechtere Stellung im Insolvenzfall) Risiko zu bieten scheint.

Mit den wieder neu aufgekommenen Turbulenzen im Nachgang der Europawahl sind Fremdwährungsanleihen wieder attraktiver geworden. Dabei sind aus unserer Sicht zwei Blickrichtungen vielversprechend, eine eher sicherheitsorientierte und eine eher chancenorientierte.

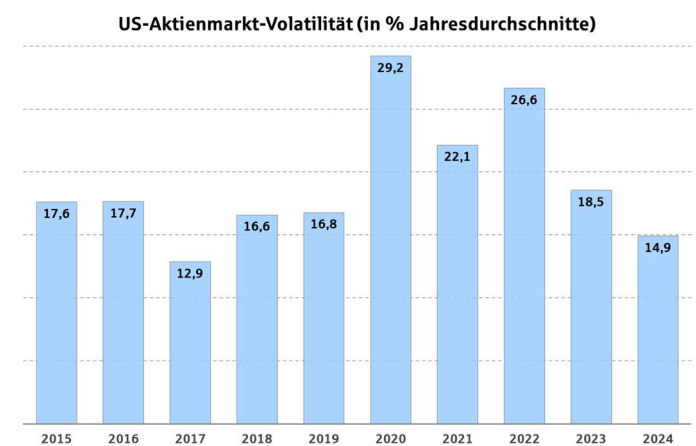
Eine sicherheitsorientierte Lösung sind Investmentfonds, die primär in Anleihen hoher und sehr hoher Qualität mit kurzer Laufzeit investieren. Damit bieten sie eine Absicherung, wenn die wirtschaftliche und politische Entwicklung in der Euro-Zone nicht so günstig verlaufen sollte, wie von uns erwartet.



Nicht nur in Europa kämpfen viele Staaten mit Haushaltsproblemen, auch die USA haben sichtbar Herausforderungen im Hinblick auf die Nachhaltigkeit ihrer Fiskalpolitik. Viele Schwellenländer haben demgegenüber deutliche Fortschritte auf diesem Gebiet gemacht und profitieren zum Teil auch von Umleitungen internationaler Handelsströme im Zuge der Konflikte zwischen dem Westen und China bzw. der Folgen des russischen Angriffskrieges in der Ukraine. Zudem waren Zeiten perspektivisch wieder sinkender US-Zinsen häufig gute Einstiegszeitpunkte für derartige Investments, da Hartwährungsengagements, d. h. US-Dollar-Forderungen, in Konkurrenz zu US-Anleihen stehen. Entsprechende Fondslösungen dürften daher eine chancenorientierte Alternative zu Euro-Anlagen darstellen. Wir favorisieren hier Fonds, die bei guter Qualität einen deutlichen Renditeaufschlag zu US-Staatsanleihen aufweisen.

Aktienmarkt

Die internationalen Aktienindizes verbuchten bis zur Halbzeit des Börsenjahres 2024 - passend zu dem Titel unseres Jahresausblicks „Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten“ - eine starke Wertentwicklung im Angesicht mannigfaltiger Herausforderungen. In der Quartalsbetrachtung fielen allerdings regionale Unterschiede immer stärker ins Auge. Während im ersten Vierteljahr die wichtigsten Aktienbarometer die Ende Oktober 2023 initiierte Rallye offenbar unbeeindruckt von den rückläufigen Zinssenkungserwartungen an die US-Währungshüter nahezu im Gleichlauf fortsetzten, wurden die Investoren im zweiten Quartal in ihrer Selektion der Favoriten wählerischer. So erklomm zwar unter anderem auch der Deutsche Aktienindex (DAX) im Wonnemonat Mai unweit von 19.000 Punkten ein neues Allzeithoch, jedoch ließen die Auftriebskräfte spürbar nach, und das Zeitfenster April bis Juni wurde auf europäischem Terrain unter der Last schwächerer Notierungen bei konjunktursensitiven Werten letztlich mit negativen Vorzeichen abgeschlossen. Im Gegensatz dazu gönnten sich die führenden US-amerikanischen Indizes keine Pause. Einmal mehr erfuhren die prominenten Technologietitel auch im Frühjahr eine Sonderbehandlung an den Kurstafeln, denn die Nasdaq® zog - angeführt von dem Vorreiter des Mega-Themas Künstliche Intelligenz Nvidia - in den letzten Wochen des Betrachtungszeitraums augenscheinlich leichtfüßig davon. Auffällige Begleiterscheinungen der ersten sechs Monate auf dem Parkett waren die immer offensichtlichere Marktenge, d. h. die Konzentration der Investitionsbudgets auf immer weniger Zugpferde sowie die überraschend geringe Schwankungsintensität. Wohlgemerkt letzteres auf dem Rücken der latenten sowie zumeist unkalkulierbaren (geo-)politischen Unsicherheiten.



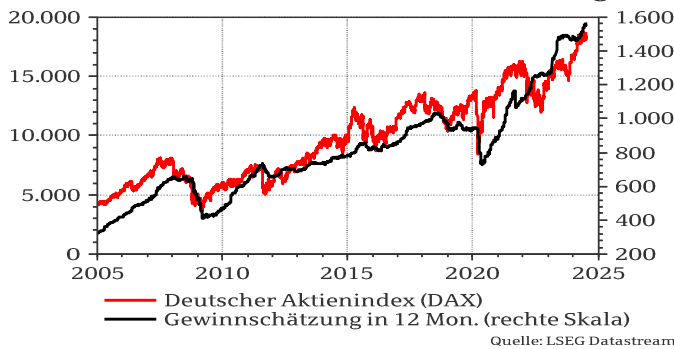
Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

Mit Blick auf das fundamentale Grundgerüst rechtfertigt die operative Entwicklung der Unternehmen zumindest teilweise die per Saldo anziehenden Notierungen.

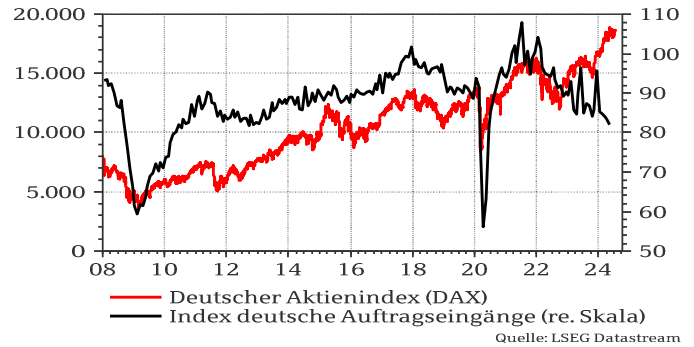
So konnten die jüngsten Berichtssaisons sowohl auf dem Alten Kontinent als auch vor allem in Übersee die Erwartungen der Marktteilnehmer unter dem Strich übertreffen. Auf dieser Basis wurden die aggregierten Gewinnschätzungen der kommenden zwölf Monate - die von uns präferierte Überschussgröße für unsere Bewertungsmodelle - sukzessive weiter nach oben angepasst. Das Ausmaß der Stoßrichtung überrascht uns in diesem Kontext in heimischen Gefilden mehr als auf der anderen Seite des Atlantiks. Vielmehr erscheinen die Ertragsperspektiven in den Vereinigten Staaten mit den potenten Technologiekonzernen an der Spitze unverändert günstiger.

Vornehmlich gespeist aus den prosperierenden Erträgen aus der IT-Welt nehmen wir für den US- und den globalen Leitindex einen zusätzlichen Aufschlag von rund 5 Prozent an.

