

# Haspa BörsenTrends

AKTUELLE SONDERTHEMEN UND TRENDMELDUNGEN

Veröffentlichungsdatum 11.10.2024

## Herbstprognose

Im diffusen Umfeld soll es der Zins richten

### Rahmenbedingungen der Prognosen

Auf den ersten und in weiten Teilen auch auf den zweiten Blick erscheint das allgemeine Umfeld ausgesprochen diffus, unübersichtlich und in Teilen besorgniserregend. Obgleich die Liste der belastenden Faktoren lang und länger wird, eilen die Aktienmärkte von einem Rekordhoch zum nächsten. Dabei sind es nicht nur die täglichen erschütternden Meldungen aus den internationalen Krisengebieten, sondern insbesondere in Deutschland die ernüchternden Daten zur wirtschaftlichen Verfassung des in einer Rezession steckenden wichtigsten Landes Europas. Auf der positiven Seite steht eine trotz erkennbarer aber auch gewollter Abschwächungen immer noch robuste US-Wirtschaft. Zudem scheint China erkannt zu haben, dass ohne (monetäre) Stützungsmaßnahmen des darbenenden Immobilienmarktes eine Erholung kaum möglich sein wird. Das größte Plus ist aber sicherlich die weltweit zurückgegangene Inflation, was wiederum den Notenbanken den Spielraum für Zinssenkungen eröffnet. Zudem liefern die Unternehmen immer noch recht solide Ergebnisse, wengleich sich hier Spreu und Weizen immer weiter auseinander bewegen.

Unser Credo für dieses Jahr „Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten“ scheint sich somit zu bewahrheiten und die Polarisierung zwischen den Umfeldbedingungen einerseits und den Kapitalerträgen andererseits sogar noch weiter auszuprägen.

### Konjunktur

Die Weltkonjunktur entwickelt sich weiterhin äußerst unterschiedlich. Während die Wirtschaft in den USA brummt, befindet sich Deutschland auf Stagnationskurs und zieht damit auch die Entwicklung des Euroraums nach unten. China bleibt mit seinen strukturellen Problemen und dem jüngst angekündigten Konjunkturprogramm ein schwer kalkulierbarer Faktor.

Nachdem die Inflationssorgen weitgehend in den Hintergrund gerutscht sind, richtete sich das Augenmerk zuletzt auf die Entwicklung der **US-Konjunktur**. Insbesondere die Arbeitsmarktdaten (mit der Arbeitslosenquote und den neuen Stellen außerhalb der Landwirtschaft) dürften die

US-Notenbank (Fed) bezüglich ihrer weiteren Leitzinssenkungen leiten. Innerhalb ihres dualen Mandats, Preisstabilität und Vollbeschäftigung, war bis zur Jahresmitte eine Abkühlung des Arbeitsmarktes gewünscht, um den Inflationsdruck zu reduzieren. Nun besteht jedoch das Risiko einer Unterkühlung. Die Arbeitslosigkeit könnte zu schnell steigen und damit auch der Privatkonsum nachlassen. Wir gehen jedoch davon aus, dass es nach der bisherigen Boom-Phase in den USA eine sanfte Landung (soft landing) geben wird. Die Wachstumsraten dürften niedriger als zuletzt, aber weiterhin positiv ausfallen. So gehen wir von rund 2,5 Prozent Wachstum in 2024 und 1,5 Prozent in 2025 aus. Wir sehen jedoch auch die Risikowahrscheinlichkeit einer Rezession mit etwa einem Viertel höher als im Durchschnitt, der bei rund 14 Prozent liegt (seit 1947 gab es in 44 von 308 Quartalen eine negative BIP-Veränderungsrate).



In **Deutschland** zeigt sich das Bild gänzlich anders. Seit zweieinhalb Jahren befindet sich die Wirtschaft in einer Stagnation, in der sich quartalsweise positive und negative BIP-Veränderungsraten abwechseln. Das bislang exportorientierte Geschäftsmodell scheint angesichts zunehmender Handelsbeschränkungen und dem Trend zur Deglobalisierung als Wachstumstreiber auszulaufen. Entsprechend niedrig fallen die Investitionen der Unternehmen aus. Die Stimmungsindikatoren sind ausgesprochen schlecht und rangieren teilweise auf Niveaus aus Zeiten handfester globaler Krisen, wie der Finanzkrise 2009 oder dem Ausbruch der Corona-Pandemie 2020. Diese Lagebeurteilungen erscheinen überzeichnet. Das größere

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.

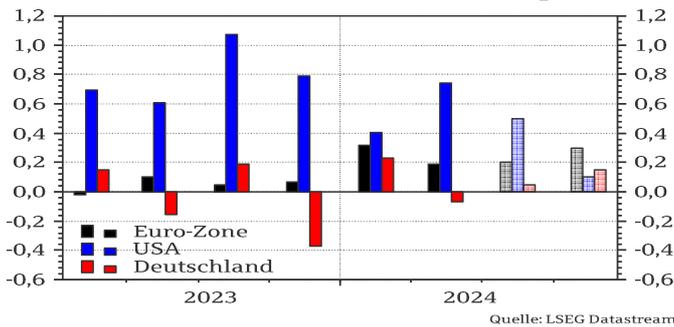
Problem ist allerdings, dass derzeit keine Erholung mehr in Sicht ist. Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für 2024 auf Stagnation (0,0%) und für 2025 auf 0,5 Prozent reduziert. Der Hoffnungsschimmer ist, dass der bislang extrem niedrige Privatkonsum, die gestiegenen Real-einkommen und die hohe Sparquote Aufholpotenzial bergen. Im **Euroraum** zeigt sich das Bild etwas weniger schlecht. Für 2024 bleiben wir weitgehend unverändert bei einer Wachstumsprognose von 0,7 Prozent, mindern jedoch den Wert für 2025 aufgrund der Bremswirkung Deutschlands auf 1,0 Prozent.