DAX versus 12-Monats-Gewinnschätzungen



DAX versus dt. Auftragseingänge



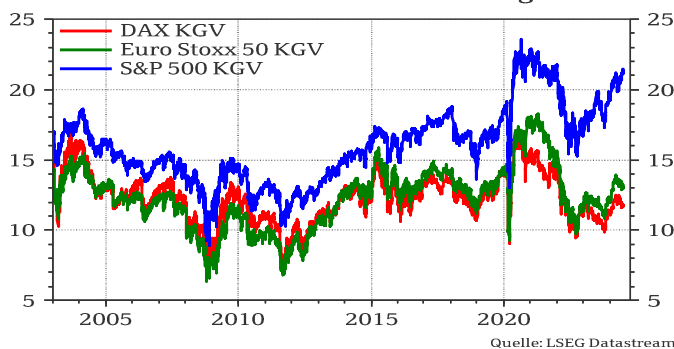
Die vergangene Wertentwicklung sowie Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Im Rahmen der Überprüfung bzw. Bestimmung der Kursziele kommt aus unserer Sicht der Einschätzung der zukünftigen Gewinnaussichten weiterhin eine Schlüsselrolle zu, da eine zusätzliche Ausweitung der Bewertung insbesondere an der Wall Street nur schwerlich vorstellbar ist. Aktuell liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des tonangebenden S&P 500 mit über 21 nur unweit der Rekordhöhen der letzten Jahre, während das Niveau in Europa als neutral einzustufen ist.

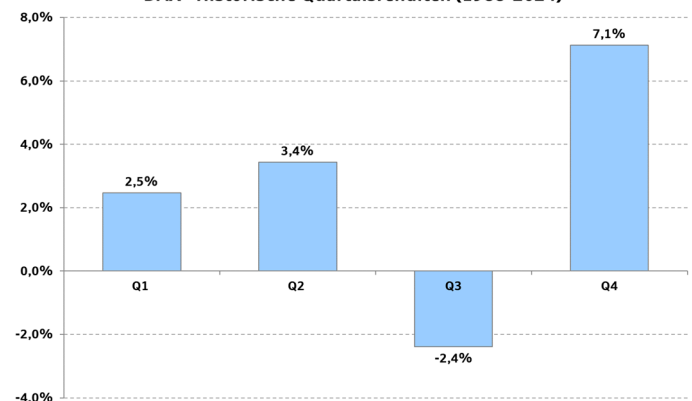
Unter Einbeziehung aller Determinanten und Anwendung der bekannten Bewertungsmethoden veranschlagen wir das Kursziel für den DAX nach wie vor bei 18.500 Punkten. Diese Zielmarke impliziert eine höhere Indikation aus den zugrunde gelegten gewinnbasierten Ansätzen und eine niedrigere Vorgabe seitens des in Kooperation mit der Universität Hamburg entwickelten Prognosemodells der multiplen Regressionsanalyse. Diese Bestätigung, mit der leichte Aufwärtsrisiken einhergehen, zielt aus dem taktischen Blickwinkel auf ein typisches Saisonmuster ab. Entsprechend dürften sich nach unserem Gusto die Konsolidierungstendenzen über die Sommermonate verstetigen, bevor sich von einem gedrückten Niveau aus wieder attraktivere Rendite-Chancen ergeben. Über eine breitere Basis an Sektoren in Hinblick auf das Gewinnwachstum in Richtung 2025 sollte sich auch der potenzielle Kursanstieg zum Jahresende auf mehrere Schultern verteilen können.

Internationale Indizes KGV-Vergleich



Explizit projizieren wir für die zusammengefassten DAX-Gewinneinheiten nach den Hochstufungen der vergangenen Wochen keine merklichen weiteren Aufwärtsrevisionen - vielmehr sollten auch mit Sicht auf maue konjunkturelle Vorlaufindikatoren einzelne Prognosesenkungen für etwas mehr Realismus bei den Analysten sorgen.

DAX - Historische Quartalsrenditen (1988-2024)



Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

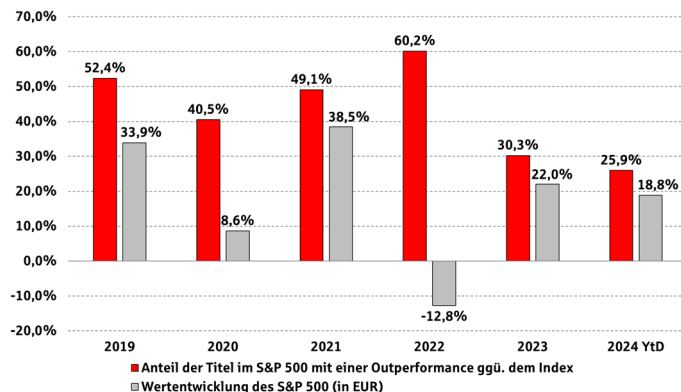
Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Markteinge oder die Frage nach den KI-Gewinnern

Die Zinswende im Jahr 2022 hatte die Kurse der globalen Aktienmärkte im selben Jahr erheblich unter Druck gesetzt. Die Folge waren prozentual teils deutliche zweistellige Rückgänge in den Notierungen - vor allem bei Technologietiteln.

Nahezu gleichzeitig mit dem Übergang ins Jahr 2023 schalteten vor allem die US-Börsen dann wieder in den Rallye-Modus. Die bis heute anhaltend positive Wertentwicklung darf indes nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Aktienmärkte seit Anfang 2023 signifikant „enger“ geworden sind. Je weniger Titel in einem Index zur Gesamtpformance des Kursbarometers beitragen, desto ausgeprägter ist die Markteinge. Visualisieren lässt sich die abnehmende Marktbreite etwa durch den Anteil an Werten im S&P 500, die eine überdurchschnittliche Wertentwicklung gegenüber dem Index verzeichnen.

Abnehmende Marktbreite in den Jahren 2023 und 2024



Quellen: Refinitiv, eigene Berechnungen (Stand: 30.06.2024)

Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

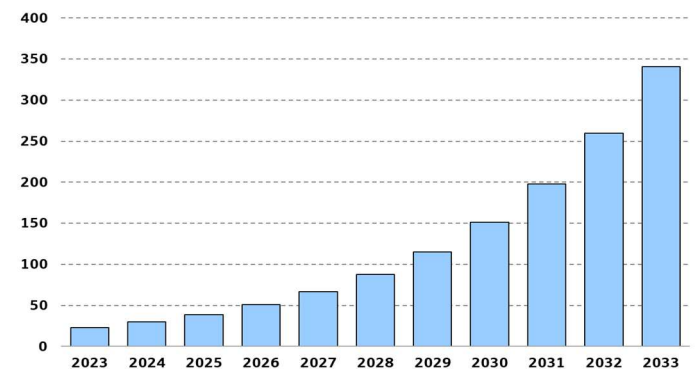
In den Jahren 2019 bis 2022 lag die Quote von „Outperformern“ zwischen 40 und 60 Prozent - und damit nicht weit entfernt von einer intuitiven Ausgewogenheit von 50 Prozent. Im letzten Jahr ist der Anteil auf 30 Prozent gesunken, Tendenz in 2024 weiter fallend. Unterjährige Indexzugänge und -abgänge wurden hierbei außer Acht gelassen.

Fast punktgenau dürfte ChatGPT die Aktienmarkt-Rallye in Gang gebracht haben. Für den auf Künstlicher Intelligenz basierenden Chatbot des Unternehmens OpenAI wurde Ende November 2022 eine verbesserte und kostenfreie Version veröffentlicht, die das Potenzial des Themas KI unter Beweis stellt statt lediglich Zukunftsvisionen zu zeichnen. Seitdem scheint eine Goldgräberstimmung vor allem im Silicon Valley zu herrschen. Dabei gilt die Devise, dass (vorerst) insbesondere die zu den KI-Gewinnern zählen, die die erforderlichen „Schaufeln“ bzw. das Equipment verkaufen und noch nicht die, die es dann wertsteigernd nutzen können.

Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Marktanalytik
 Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Refinitiv
 Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung. Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

An erster Stelle stehen hierbei Unternehmen aus dem Halbleitersegment und vor allem die, die auf KI-Anwendungen spezialisierte Chips zur Berechnung komplexer Aufgaben designen und herstellen. In dem Zeitraum von 2023 bis 2033 wird ein Marktwachstum von über 27 Prozent p. a. erwartet, sodass der globale Umsatz innerhalb von rund zehn Jahren nahezu um das 15-fache zulegen dürfte.