**Fazit:** Als Zwischenfazit lässt sich festhalten, dass die US-Konjunktur auch künftig als Wachstumsmotor fest „eingelant“ ist, damit aber ein latentes Enttäuschungspotenzial birgt. Dagegen könnte China positiv überraschen, sollte das Konjunkturprogramm mit weiteren Details gestärkt werden und wider Erwarten den globalen Handel unterstützen. In Europa ist die Stimmung schlecht und eine wesentliche Abweichung vom Stagnationskurs scheint unwahrscheinlich.

**Inflation**

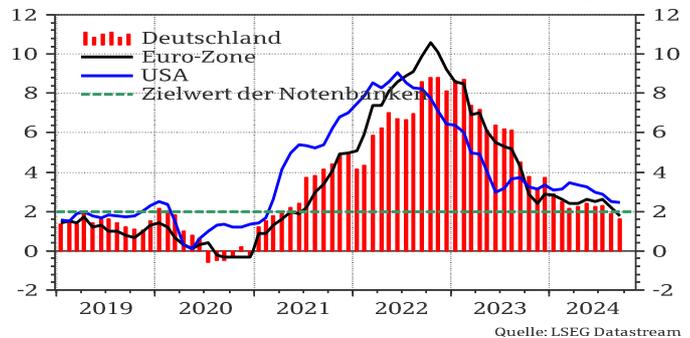
Die Inflationsraten, die den gesamten Warenkorb umfassen, sind in der zweiten Jahreshälfte sowohl in Europa als auch in den USA weiter gesunken. Im Euroraum sorgten vor allem rückläufige Energiepreise dafür, dass die Inflationsrate im September unter den Zielwert der Europäischen Zentralbank fiel. In den USA stagnierte die Gesamtinflationsrate in der ersten Jahreshälfte weitgehend, bewegt sich nun aber mit zunehmender Geschwindigkeit auf die Zielmarke der Fed von 2,0 Prozent zu. Bei den Kerninflationen, die ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet werden, ist der Rückgang deutlich langsamer. In den USA ist dies vor allem auf die Wohnkosten zurückzuführen, während im Euroraum der Dienstleistungssektor nach wie vor der größte Preistreiber ist. Die Kerninflationen sind daher zum Teil noch deutlich von den Zielwerten der Zentralbanken entfernt.

Wachstumsraten BIP (in % zum Vorquartal)



**China** bleibt konjunkturell gesehen die große Unbekannte. Ende September kündigte Peking ein Konjunkturprogramm an, bei dem durch eine Kombination geldpolitischer und fiskalischer Maßnahmen der kriselnde Immobiliensektor gestützt und der inländische Konsum stimuliert werden soll. Die Zentralregierung scheint das Problem ernst zu nehmen. Entsprechend könnte tatsächlich das Vertrauen der inländischen Verbraucher gestärkt und somit der Privatkonsum unterstützt werden. Die strukturellen Probleme, wie die demographische Entwicklung, Überkapazitäten sowie zunehmende Handelsbeschränkung und der Trend zur Deglobalisierung, werden aber weiterhin Bestand haben. Auch das Vertrauen ausländischer Investoren dürfte nicht so einfach wiederhergestellt werden. Insofern könnte die inländische Wertschöpfung zwar tatsächlich gesteigert werden. Effekte auf andere Länder dürften sich aber in Grenzen halten. Im laufenden Jahr sollte das ausgegebene Wachstumsziel von „rund fünf Prozent“ erreicht werden. Im nächsten Jahr dürfte eine Vier vor dem Komma stehen.

Headline-Inflationsraten (in % zum Vorjahr)

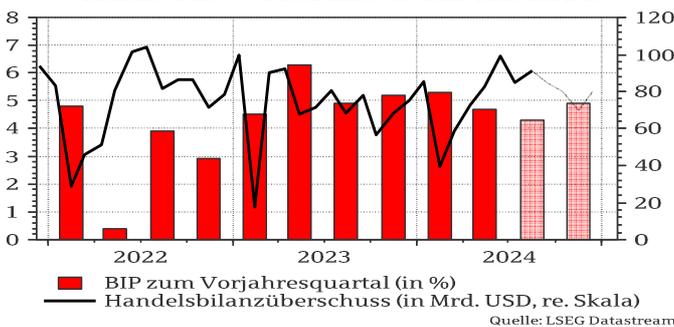


Für das Gesamtjahr 2024 rechnen wir mit Inflationsraten von 2,4 Prozent in Deutschland und im Euroraum sowie 2,9 Prozent in den USA. Für das kommende Jahr zeichnen sich überall Werte um gut 2,0 Prozent ab. Vor allem strukturelle Gründe dürften aber dafür sorgen, dass die Raten tendenziell etwas über 2,0 Prozent bleiben.

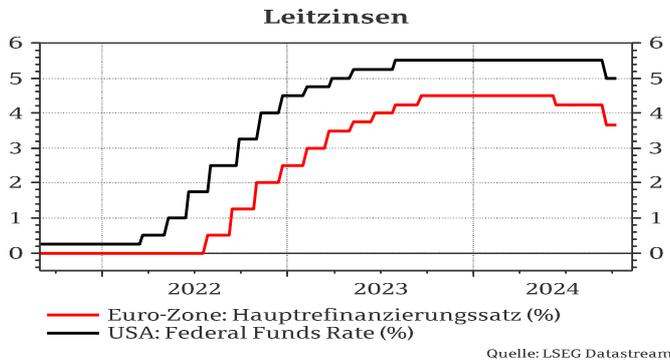
**Notenbanken**

Vor dem Hintergrund rückläufiger Inflationsraten haben die Europäische Zentralbank (EZB) und die amerikanische Notenbank (Fed) in der zweiten Jahreshälfte den Zinssenkungszyklus eingeleitet. Aufgrund der Abkühlung am US-Arbeitsmarkt und der schwachen Konjunkturdaten im Euroraum dürfte die Frequenz der Zinssenkungen höher ausfallen als noch zur Jahresmitte erwartet.

China: BIP-Wachstum & Außenhandel



Für die Märkte insgesamt dürfte jedoch weniger die Frage nach dem genauen Timing der Zinsschritte relevant sein, als vielmehr der letztendliche Wert der Leitzinsen. Mittelfristig erwarten wir, dass dieser in Europa bei 2,25 Prozent und in den USA in einer Spanne von 2,50 - 2,75 Prozent liegen wird. Diese Werte dürften 2026 erreicht werden.