Erwartete Umsatzentwicklung von KI-Chips (Mrd. USD)

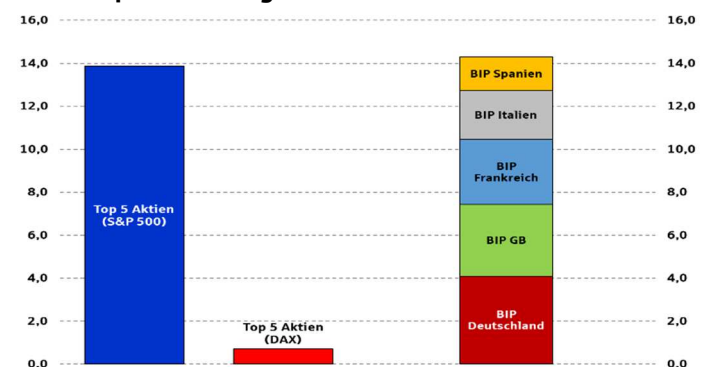


Quelle: Statista Market Insights

Die vergangene Wertentwicklung sowie Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Aber auch Unternehmen mit dominanter Stellung im Technologiesektor, die über hohe finanzielle Budgets verfügen und eine schnelle Marktreife für Produkte und Services erreichen können, sind Profiteure. In der Gunst der Anleger standen seit dem „Anpiff“ durch ChatGPT vor allem die etablierten Large und Mega Caps - also Unternehmen mit bereits hohen Marktkapitalisierungen - aus dem IT-Sektor bzw. nah verwandten Branchen. Dass dabei bis auf wenige Ausnahmen die Konzerne aus den USA tonangebend sind, dürfte unumstritten sein.

Marktkapitalisierungen vs. BIP (in Bio. US-Dollar)



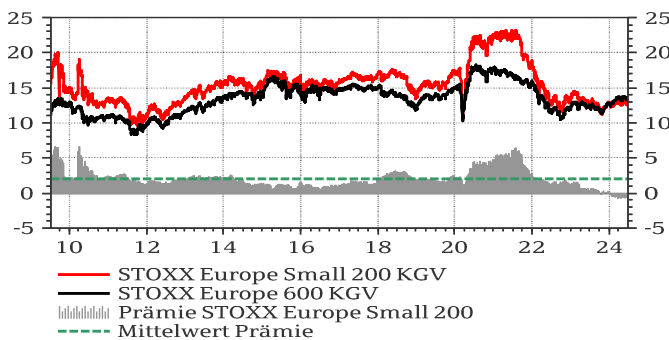
Quellen: Refinitiv (Stand: 30.06.2024), IWF (Stand: 2023)

Mittlerweile erreichen diese nämlich die Sphären ganzer Länder. So entspricht der Börsenwert der fünf größten Unternehmen aus dem S&P 500 in etwa dem kumulierten Bruttoinlandsprodukt (BIP) der fünf größten europäischen Länder - deutsche Unternehmen sind weit abgeschlagen.

Angesichts der hohen Relevanz des US-Aktienmarktes auf der einen Seite und der technologischen Vorherrschaft der Vereinigten Staaten auf der anderen Seite untermauern wir die Notwendigkeit, in der strategischen Allokation international - mit Schwerpunkt auf den USA - zu investieren.

Die abnehmende Marktbreite hat auch dafür gesorgt, dass Nebenwerte, also Aktien mit geringer bis mittlerer Marktkapitalisierung, und Titel mit einer günstigen Bewertung („Value“: z. B. niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) ins Hintertreffen geraten sind. Die signifikant schwächere Performance und die gesunkenen Bewertungs-niveaus in diesen beiden Marktsegmenten lassen nahezu reflexartig die Frage stellen, ob hier chancenreiche Investments lauern.

Europäische Nebenwerte: 12-Monats-Forward KGV



Quelle: LSEG Datastream

Aufgrund der besseren Datenverfügbarkeit sei ein Blick auf den europäischen Aktienmarkt geworfen. Nebenwerte - hier in Form des STOXX Europe Small 200 Index - verfügen in der Regel über eine Bewertungsprämie gegenüber Standardwerten - hier in Gestalt des STOXX Europe 600 Index. Ursächlich dafür ist eine grundsätzlich höhere Wachstumsdynamik von kleineren Unternehmen. Mit Blick auf die Entwicklung des KGV in den vergangenen 15 Jahren ist die Bewertungsprämie in 2024 erstmals negativ, es liegt also ein atypischer Bewertungsabschlag vor. Dieser dürfte sich neben der bereits dargelegten Marktengung vor allem auf den wiedererstarkten Zins, der insbesondere für höher verschuldete kleinere Unternehmen belastend wirkt, und eine eher zaghafte konjunkturelle Entwicklung zurückführen lassen. Wir sehen die Marktengung nicht unkritisch, zumal der Fokus auf wenige Werte und die auseinanderlaufenden Bewertungen nicht gesund erscheinen. Gleichwohl nehmen wir keine Indikatoren wahr, die auf eine Verbesserung der Marktstimmung für Nebenwerte hinweisen. Daher präferieren wir auch in der zweiten Jahreshälfte 2024 die größeren Standardwerte.

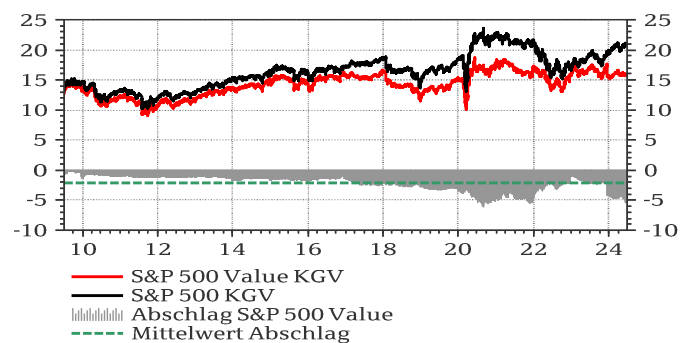
Längerfristig dürften Aktientitel mit niedrigeren Marktkapitalisierungen wieder in der Gunst der Anleger steigen. Die derzeit geringe Marktbreite ist ohnehin ungewöhnlich

und dürfte sich nicht auf Dauer halten. Zudem profitieren Nebenwerte vergleichsweise stark von sinkenden Zinsen. Gleichwohl erwarten wir im weiteren Jahresverlauf nur moderate Leitzinssenkungen, am langen Ende sogar leicht steigende Kapitalmarktrenditen. Positive Impulse würden auch von einer auf Hochtouren laufenden Konjunktur ausgehen, womit wir für die kommenden sechs Monate indes nicht rechnen.

Ein langfristig signifikanter Faktor für eine Wertaufholung in der Breite des Aktienmarktes bzw. für eine Angleichung der Bewertungsmaßstäbe wäre eine erfolgreiche Implementierung von KI-Anwendungen. Dies könnte zu einem Produktivitätszuwachs und Gewinnanstieg bei den Unternehmen führen. Sollten sich die Erwartungen an KI als zu überschwänglich herausstellen oder die Umsetzungs-bemühungen als zu langwierig gestalten bzw. auf Schranken - z. B. regulatorische - treffen, bestünde vor allem bei den weit vorausgelaufenen KI-Gewinnern Korrekturbedarf.

Auch wenn wir angesichts des positiven Sentiments und der Gewindynamik weiterhin größere wachstumsorientierte Werte als chancenreich erachten, werden die Kursperspektiven insbesondere im Technologiesegment zunehmend verhaltener - die Bewertungsrisiken sind hier nicht unerheblich. Um das Rückschlagpotenzial besser abfedern zu können, sollten auch Investments im Value- bzw. Substanz-Segment erfolgen. Der S&P 500 spiegelt besonders gut wider, dass der Bewertungsunterschied zwischen dem Index, in dem wachstumsorientierte Aktien überrepräsentiert sind, und dem Value-Subindex, in dem sehr günstige Titel - etwa aus dem Rohstoffsegment - abgebildet werden, gegenwärtig besonders ausgeprägt ist.

Aktien US-Value: 12-Monats-Forward KGV



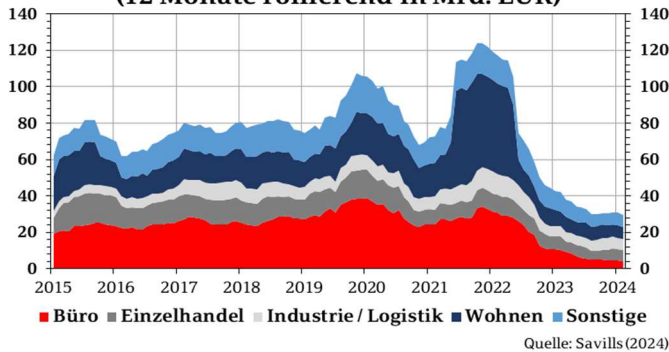
Quelle: LSEG Datastream

Vor diesem Hintergrund empfehlen wir, auch in das Value-Segment - z. B. in Form von Minenaktienfonds - sowie vor allem in substanzstarke Dividendenwerte zu investieren. Letztere weisen nicht nur eine niedrigere Bewertung und Schwankungsintensität gegenüber dem breiten Aktienmarkt auf, sondern tragen über einen stetigen und hohen Zahlungs- und Dividendenstrom auch zu dem Teil unseres Mottos einer „ertragreichen Fahrt“ bei.

Immobilien

Die Zinssenkung der EZB im Juni war von der Immobilienwirtschaft lange erwartet worden und stellt ein wichtiges psychologisches Signal dar, dass es mit den kurzfristigen Zinsen nicht mehr nach oben geht. Das schürt zwar etwas bessere Stimmung, verursacht aber bei Weitem noch keine Feierlaune, da die immer noch inverse Zinsstruktur und ihre erwartete Normalisierung den Spielraum für niedrigere Langfristzinsen begrenzen. Auf der anderen Seite beinhaltet die Zinswende die Gefahr, dass potentielle Verkäufer und ihre Banken in einen Attentismus steigender Preise verfallen und die erwartete Belebung des Marktes durch Opportunitäten und Sondersituationen noch ausbleibt.

Transaktionsvolumen Deutschland (12 Monate rollierend in Mrd. EUR)

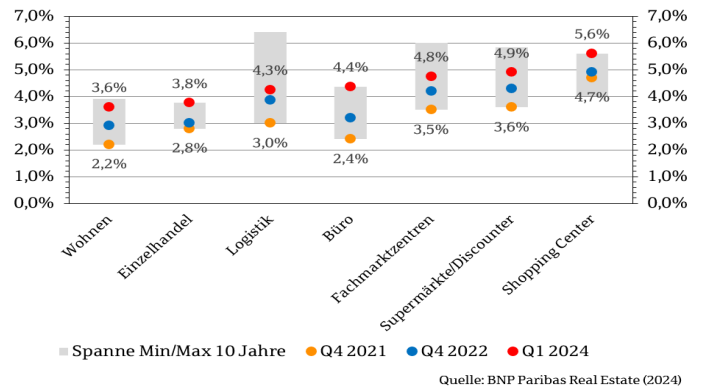


Zwar kann wieder eine steigende Zahl an Verkaufsvorbereitungen wahrgenommen werden, ob diese aber alle in einen Verkaufsprozess münden, ist zweifelhaft. Bei bereits gestarteten Verkaufsprozessen beobachtet der Immobiliendienstleister Savills zunehmend, dass Objekte wieder vom Markt genommen werden, wenn sich zu dem aufgerufenen Preis kein Investor findet und alternative Refinanzierungsmöglichkeiten bestehen. MSCI hat im 1. Quartal 2024 europaweit mehr als hundert solcher abgebrochenen Transaktionen und damit einen neuen Höchststand beobachtet. Die Erholung an den Transaktionsmärkten findet somit auf einem sehr niedrigen Niveau statt.

Dass sich dieser Versuch-und-Irrtum-Ansatz überhaupt so häufig beobachten lässt, dürfte auch daran liegen, dass zumindest in einigen Marktsegmenten weiterhin ein ungewöhnlich hohes Maß an Unsicherheit über den erzielbaren Preis besteht, da sich die einzelnen Nutzungsarten sowohl hinsichtlich ihrer Liquidität als auch ihrer Betroffenheit von strukturellen Brüchen erheblich voneinander unterscheiden. Bewertungsauswirkungen der „weichen“, langfristigen Faktoren wie konjunkturelle Nachfrageverschiebungen, Flächenverkleinerungen durch Home Office/New Work und KI, Demografie, ESG-Anforderungen oder ökonomischer Wettbewerbsverlust sind diskutierbar und führen zu voneinander abweichenden Einschätzungen. Dies erschwert es, belastbare Aussagen über den

Preis zu treffen und nach wie vor fehlt es an repräsentativen Vergleichstransaktionen. Investoren, Gutachter und Makler stochern somit weiterhin im Rendite nebel. Zumindest bei den kommunizierten Spitzennettoanfangsrenditen deutet sich aber eine Stabilisierung und ein neu erreichtes Preisniveau an. Nachdem diese bereits im 1. Quartal unverändert geblieben sind, dürfte es bei den wichtigsten Nutzungsarten auch zum Halbjahr keine weitere Dekompression gegeben haben.

Entwicklung der Spitzennettoanfangsrenditen



Wenngleich also bei den Fremdfinanzierungskosten mittlerweile wieder eine Kalkulationsgrundlage besteht, ist dennoch weiterhin eine Zurückhaltung am Markt zu spüren. Viele verkaufswillige Eigentümer warten scheinbar auf eine exakte Terminierung für den Startschuss der erwarteten Wertaufholungen. Letztlich wäre solch eine Prognose weder verlässlich noch seriös möglich, wodurch 2024 für die Investmentmärkte ein karges Übergangsjahr bleiben dürfte. Die im Juni begonnenen Zinssenkungen dürften die Grundlage für eine Verbesserung der Investitionsstimmung und Liquidität geschaffen haben, mehr Dynamik an den Transaktionsmärkten wird es aber wohl erst im Jahr 2025 wieder geben.

Sorgenkinder in den Portfolios der Immobilienfonds bleiben Büroimmobilien. Insbesondere bei Gebäuden in B-Lagen und der Peripherie lässt sich eine regelrechte Eiszeit konstatieren. Die Bereitschaft von institutionellen Investoren, in solche Lagequalitäten zu investieren, ist historisch gering, was sich auch in der Rendite-Differenz zwischen Innenstädten (CBDs) und Randlagen manifestiert: im Durchschnitt liegen die Spitzennettoanfangsrenditen hier über 150 Basispunkte auseinander. Die von Homeoffice und dem Zinsschock getriebene Zweiteilung des Büromarktes zwischen Primär- und Sekundärlagen bzw. zwischen flexiblen sowie energieeffizienten Top-Immobilien und Gebäuden mit Obsoleszenzrisiken zeigt sich auch auf den Vermietungsmärkten, genauer bei den Leerständen und gewährten Incentives. Zu letzteren zählen mietfreie Zeiträume, Ausbaukosten, Staffelmieten und weitere Mieteranreize, die der Vermieter dem Mieter gewähren muss, um zum Vertragsabschluss zu kommen. Diese Pakete sind