Nach einer Periode negativer Zinsen nach der Finanzkrise und einer inversen Zinsstrukturkurve nach der Corona-Pandemie erwarten wir nun eine Normalisierung der Geldpolitik und des Zinsniveaus. Der Leitzins sollte sich auf seinem neutralen Niveau bewegen und die längerfristigen Zinsen aufgrund von Laufzeitprämien entsprechend darüber liegen.

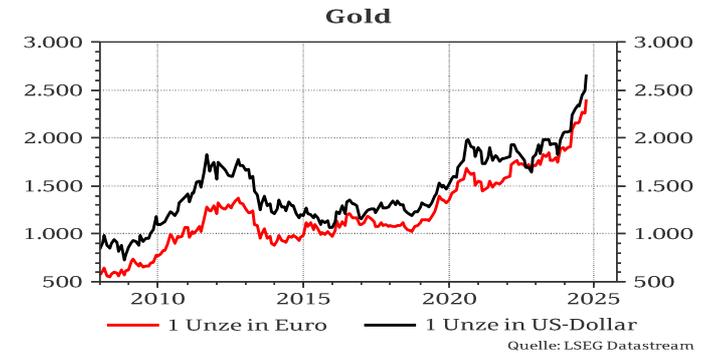
**Gold**

Seit Jahresbeginn hat Gold eine beeindruckende Rally hingelegt. Der Preis für eine Feinunze stieg zwischen Februar und Oktober um rund 600 US-Dollar auf über 2.660 US-Dollar. Dieser enorme Preisanstieg, der uns und die Märkte zugegebenermaßen in diesem Ausmaß mehr als überrascht hat, kann auf eine Vielzahl von Gründen zurückgeführt werden.

Neben der Aussicht auf sinkende Zinsen (langfristig negative Korrelation von Gold und Realzinsen) und den deutlich gestiegenen geopolitischen Risiken (Gold als „sicherer Hafen“) war vor allem die Nachfrage der Zentralbanken der Haupttreiber für die Preisrallye des gelben Metalls. Die mit Abstand größten Käufer auf Notenbankseite waren im bisherigen Jahresverlauf die Türkei, Polen, Indien und China. Auch Finanzinstrumente, die Gold physisch hinterlegen, verzeichneten im dritten Quartal deutliche Nettozuflüsse.

Der Goldpreis hat in diesem Jahr immer wieder neue Höchststände erreicht. Die zentrale Frage ist, ob sich diese Entwicklung im weiteren Jahresverlauf fortsetzen wird. Bislang scheint die Goldnachfrage auch auf dem aktuellen Preisniveau ungebrochen. Die geopolitischen Risiken bleiben hoch, vor allem mit Blick auf die sich weiter zuspitzende Lage im Nahen Osten, den russischen Angriffskrieg und den ungewissen Wahlausgang in den USA, der weitreichende Folgen für das geopolitische Machtgefüge haben könnte. Allerdings darf nicht übersehen werden, dass

die Bewertung von Gold bereits extrem gestiegen ist. Viele der preistreibenden Faktoren sollten daher bereits in der Bewertung reflektiert sein. Derzeit scheinen die Daten und die aktuellen Entwicklungen den Goldpreis eher zu stützen. Wir erwarten, dass sich der Goldpreis im weiteren Jahresverlauf um das aktuelle Niveau von 2.660 US-Dollar bewegen wird.



Dabei sollte weniger die Spekulation als vielmehr die Funktion des Goldes als Baustein im Portfolio im Vordergrund stehen. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir das Edelmetall einmal mehr als festen Bestandteil der strategischen Asset Allokation. Aus aktueller Sicht empfehlen wir keine weiteren Bestandsaufstockungen.

**Währungen**

Seit Anfang 2023 bewegt sich der Wechselkurs des Euro in einem Band zwischen 1,05 und 1,12 US-Dollar. Die Erwartung an ein sinkendes Renditegefälle, dass sich also die Zinsen in den USA stärker reduzieren werden als im Euroraum, beförderten die Gemeinschaftswährung zuletzt ans obere Ende des Bandes. Die Zinssenkungserwartungen an die Fed erscheinen angesichts des robusten Arbeitsmarktes und einer weiterhin erhöhten Kerninflation etwas überzogen. Außerdem sind die strukturellen Herausforderungen auf dem Alten Kontinent groß und die politischen Rahmenbedingungen dürften in Europa vorerst schwierig bleiben. Insofern sehen wir den Wechselkurs zum Jahresende im Bereich um 1,10 US-Dollar und Ende nächsten Jahres bei 1,05 US-Dollar.



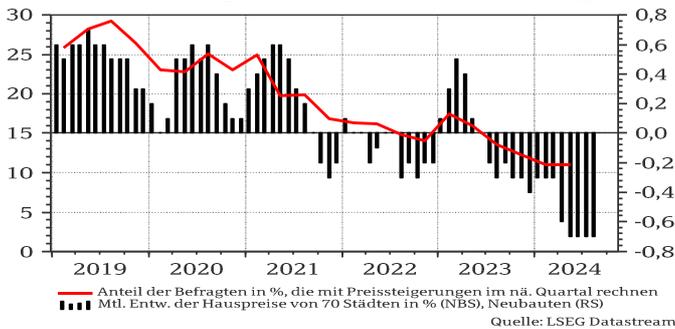
Anschließend sehen wir den Euro aber wieder stabil. Die Faktoren, die den US-Dollar in diesem und nächsten Jahr

noch unterstützen, dürften sich abschwächen. So z. B. die boomende Konjunktur und der Renditevorsprung. Hinzu kommen die hohe Neuverschuldung der USA, die zu erwartende erhöhte strukturelle Inflation und die Herausforderung des US-Dollars als herausragende Welthandelswährung durch die BRIC-Staaten. Außerdem dürfte der Wechselkurs gemäß Kaufkraftparität, der bei rund 1,35 US-Dollar liegt, den Euro langfristig unterstützen, auch wenn dieser Wert nicht als Zielmarke zu verstehen ist.