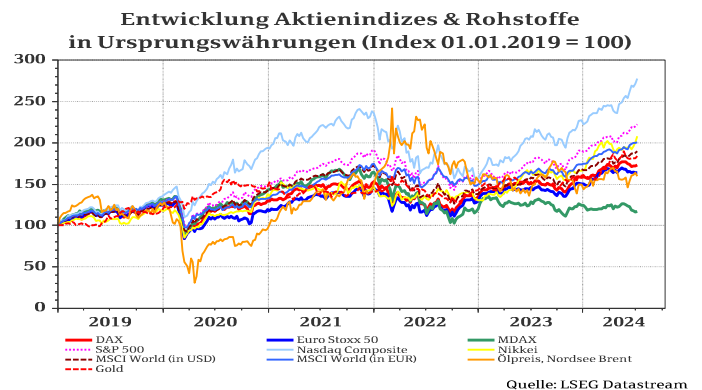
in peripheren Lagen auf mehr als 12 Prozent der Bruttomieterlöse angestiegen, während sie sich in den innerstädtischen Lagen weiterhin im einstelligen Prozentbereich bewegen. Diese Belastungsfaktoren führen zu hohen Abwertungsrisiken und abseits vom amerikanischen Private Equity nur dünn gesäten Abnehmeralternativen. Ein düsterer Ausblick? Nicht ganz, da einige Stellschräubchen durchaus dafürsprechen, dass Vermieter in absehbarer Zeit wieder ein besseres Blatt in den Händen halten könnten. Die derzeitige, bereits seit zwei Jahren anhaltende Büro- und Immobilienkrise, führt auch dazu, dass immer weniger neue Büros gebaut werden und gleichzeitig alte Büros durch Umnutzung oder Abriss aus dem Markt fallen. Viele Manager Offener Immobilienpublikumsfonds (OIFs) haben die Gefahr einer zu starken Konzentration auf wenige einzelne Nutzungsarten spätestens mit dem Ausbruch von COVID-19 erkannt. Risikobehaftete Büros in Sekundärlagen machen nach Zahlen der Ratingagentur Scope daher lediglich 7,1 Prozent des Fondsvolumens der OIFs aus. Gleichzeitig wird verstärkt in resiliente und zukunftsorientierte Nutzungen wie Logistik, Wohnen oder Gesundheitsimmobilien investiert, um die Diversifikation der Portfolios zu verbessern. Nichtsdestotrotz wird die Performance der Fonds derzeit durch rückläufige Immobilienbewertungen belastet. Die Anleger degoutieren dies mit einer entsprechenden Kaufzurückhaltung und Anteilsrückgaben. Mit etwa 1,4 Prozent der verwalteten Vermögenswerte bewegen sich diese im bisherigen Jahresverlauf aber auf einem überschaubaren Niveau. Die Abwertungen in den Fonds resultierten dabei mehrheitlich aus den Auswirkungen der deutlichen Zinssteigerungen und weniger aus objektbezogenen Gründen. Anleger sollten in ihren Überlegungen grundsätzlich berücksichtigen, dass die gutachterlich ermittelten Verkehrswerte zwar eine gewisse Akkuratess vermitteln, jedoch nicht unbedingt die Launen der Märkte reflektieren. Was eine Immobilie wirklich wert ist, zeigt sich immer erst im Rahmen des Verkaufsprozesses und der jeweiligen Phase des Marktzyklus.

zu einer vorsichtigen Zuversicht, da die Fundamentaldaten aus einem vielerorts eingeschränkten Angebot an Objekten und einer hohen Mieternachfrage - insbesondere in den Bereichen Wohnen, Logistik und moderne Büroimmobilien - zu einer verbesserten relativen Attraktivität führen. So haben nicht nur die Verkehrswerte weiter korrigiert und dürften gerade die Talsohle durchlaufen, sondern auch im Vergleich zu Aktienmärkten und festverzinslichen Wertpapieren erscheinen die Aussichten an den Immobilienmärkten zunehmend wieder attraktiver. Der kommende Immobilienzyklus dürfte vor allem durch Mietwachstum und betriebliche Effizienz angetrieben werden, was die originären operativen Fähigkeiten und Kompetenzen der Asset Manager wieder in den Vordergrund rücken sollte.

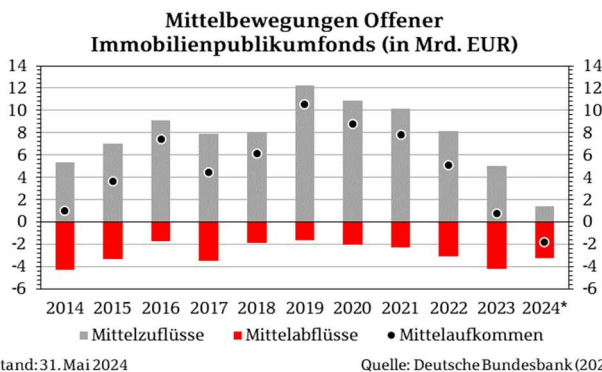
Anlagestrategie

Im ersten Halbjahr 2024 schauen wir auf eine wirklich gute Entwicklung zurück, zu der zumindest auf den zweiten Blick alle Anlageklassen beigetragen haben.

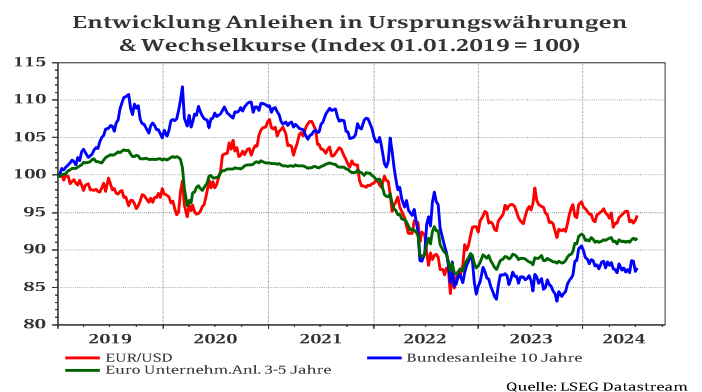
Überblick Performance 5 Jahre



Quelle: LSEG Datastream
Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

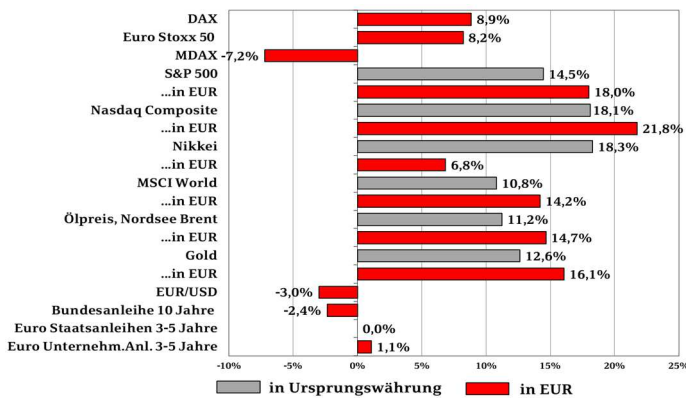


*Stand: 31. Mai 2024
Quelle: Deutsche Bundesbank (2024)
Die derzeit beobachtete zyklische Korrektur sollte spätestens 2025 beendet sein und der Blick nach vorne verleitet



Quelle: LSEG Datastream
Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Überblick Performance 01.01. - 30.06.2024



Die vergangene Wertentwicklung stellt keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Angesichts des leichten Zinsanstieges verzeichnen festverzinsliche Wertpapiere sehr guter Bonität zwar entsprechende Kursrückgänge, die sich in Richtung Fälligkeit orientierend aber sukzessive abbauen. Zudem sorgte der Zinsanstieg bei neuen Käufen für einen willkommenen Renditeaufschlag. Belohnt wurde zudem das Eingehen von Kreditrisiken, da sich die Renditeabstände zwischen Unternehmensanleihen und sehr bonitätsstarken Staatsanleihen weiter verringerten. Ausgezeichnet und oberhalb unserer Erwartungen verlief die Entwicklung bei Gold, da hier die zusätzliche Nachfrage von Zentralbanken die Notierungen überproportional ansteigen ließ. Bei den Aktien hatten zum Schluss dieser Halbzeit 2024 einmal mehr die US-Technologiewerte die Nase vorne. Zudem setzte sich der beeindruckende Trend mit der kräftigen Entwicklung bei den hochkapitalisierten Werten gegenüber Nebenwerten fort. Zusätzliche Wertbeiträge wurden angesichts der Schwäche des Euro insbesondere gegenüber dem US-Dollar generiert.