**Asien / Chinesisches Konjunkturprogramm**

Seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie hat China nicht mehr zu alter Stärke zurückgefunden. Stattdessen hat das Reich der Mitte mit einer Vielzahl struktureller Probleme zu kämpfen. Im Außenhandel führt die systemische Rivalität mit dem Westen zum Trend der Deglobalisierung. Es gibt zunehmende Handelsbeschränkungen und die Strategie des De-Risking führt zu einer Neuverknüpfung der Lieferketten. Da es bereits Überkapazitäten gibt, kann China seinen Weltmarktanteil kaum mehr ausbauen. Im Inland macht sich die Ein-Kind-Politik bemerkbar, indem die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter seit 2015 schrumpft. Gleichzeitig liegt aber auch die Jugendarbeitslosigkeit hoch. Zusätzlich wurde in den letzten Jahren sehr viel gebaut, so dass es derzeit ein Überangebot am Immobilienmarkt gibt und die Preise sinken. Aus diesen Gründen ist die Sparquote hoch, der Privatkonsum verhalten und somit die Inlandsnachfrage gering. Dies machte sich in den letzten Jahren in niedrigeren BIP-Wachstumsraten bemerkbar.

**China: Hauspreise und Preiserwartungen**



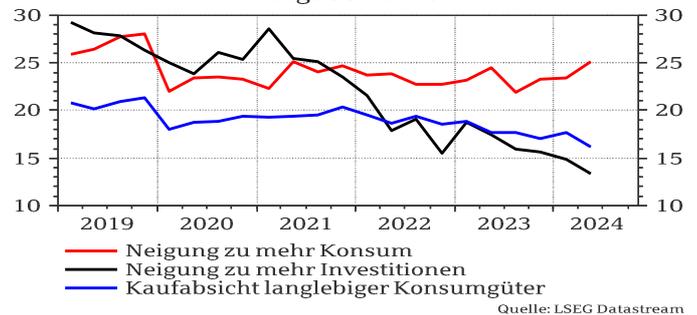
Angesichts der wirtschaftlichen Schwächephase Chinas hatten wir schon länger ein mögliches Konjunkturprogramm Pekings als denkbare Aufwärtsrisiko für unsere Kapitalmarktprognosen identifiziert. Ende September war es dann so weit. In einem ersten Schritt kündigte die chinesische Zentralbank umfassende geldpolitische Maßnahmen an. Es soll Zinssenkungen auf bestehende Immobilienkredite geben, der Mindestreservesatz soll um 0,5 Prozentpunkte reduziert und die Eigenkapitalquote für Zweitimmobilien von 25 auf 15 Prozent gesenkt werden. Außerdem soll es eine Rekapitalisierung der sechs größten Geschäftsbanken (um 1 Bio. Yuan) und die Möglichkeit Aktienkäufe zu refinanzieren geben. In einem zweiten

Schritt äußerte sich das Politbüro wenige Tage später zu weiteren fiskalpolitischen Maßnahmen. Mit bis zu 1 Bio. Yuan (127 Mrd. EUR; 0,75% des BIP) soll der Konsum angeschoben werden. Angekündigt ist eine Abwrackprämie für den Umtausch alter Elektrogeräte sowie eine Unterstützung von Haushalten mit mindestens zwei Kindern in Höhe von 800 Yuan (etwa 102 EUR) monatlich. Mit weiteren 1 Bio. Yuan sollen die Regionalregierungen bei ihren Schuldenproblemen unterstützt werden.

Refinanziert wird all dies über neue Anleihen, was wiederum den Schuldenberg des Zentralstaates um rund zwei Billionen Yuan (256 Mrd. EUR) erhöht. Von 2012 war die Schuldenquote bereits von 35 auf über 80 Prozent des BIP in 2023 gestiegen. Das Timing des Konjunkturpakets dürfte passend sein. Angesichts des von der Fed initiierten Zinssenkungszyklus kann nun auch China einen expansiveren geldpolitischen Kurs fahren, ohne eine zu starke Abwertung des Yuan zu riskieren. Außerdem liegt die Teuerungsrate seit Anfang 2023 sehr niedrig, weshalb derzeit eher Deflation statt Inflation als Gefahr gesehen wird.

Viele Details zur Ausgestaltung des Konjunkturprogramms sind noch unklar, was die Einordnung zu möglichen Wirkungsweisen erschwert. Es sticht jedoch heraus, wie ernst die Führungsriege der Kommunistischen Partei das Problem nimmt. Wirtschaftsmaßnahmen werden eigentlich im 3. Plenum beschlossen, weshalb eine entsprechende Ankündigung im Juli erwartet wurde. Der Beschluss außerhalb der Reihe spricht für eine längere Vorbereitung und/oder eine Notfallsitzung. Außerdem handelt es sich nicht nur um einzelne Maßnahmen, sondern um ein umfangreiches Paket in Summe von 3 Bio. Yuan (ca. 2,25% der Wirtschaftsleistung), das womöglich noch erweitert werden könnte. Entscheidend wird letztlich sein, ob das Vertrauen der Verbraucher und Investoren wieder erlangt werden kann.

**China: Umfragen bei städtischen Verbrauchern**  
Angaben in %



Da die Bevölkerung stark von den Äußerungen der Zentralregierung beeinflusst wird, könnte sich die Stimmung bei den Konsumenten tatsächlich verbessern. Insofern würde sich die Kredit- und Binnennachfrage steigern. Da vermutlich inländisch produzierte Waren bevorzugt werden, dürfte sich dieser Effekt jedoch auf das Inlands-BIP fokussieren und nur beschränkt auf das Ausland wirken.

Angesichts der hohen Produktionskapazitäten könnte sich der Anteil von Importen reduzieren. Insofern gehen wir nicht davon aus, dass sich die Stimuli in China eins zu eins in einen Boom in Europa übersetzen.

An den Aktienmärkten werden die Abschlüge auf chinesische Titel abgebaut. So legte der Hang Seng Index seit dem 11. September bis zu 35 Prozent zu und liegt aktuell noch bei einem Plus von fast 25 Prozent. Langfristig bleiben die Risiken im Zusammenhang mit China jedoch weiterhin bedeutend. Dazu zählen insbesondere der Handelskonflikt mit westlichen Staaten, Spannungen rund um Taiwan sowie die zunehmende Machtkonzentration unter Xi Jinping.



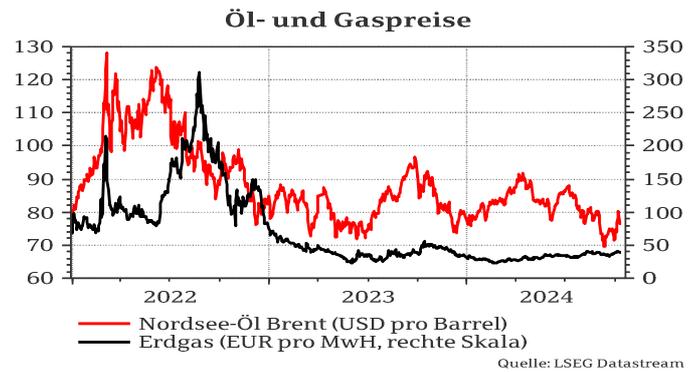
Vor diesem Hintergrund sehen wir den ASEAN-Verbund, zu dem Länder wie Singapur, Indonesien und Thailand gehören und in dem China kein Mitglied ist, als eine langfristig attraktivere Anlageregion in Asien an. Obwohl die engen wirtschaftlichen Beziehungen zu China in diesem Jahr ebenfalls zu einer eher schwachen Wertentwicklung beigetragen haben, dürfte die ASEAN-Region in den kommenden Jahren von einem strukturellen Reshoring und einem überdurchschnittlichen Wachstum in Fernost profitieren.

Investmentfonds, die sich auf die ASEAN-Staaten konzentrieren, zielen darauf ab, vom asiatischen Wachstum zu profitieren, ohne direkt in chinesische Unternehmen zu investieren und damit spezifische Risiken einzugehen. Dennoch sind auch bei dieser Anlageform die typischen Risiken von Aktieninvestitionen zu berücksichtigen.

Energie

Der Ölpreis war historisch gesehen häufig großen Schwankungen unterworfen. Exogene Schocks, wie geopolitische Ereignisse (z. B. Konflikte im Nahen Osten oder der russische Angriffskrieg) und technologische Innovationen (z. B. Fracking) als auch endogene Auslöser, wie Nachfrage- und Angebotsschocks (Finanzkrise, Corona-Pandemie) führten zu abrupten Preisreaktionen. Abgesehen von diesen Schocks waren bis zum Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2008 im Trend eher ansteigende Notierungen und seit 2011 eher sinkende Notierungen zu beobachten.

In der etwas aktuelleren Betrachtung zeigt der Trend des Ölpreises seit Mitte 2022 nach unten. Von über 120 US-Dollar pro Barrel Brent ist der Preis auf bis zu 70 US-Dollar gesunken. Dies war durch neu verknüpfte Lieferketten und eine schwache Weltkonjunktur getrieben. Der im Nahen Osten schwelende Konflikt wirkte erst durch die jüngste Involvierung Irans leicht preistreibend und bleibt weiterhin ein großer Risikofaktor.



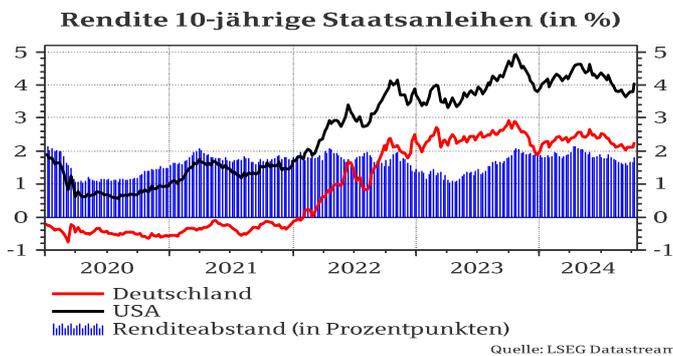
Abgesehen von solchen möglichen exogenen Schocks ist mit einer Seitwärtsbewegung des Ölpreises zu rechnen. Die Transformation zu Erneuerbaren Energien, zur Dekarbonisierung und zu mehr Energieeffizienz dürfte die Nachfrageseite dämpfen. Wenngleich eine konjunkturelle Erholung Chinas den Energiekonsum ankurbeln würde, setzt Peking strategisch auf den Ausbau von Solarenergie und auf Elektromobilität. Dagegen dürfte Indien seinen Ölverbrauch zunehmend ausbauen. Auf der Angebotsseite sind Überkapazitäten zu erkennen, die nur durch Förderbegrenzungen der OPEC+ abgemildert werden. Ob die Kürzungen bis Ende 2025 verlängert werden und ob sie auch tatsächlich eingehalten werden (insbesondere durch die Vereinigten Arabischen Emirate) bleibt fraglich. Unter Abwägung der unterschiedlichen Effekte sehen wir die Ölpreisnotierung Ende des Jahres bei etwa 80 US-Dollar und Ende 2025 bei 75 US-Dollar. Sofern es nicht zu geopolitisch induzierten Preisschocks kommt, dürften die Energiekosten damit nicht inflationstreibend wirken.

Anleihemarkt

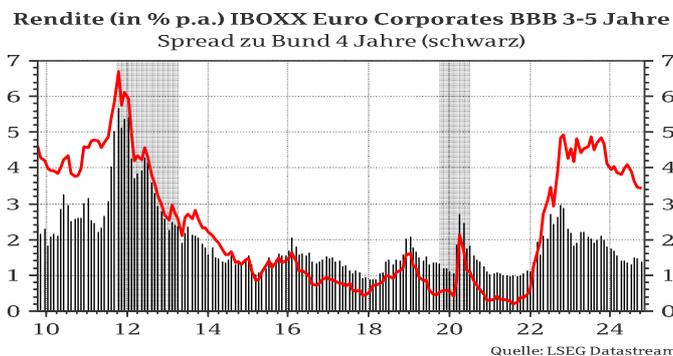
Im Zuge stark nachlassender Inflationsraten haben die Renditen über die Sommermonate deutlich nachgegeben. Die Rendite der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe startete in den Oktober mit Werten um 2,1 Prozent und lag damit gut einen Viertelprozentpunkt unter dem Niveau von Anfang Juli. Nachdem die Renditen zehnjähriger US-Anleihen nach einem besser als erwartet ausgefallenen Arbeitsmarktbericht wieder auf über 4,0 Prozent gestiegen waren, kletterten auch die deutschen Pendanten auf über 2,25 Prozent. Der Renditerückgang im zweijährigen Bereich fiel von Juli bis Oktober mit rund 0,8 Prozentpunkten auf Werte knapp über 2,0 Prozent deutlich stärker aus.