Im Nachhinein lässt sich etwas kritisch sicherlich anmerken, dass die von uns empfohlene breite Streuung für diese Periode angesichts der Marktentwicklung nicht zwangsläufig notwendig gewesen wäre. Es braucht andererseits nicht viel Phantasie, dass ein Szenario angesichts der oben skizzierten und überhaupt nicht auszuschließenden neuen Belastungs- und Störfaktoren schon kurzfristig denkbar ist, in dem unterschiedliche Anlageklassen für die angestrebte Robustheit und Resilienz in der Vermögensstruktur sorgen. Unterstützend kommt hinzu, dass die Anlageklassen außerhalb der Kategorie Aktien entweder Ausschüttungen geliefert haben oder eben auch (moderater) Kurswertsteigerungen.

Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser Credo einer breiten Aufstellung und fokussieren noch einmal unsere Internationalisierung. Letzteres beruht auf der politisch zunehmend fragilen Situation in Europa und insbesondere in der EU.

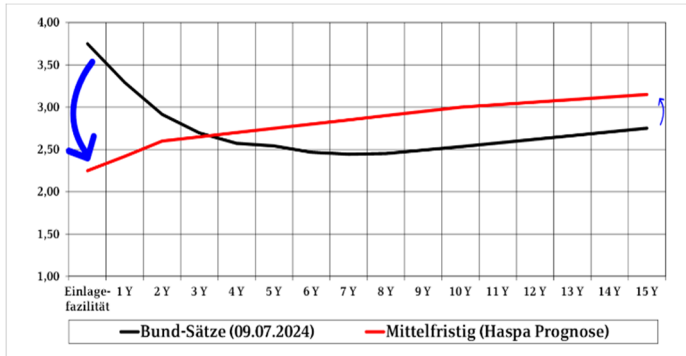
Neben den überragenden geopolitischen Themen spielt das **volkswirtschaftliche Umfeld** fraglos eine wichtige Rolle bei der Ausgestaltung der Anlagestrategie. Während bislang die USA mit einer robusten und zugleich dynamischen Position überzeugen konnten, scheint sich nunmehr die von der Zentralbank gewünschte Abkühlung einzustellen. In Europa und insbesondere in Deutschland ruhen die Hoffnungen auf einer Beschleunigung in 2025, wobei dies weitgehend durch den Konsum getrieben sein sollte. Ein klassischer Aufschwung mit starken Impulsen aus der Industrie zeichnet sich bis dato nicht ab. Angesichts der Neuorientierung mit China ist dies auch eher unwahrscheinlich. Vor diesem Hintergrund erscheint eine stärkere Ausrichtung auf zyklische Komponenten wohl noch verfrüht oder wenig begründbar. Auf der positiven Seite stehen in diesem Umfeld eine geringe Wahrscheinlichkeit für das Abrutschen in eine Rezession und dämpfende Effekte auf die immer noch zu hohe Inflation durch das schwächere Wachstum. Gerade Letzteres sollte die beiden großen Zentralbanken erfreuen, sind sie doch noch von einer nachhaltigen Zielerreichung entfernt. Auch wenn unverändert eine negative Entwicklung bei der Inflation durch die Lohnkomponente und strukturelle Faktoren nicht auszuschließen sind, scheint sich die Lage bei den Preisen doch weiter zu entspannen. Dies wiederum nimmt der Kapitalmarkt willfährig auf und „feiert“ spürbar niedrigere Leitzinsen. Wir stellen uns nicht dagegen, werden allerdings auch nicht müde zu betonen, dass dafür der dauerhafte Inflationsrückgang tatsächlich ersichtlich und die Staatshaushalte stabilitätskonform aufgestellt sein sollten. Auch wir erwarten auf Sicht der nächsten zwei Jahre moderate Leitzinssenkungen, mehr als fraglich ist allerdings, ob dies auch die langfristigen Kapitalmarktzinsen nach unten führen wird. Hier gehen wir eher von einer Seitwärtsentwicklung, möglicherweise sogar von einem leichten Anstieg aus. Dies begründet sich einerseits mit der Erwartung einer wieder normalen Zinsstrukturkurve mit sicherlich niedrigeren Kurzfristzinsen, aber darüber liegenden langfristigen Zinsen.

Da aber gerade die langfristigen Zinsen für Finanzierungen und Investitionen maßgeblich sind, sollten die volkswirtschaftlichen Effekte begrenzt sein. Renditetreibend dürfte zudem die hohe Nachfrage der Staaten nach Kapital bei einer sich tendenziell verschlechternden Bonität wirken sowie der Umstand, dass ein großer und zuverlässiger Käufer - die Zentralbanken - nicht mehr oder nur noch begrenzt zur Verfügung stehen.

Etwas differenzierter stellt sich derzeit die Interpretation zwischen Zins und Konjunktur am Kapital- bzw. Aktienmarkt dar: Gute Konjunkturmeldungen stimulieren die erwarteten Gewinnschätzungen und stützen damit den Aktienmarkt, schlechte konjunkturelle Aussichten entfachen postwendend neue Zinssenkungshoffnungen und stützen

wiederum die Aktien. Im Ergebnis kommen wir zu der die letzten Monate zu beobachtenden „Schaukelbörse“. Für den Anleger eine durchaus komfortable Börsenphase. Kleinere Rückgänge können für Käufe genutzt werden, da ja die „Versicherung“ besteht, dass entweder Zins- oder Konjunkturhoffnungen für neuen Auftrieb sorgen. Natürlich gibt es einen Knackpunkt: Bei der nächsten - uns heute nicht bekannten - Störung wird sich der Markt grundsätzlich neu positionieren. Wann das sein wird, ist Spekulation. Dass es passieren wird, ist nahezu sicher. Vorerst spricht einiges dafür, dass sich das Börsengeschehen wenig verändert.

Erwartete Normalisierung der Zinsstrukturkurve (in %)



Quelle: Refinitiv;

Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

In einer ersten Zusammenfassung dürfte das Marktumfeld bezogen auf die zweite Jahreshälfte durchaus konstruktiv bleiben:

- ▢ Das volkswirtschaftliche Wachstum - insbesondere in Deutschland und Europa - bleibt schwach, eine Rezession ist nicht zu befürchten, die Inflation scheint wieder eingefangen zu sein.
- ▢ Leitzinssenkungen werden kommen, aber später und moderater, die langfristigen Renditen sind mit Zinsauftriebskräften konfrontiert, Liquidität wird dem Markt entzogen.
- ▢ Unternehmensgewinne können sich in diesem Umfeld durchaus weiter positiv entwickeln, zyklische Impulse dürften sich kaum ausprägen.
- ▢ Wie ungeordnet die Zeiten sind, zeigt sich nahezu täglich, aber nicht in der aktuellen Schwankungsbreite des Aktienmarktes.

Bei einer Bewertung dieser allgemeinen Rahmenbedingungen ergeben sich, mit Ausnahme des letzten Punktes der ungeordneten Zeiten, keine zwingenden Einflüsse, die im Rahmen einer Allokation besonders berücksichtigt werden müssten. Im Ergebnis hieße dies, weder besonders vorsichtig, noch sehr offensiv in der Portfolioaufstellung vorzugehen. Auch eine Nähe zu den großen Indizes auf der Aktien- und Anleihe Seite könnte sich anbieten.

Allerdings sollten wir bei unserer zentralen Leitfunktion - ungeordnete Zeiten - nicht ausschließlich auf die geopolitischen Herausforderungen abstellen, sondern weiteren direkt und auch indirekt daraus resultierenden Einflüssen die entsprechende Beachtung schenken.