Allerdings setzte auch hier seit Anfang Oktober eine Gegenbewegung auf fast 2,30 Prozent ein.

Dass die Rückgänge am kurzen Ende insgesamt stärker ausfielen, ist auf die Erwartung zurückzuführen, dass die EZB den Umfang und das Tempo der Leitzinssenkungen erhöhen wird. Dies hat dazu geführt, dass sich die Inversität im Laufzeitenbereich ab 2 Jahren deutlich verringert und abgeflacht hat. Die Renditen von zwei- und zehnjährigen Anleihen haben sich weitgehend angeglichen. Wir erwarten, dass sich hier im Jahresverlauf eine leicht positive Steilheit verfestigen wird. Für die zehnjährige Bundesanleihe erwarten wir wieder leicht steigende Renditen bis etwa 2,4 Prozent Ende 2024, wenn sich abzeichnet, dass sich die Konjunktur stabilisiert und mittelfristige Inflationserwartungen von über 2,0 Prozent eingepreist werden. Am kurzen Ende der Kurve erwarten wir dagegen wenig Bewegung, hier scheint vieles an Leitzinssenkungen der EZB schon enthalten zu sein.



Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den 10-jährigen US-Staatsanleihen: Mit einem Renditerückgang zwischen Juli und Oktober um knapp 0,75 Prozent auf Werte um 3,70 Prozent hatten diese bereits viel vorweggenommen. Nach dem arbeitsmarktinduzierten Anstieg auf über 4,0 Prozent im Oktober ist jedoch wieder einiges ausgepreist worden, so dass wir für Ende 2024 mit einer Rendite um 4,0 Prozent rechnen.



Bei den Unternehmensanleihen haben sich die Risikoaufschläge trotz etwas schwächerer Konjunkturdaten nur leicht um rund 10 Basispunkte seit Anfang Juli 2024 ausgeweitet. Mit Renditen um 3,5 Prozent weisen BBB-Unternehmensanleihen mittlerer Laufzeit aber damit immer

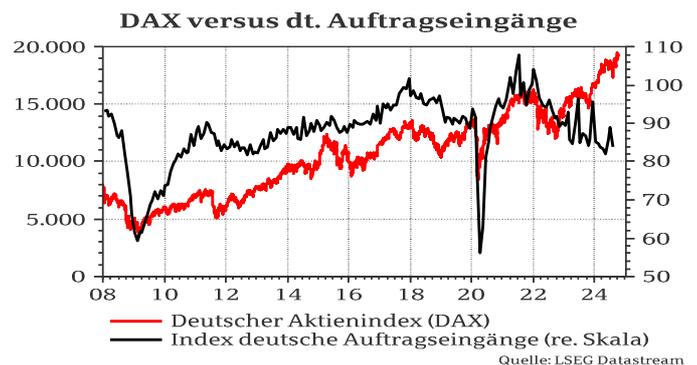
noch eine positive Realverzinsung (Verzinsung-Inflationsrate) auf.

Da wir nach wie vor nur von einer moderaten wirtschaftlichen Abschwächung ausgehen, sollten Unternehmensanleihen weiterhin Berücksichtigung finden. Bei Hochzinsanleihen (non investmentgrade) reichen uns die Risikoaufschläge aber nicht aus, um dort einen größeren Schwerpunkt zu setzen.

Vor dem Hintergrund unseres kurzfristigen Ausblicks hat aber dabei, anders als noch vor einigen Monaten, der längerfristige Bereich nicht mehr so ein hohes Gewicht, da hier nach der guten Wertentwicklung der vergangenen Monate eine kurzfristige Gegenbewegung bevorstehen dürfte.

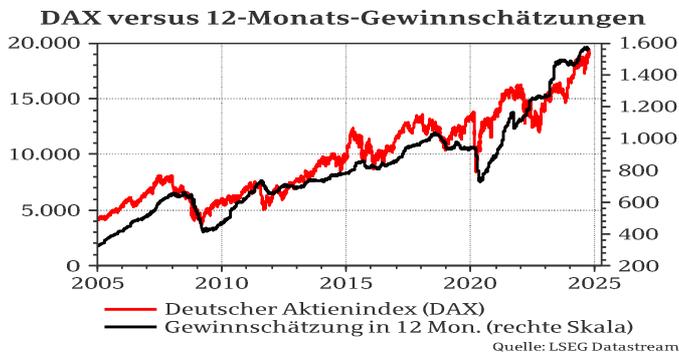
### Aktienmarkt

Auch nach absolvierten drei Vierteln des Börsenjahres 2024 wirkt der Titel unseres Jahresausblicks „Auf ertragreicher Fahrt in ungeordneten Zeiten“ aktueller denn je. Das traditionell renditeschwächere Sommerquartal bewältigten die internationalen Aktienindizes trotz der temporären Rückkehr von Volatilität schlussendlich mit Bravour. Das kurze, aber heftige Gewitter auf dem Parkett Anfang August auf dem Rücken eines unerwartet schwachen US-amerikanischen Arbeitsmarktberichts und den damit gestiegenen Rezessionsorgen in der weltweit größten Volkswirtschaft wurde prompt als Einstiegschance interpretiert. Unter der robusten Oberfläche war aus dem sektoralen Blickwinkel indes ein Favoritenwechsel wahrzunehmen. Für die lange Zeit dominierenden Technologieriesen wuchsen die Bäume offensichtlich nicht mehr in den Himmel, während defensive und zinnsensitive Substanzwerte endlich Boden gut machten.