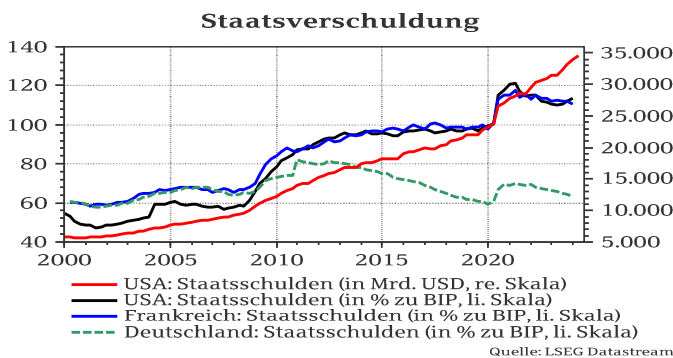
Gedämpftes langfristiges Wachstum mit KI-Stimulus:

Neben den kurzfristigen Perspektiven sind die nachhaltig zu erwartenden Wachstumserwartungen von zentraler Bedeutung. Im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung sprechen wir auch von dem Potenzialwachstum. Hier gehen die Wachstumsraten bei den alten Industrieländern unisono eher herunter, so werden für Deutschland Werte zwischen 0,5 und 1,0 Prozent geschätzt. Mehr und mehr werden nunmehr Überlegungen angestrebt, ob der vermehrte Einsatz von KI zu einer Verschiebung der Wachstumskurve nach oben führen könnte, weil es zu nachhaltigen Produktivitätsschüben kommt. Inwieweit dies wirklich realistisch ist, wie hoch die Effekte sind und wann diese greifen, ist Stand heute noch nicht zu beziffern. Dass KI mit einer hohen Wahrscheinlichkeit in unserem persönlichen und dem Arbeitsleben Einzug halten wird, scheint im wahrsten Sinne vorprogrammiert. Durch die höhere Produktivität wird nicht nur der zu verteilende „Kuchen“ größer, auch Unternehmen dürften höhere Gewinne erzielen und die Inflation würde sich schneller in Richtung des Zielwertes bewegen: Ein Goldilocks-Szenario. Anleger würden sowohl von sinkenden Zinsen bei Festverzinslichen als auch steigenden Aktiennotierungen profitieren. Dass Technologiewerte mit dem besonderen Fokus auf KI hier zu den Favoriten zählen, bedarf schon fast keines Kommentares mehr. Schwierig bzw. fast unmöglich ist es nach unserer Einschätzung allerdings, einzelne Unternehmen zu benennen, die mit einem Großteil ihres Geschäftsmodells nachhaltig an dieser Entwicklung partizipieren werden. Natürlich ist es im Nachhinein sehr einfach, die Börsenstars von Gestern zu benennen. Es mag banal klingen, ist aber durchaus erfolgreich und verantwortungsvoll: **Wir favorisieren hier weiterhin breiter gestreute Engagements in Technologie und Automatisierung mit einem aktiven Management.** Denn eines dürfte wohl auch klar sein: KI wird mehr als ein zartes Innovations-Pflänzchen sein und ob sich mit einer Fokussierung auf eine Handvoll Unternehmen dies wirklich realisieren lässt, erscheint zumindest fraglich.

Auch wenn alles um KI für die Börsen derzeit absolut dominierend zu sein scheint, nicht fehlen darf an dieser Stelle der Hinweis auf die weiteren strukturellen Trendthemen - den bekannten 3, 4 oder auch **5 Ds**: Digitalisierung, De-(Re) Globalisierung, Demografie, Dekarbonisierung und resultierend aus der Geopolitik Defense (Sicherheit). An der grundsätzlichen Aussage, dass die genannten Trends Gesellschaft und Ökonomie prägen werden, bedarf es nach unserer Meinung überhaupt keinerlei Zweifel, auch wenn die Intensität und Wahrnehmung sowie damit

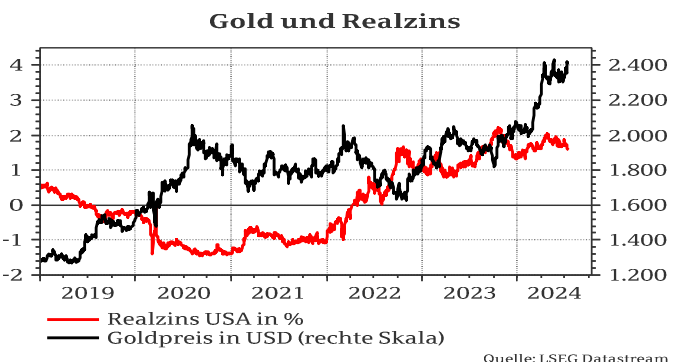
auch die Dynamik an den Börsen im Zeitablauf schwankend sein werden.

Die beiden großen Herausforderungen der letzten Jahre - Corona und Energiekrise - wurden von Seiten der Staaten mit massiven Programmen auf nahezu allen Ebenen der Gesellschaft sehr breit alimentiert. Nun zeigt sich, wenig überraschend, dass es den Staaten zwar leichtfällt, diese zusätzlichen Mittel auszugeben, aber eben auch sehr schwer, diese wieder einzusparen oder zu streichen. Die zu hohe **Verschuldung** wird nicht oder nur bedingt zurückgeführt und steigt weiter deutlich. Dies führt, unterschiedlich ausgeprägt, zu einer Verspannung, die sich in einer abgestuften Bonität und höheren Zinssätzen zeigt. Typischerweise geht sie auch noch mit einer Währungsabschwächung einher.



Zudem zeigt sich, dass die relative Stabilität Europas seit der Eurokrise möglicherweise nur eine Übergangsphase war und gerade auch aufgrund der schwierigen politischen Verhältnisse neu aufflammen könnte. Die aktuelle Situation um Frankreich mag dafür nur ein Beispiel sein.

Vor diesem Hintergrund raten wir auch auf diesem Feld, die Resilienz zu erhöhen. Hierfür bietet sich eine noch stärkere geografische Streuung im Bereich der Währungen an. Wir favorisieren bonitätsstarke Fremdwährungen und renditestarke Anleihen von Emerging Markets auf US-Dollar-Basis.



Der weitere klassische Stabilisator sind Rohstoffe und hier insbesondere Gold. Das Krisenmetall hilft gerade dann, wenn das Vertrauen bröckelt und im Übergang neue Ordnungen gesucht werden. Erstaunlicherweise ist dies selbst bei den aktuell durchaus attraktiven Realzinsen der

Fall. Eine auch von Staaten gesuchte größere Unabhängigkeit gegenüber der Weltleitwährung US-Dollar mag dabei der Impulsgeber sein.

Wie stellen wir uns jetzt konkret die Auswahl der einzelnen **Aktienengagements** vor? Fragestellungen dabei sind sicherlich, ob Nebenwerte schon heute ein guter antizyklischer Kauf sein könnten und die herbeigesehnte größere Marktbreite nun endlich Einzug hält. Bei der Beantwortung der Frage könnte man es sich natürlich leicht machen - auf die Wertentwicklung der letzten eineinhalb Jahre bei hochkapitalisierten Werten der US-Technologie verweisen - und einfach auf eine Trendfortsetzung setzen. Dies wäre sicherlich zu einfach und auch wenig verantwortungsvoll. Umgekehrt nur aus Bewertungsüberlegungen auf Nebenwerte zu setzen, ist wohl auch nicht hinreichend, da in der Regel Bewertungsansätze keinen ausreichenden Kaufimpuls darstellen. Schlagkräftiger könnten aber ein bevorstehender weltweiter Konjunkturaufschwung oder auch sehr kräftige Leitzinssenkungen sein. Beides ist derzeit nicht absehbar. Vor diesem Hintergrund könnte somit die große Rotation vorerst noch auf sich warten lassen, dass sie irgendwann kommen muss, steht allerdings außer Frage.

Gezeigt hat sich in den letzten gut zweieinhalb Jahren auch, dass das einseitige Setzen auf Wachstums- oder Substanz-Werte zu einer hohen Schwankung mit entsprechenden Abweichungen zu den breiten Aktienmärkten führen kann, ein Wechselbad der Gefühle. Hier in jeder Kapitalmarktphase die richtigen taktischen Entscheidungen zu treffen, erscheint sehr ambitioniert, vielleicht unrealistisch. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir als Kern ein robustes und international ausgerichtetes Aktien-Engagement, ohne Fokus auf eine bestimmte Stilrichtung. Darüber hinaus setzen wir weiterhin auf die Themen Technologie, Automatisierung und Datensicherheit. Die Partizipation an dem Mega-Thema Künstliche Intelligenz erfolgt in großen Teilen mittlerweile „automatisch“, da die entsprechenden Unternehmen extrem schwergewichtet in den großen Indizes enthalten sind. Zusätzliche Impulse lassen sich durch international breit gestreute Technologiefonds gut abbilden. Auch wenn unser Engagement in den asiatischen Emerging Markets bislang wenig überzeugen konnte, halten wir daran fest. Als attraktiv erachten wir zudem weiterhin den japanischen Aktienmarkt.

Bei den **Ergänzungsanlagen** stechen derzeit zwei Varianten heraus: Erstens defensive Indexanleihen mit einem großen „Puffer“ zur Erzielung eines attraktiven Ertrages bei begrenztem Risiko. Zweitens Indexanleihen mit kürzeren Laufzeiten und einem Abschlag zum aktuellen Kurs. Mit letzteren lässt sich sehr gut ein systematischer Bestandsausbau erreichen.

Unser ganz besonderes Augenmerk gilt unverändert den **Festverzinslichen**. Die Ziele sind, verlässliche laufende Erträge zu generieren und auf mittlere Sicht einen realen

Kapitalerhalt zu erreichen. Zudem gilt es gerade in diesem Segment, die durch Streuung vermeidbaren Risiken zu minimieren. Worum es nun konkret geht:

- ▢ Aufbau einer Fälligkeitsstruktur, um Planbarkeit und Diversifikation zu sichern.
- ▢ Mehrrendite bei Unternehmensanleihen mit breit gestreuten Engagements zu erwirtschaften.
- ▢ Verstärkte Beimischung von Fremdwährungen als Ausgleich zum Euro.

Bei den **Rohstoffen** setzen wir weiterhin auf Gold und Metalle, die für die Transformation in eine kohlenstofffreie Zukunft unentbehrlich sind. Bei den Metallen erfolgt die Abbildung durch Aktien entsprechender Minengesellschaften.

Ein klares Bekenntnis vorweg: **Immobilien** sind und bleiben ein strategischer Baustein. Inwieweit die Talsohle noch erreicht werden muss, oder bereits durchschritten ist, dürfte sich wohl erst in der Nachbetrachtung feststellen lassen. Dass die Neubewertung allerdings in vielen Fällen erfolgt sein sollte, abhängig von den Segmenten, der Lage und dem energetischen Standard, zeichnet sich mehr und mehr ab.

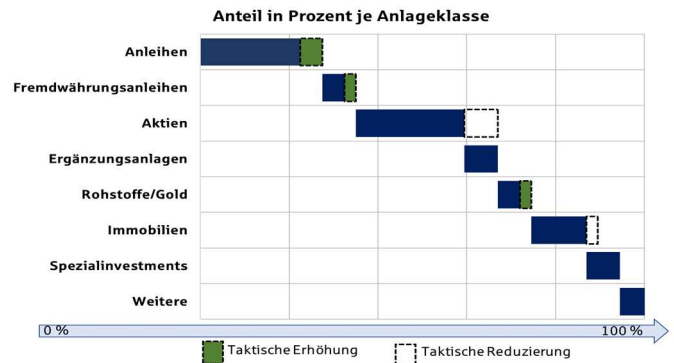
Vermögensstruktur

Auf die Vermögensstruktur wirken maßgeblich zwei große Effekte ein: Die Rückkehr des Zinses hat sie per se stabilisiert und zudem stärker auf kalkulierbare ordentliche Erträge getrimmt. Zudem muss sie sich, was aktuell dankenswerterweise noch nicht eingefordert wurde, in Krisensituationen als robust erweisen. Besonders herausfordernd ist dies insofern, da die ungeordneten Zeiten eben nicht nur kalkulierbare Risiken mit sich bringen können, sondern auch Ereignisse, die wir heute noch gar nicht kennen können. Die mögliche Antwort auf diese Herausforderungen kann nur Streuung, mehr Streuung und dies sowohl innerhalb der Anlageklassen als auch über möglichst viele Anlageklassen heißen. Dies ist gerade in Anbetracht der Wertentwicklung im ersten Halbjahr jedoch nur eine Teilantwort. Hat doch einmal mehr zumindest in der Momentaufnahme die hervorragende Entwicklung der US-Technologiegiganten gezeigt, zentriertes Anlegen führt zum besten Ergebnis. Wann sich dieses Blatt dreht, ist seriös nicht zu prognostizieren, dass es sich wenden wird, ist auch angesichts der historischen Zyklen sehr wahrscheinlich.

Für uns besteht nunmehr die Herausforderung, an den überdurchschnittlichen Kurszuwächsen in den speziellen Segmenten des Aktienmarktes zu partizipieren, aber die

Verantwortung im Hinblick auf die Ausgewogenheit der Vermögensstruktur nicht zu vernachlässigen.

Allokation 2. Halbjahr



Hierbei handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allokation. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.

Insgesamt ist die vorgeschlagene Vermögensstruktur in einem hohen Maße ausgeglichen. Aus der eher taktischen Sicht ergeben sich im Wesentlichen folgende Adjustierungen: Angesichts hervorragender Wertentwicklung und hoher Bewertung reduzieren wir das Gewicht bei Aktien leicht. Auch im Bereich der Immobilien erscheint kurzfristig eine Anpassung nach unten empfehlenswert, die sich häufig wohl schon „automatisch“ aus der im Vergleich zu den anderen Anlageklassen geringeren Wertentwicklung ergeben dürfte. Die freien Mittel allokatieren wir im Bereich der Anleihen und hier konkret auch bei den Fremdwährungsanleihen. Eine taktische Aufstockung erfahren zudem Rohstoffe, insbesondere das Gold.

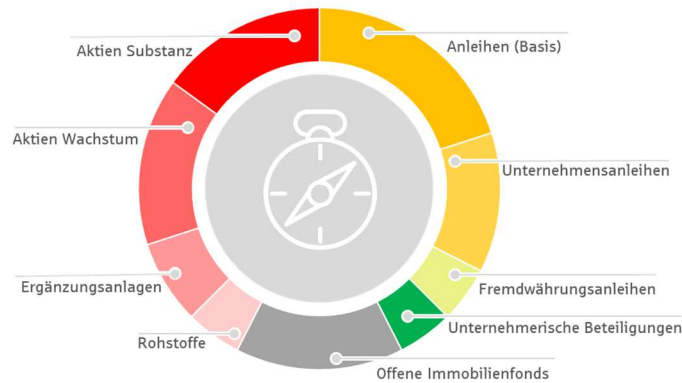
Prognosen 2024 auf einen Blick

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	18.236	14.000 - 19.400	18.500
Euro Stoxx 50 Index	4.903	4.100 - 5.400	5.150
S&P 500 Index	5.572	4.100 - 5.600	5.200
MSCI World Index	3.579	2.700 - 3.700	3.450
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,54	2,50 - 2,75	2,65
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	4,28	4,25 - 4,50	4,40
Euro in US-Dollar	1,08	1,00 - 1,10	1,05
Gold (USD pro Feinunze)	2.380	2.200 - 2.450	2.350

Stand 10.07.2024

Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Beispielhafte Asset Allokation für einen Anleger mit mittlerer Risikobereitschaft



Hierbei handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allocation. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.

Wichtige Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der Hamburger Sparkasse AG nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der Hamburger Sparkasse AG zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. **Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.** Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung. Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die Hamburger Sparkasse AG vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.