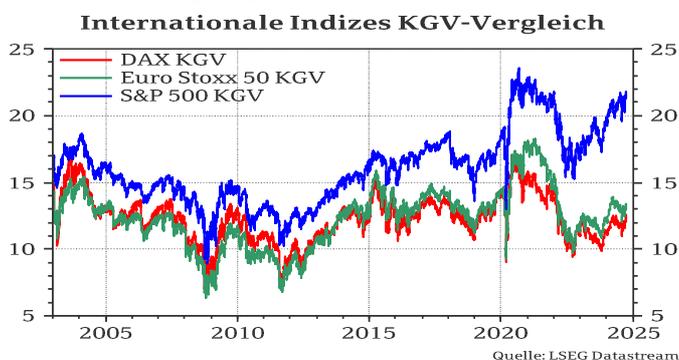
Vergleichsweise unbeeindruckt von den konjunkturellen Schwächeanzeichen rund um den Globus, die in den allerorten gedrückten Frühindikatoren wie den deutschen Industrienaufträgen bis heute ihren Ausdruck finden, zeigten die Ergebnisschätzungen auf beiden Seiten des Atlantiks weiter nach oben. Eine nachlassende Dynamik in den vergangenen Wochen ist nicht von der Hand zu weisen, vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen aber eben auch mehr als erwartbar. Die

jüngsten Gewinnwarnungen einiger prominenter heimischer Großkonzerne dürften in diesem Zusammenhang wohl keine Ausnahme bleiben. Tendenziell erscheinen die Ertragsausblicke der hiesigen Unternehmen revisionsanfälliger als die Gewinnprognosen der US-Pendants.



Im Angesicht des günstigeren gesamtwirtschaftlicheren Umfeldes und der resilienteren Geschäftsmodelle gestaltet sich die zugebilligte Bewertungsprämie in Übersee momentan entsprechend groß.

So kommt bei der Überprüfung der Kursziele der Einschätzung der zukünftigen Gewinnaussichten weiterhin eine Schlüsselrolle zu, denn eine zusätzliche Ausweitung der Bewertung insbesondere an der Wall Street ist selbst unter der Berücksichtigung der eingeläuteten Zinswende der wichtigsten Notenbanken nur schwerlich vorstellbar. Aktuell liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des tonangebenden S&P 500 mit über 21 nur unweit der Rekordniveaus der letzten Jahre. Wir erhöhen unsere Zielmarke für das US-Leitbarometer vor dem Hintergrund der prosperierenden Überschüsse der potenten IT-Konzerne auf 5.600 Punkte per Jahresende. Gleichzeitig bleiben die Kursziele für den DAX und den Euro Stoxx 50 bei 18.500 bzw. 5.150 Zählern bestehen. Als potenzielles fundamentales Risiko erachten wir am Horizont aufkommend die überdurchschnittlichen Gewinnannahmen für das kommende Geschäftsjahr. Die Analystengilde sieht in 2025 für die deutschen und amerikanischen Gesellschaften prozentual zweistellige Ergebniszuwächse in einem wahrscheinlich alles andere als goldgeränderten Rahmenkranz vor.



Auf dieser Grundlage gehen wir eben auch nicht von einem typischen Saisonmuster auf der Zielgeraden des

Börsenjahres aus - im historischen Kontext für gewöhnlich das renditeträchtigste Zeitfenster für Aktienanleger. Vielmehr spricht unter Berücksichtigung nicht seriös einschätzbarer schwelender geopolitischer Risiken und in der Annahme einer erhöhten Volatilität rund um die US-Präsidentschaftswahlen aus unserer Sicht vieles für eine ruckelige Seitwärtsbewegung in den letzten drei Handelsmonaten, eine herbstliche Gratwanderung zwischen Courage und Zurückhaltung.

**US-Wahl**

Anfang November steht die Präsidentschaftswahl in den USA an. Der Ausgang ist noch immer ungewiss und dürfte auf ein enges Kopf-an-Kopf-Rennen zwischen Kamala Harris und Donald Trump hinauslaufen. Doch um die eigene Agenda effektiv umsetzen zu können, ist sowohl die Mehrheit der Partei im Senat als auch im Repräsentantenhaus nötig. Aktuelle Prognosen deuten darauf hin, dass die Machtverhältnisse bei ersterem bei den Republikanern und bei letztem bei den Demokraten liegen werden.

Innenpolitisch sollte der Ausgang der Wahl richtungsweisend werden und gesellschaftspolitisch stark polarisieren. Tatsächlich dürften die Auswirkungen des Wahlausgangs auf die Wirtschaft in vielen wichtigen Bereichen ähnlich sein. So ist bei beiden Parteien ein „America First“-Ansatz zu erkennen, der voraussichtlich zu mehr Protektionismus führen wird. Die Staatsverschuldung ist bei den US-Wahlen grundsätzlich kein Thema. Unter beiden Parteien dürfte die Verschuldung ähnlich stark ansteigen. Höhere Schulden und strukturelle Faktoren, die mittelfristig von keiner der beiden Parteien angegangen werden können, dürften zu Inflationsraten führen, die über dem 2-Prozent-Ziel der Fed liegen. Auch beim Wachstum erwarten wir keine nennenswerten Unterschiede.

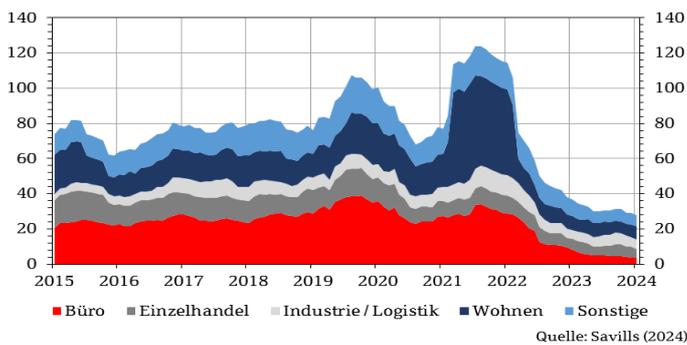
Allerdings darf man nicht vergessen, dass die USA die größte Volkswirtschaft der Welt sind. Politische Entscheidungen und Entwicklungen dort, sind daher in vielen Bereichen von hoher globaler Relevanz. Dabei kommt es weniger auf den Wahlausgang als auf die tatsächliche Umsetzung der Politik an. Es ist daher wichtig, diese genauestens zu analysieren und bei Bedarf entsprechend zu reagieren. Der Ausgang der US-Wahl hängt von vielen nicht seriös prognostizierbaren Determinanten ab. Eine Wette auf den Sieger ist unserer Ansicht nach nicht ratsam.

**Immobilien**

Mit den zwei erfolgten Zinssenkungen der EZB im Juni und September haben die kurzfristigen Zinsen ihren Gipfel überschritten, und auch die langfristigen Zinsen scheinen sich stabilisiert zu haben. Da verwundert es nicht, dass zahlreiche Marktintermediäre freudestrahlend verkünden, dass die Immobilienmärkte das „Tal der Tränen“ durchschritten und die Preise ihre Talsohle erreicht haben. Doch bei all dem begrüßenswerten Optimismus muss auch die

Frage gestellt werden, was diese proklamierte Rekalibrierung für die Investmentmärkte und die Assetklasse Immobilie eigentlich bedeutet. Ja, die Investmentbedingungen an den Immobilienmärkten haben sich für langfristig orientierte Investoren in den letzten zwölf Monaten deutlich verbessert. Allerdings liegen die Realzinsen 1,5 bis 2,0 Prozentpunkte über dem Niveau von 2021. Damit sollten die Renditeerfordernisse mittelfristig jedoch erhöht bleiben und dafür sorgen, dass die Immobilienpreise rund 20 bis 40 Prozent unter ihrem Plateau aus 2021 verharren. Somit zeugt die aktuelle Talsohle der Preise eher von der Rückkehr zur immobilienwirtschaftlichen Realität als einem baldigen Preisanstieg oder gar einem erneuten zinsinduzierten Hype. Diese neue alte Normalität wird dabei gleichlaufend mit anderen Wirtschaftsbereichen durch den mantraartig genannten Dreiklang aus den Themen Dekarbonisierung, Digitalisierung und Demographie bestimmt.

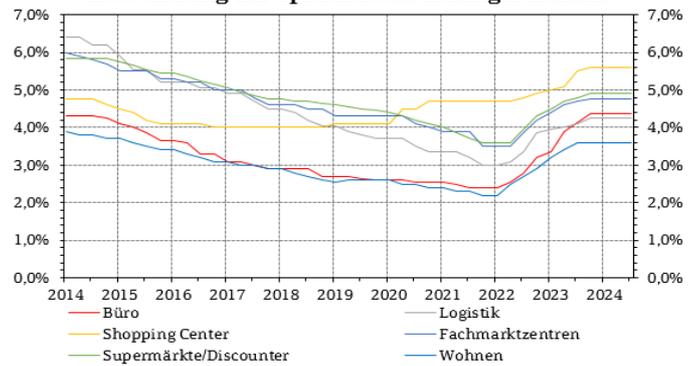
**Transaktionsvolumen Deutschland (12 Monate rollierend in Mrd. EUR)**



Für den Immobilieninvestmentmarkt bleibt es daher ein zäher Aufholprozess, denn bei einer Vielzahl institutioneller Investoren stehen Immobilien als Anlageprodukt im Augenblick nicht im Fokus. Nachrichten zu Fondsabwertungen oder Entwicklerpleiten helfen nicht, um das Vertrauen in diese Assetklasse zu reaktivieren. Die Zahlen des Immobiliendienstleisters Savills zeigen, dass das rollierende Transaktionsvolumen der letzten zwölf Monate auf dem deutschen Markt für Gewerbe- und Wohnimmobilien Ende August bei 27,9 Mrd. Euro lag und somit um fast ein Viertel niedriger als im bereits belasteten Vorjahr. Großabschlüsse bleiben die Ausnahme, Büro-Landmarkdeals wie zu Zeiten der Zyklushochphase fehlen komplett. Auch die derzeit aktiven Käufergruppen stehen eher für opportunitätsgetriebenes Geschäft, das sich als Folge der massiven Änderungen des Zins- und Finanzierungsumfeldes seit Juli 2022, aber auch aufgrund von strukturellen Nachfrageumbrüchen vor allem im Bürobereich herausgebildet hat. Gleichzeitig beruhen viele der diesjährigen Verkäufe auf sogenannten Sondersituationen - wie z. B. das von der insolventen Signa Prima in das Schaufenster gestellte Hochhaus Upper West in Berlin. Für diejenigen, die mit frischem Kapital oder Eigenkapital in den Markt einsteigen wollen, bieten sich große Chancen. Die kritische Selektion

von attraktiven Opportunitäten bleibt allerdings unerlässlich. Interessant ist dabei, dass der Blick aus dem Ausland auf den deutschen Markt deutlich positiver ist und eher neue Einstiegschancen anstatt Risiken gesehen werden. Solche Chancen können sich bei der Repositionierung von Bestandsimmobilien oder der Restrukturierung von Kreditverpflichtungen ergeben.

**Entwicklung der Spitzennettoanfangsrenditen**



Für Bestandshalter kann sich die Situation - je nachdem zu welchem Preis investiert wurde - hingegen durchaus herausfordernd gestalten. Neben der Bewertung rücken in den Portfolios zunehmend die Cashflow- und Finanzierungsstrukturen der einzelnen Objekte in den Fokus. Auf der Einnahmenseite schwächen sich die Mietsteigerungen durch Indexierungen aufgrund rückläufiger Inflationsraten sowie durch ein nachlassendes Wachstum bei Neuvermietungen langsam ab. Die Ausgabenseite wird durch gestiegene Bau-, Instandhaltungs- und Modernisierungskosten belastet. Die zunehmend auslaufenden Finanzierungen aus der Niedrigzinsdekade bringen in der Refinanzierung für die Bestandsportfolien sowohl auf der Bewertungs- als auch auf der Cashflow-Seite Herausforderungen mit sich. Der Investmentmanager HIH hat errechnet, dass bis 2028 alleine in Deutschland jährlich 35 Mrd. Euro refinanziert werden müssen. Nun führen Bewertungskorrekturen bei konstanten Beleihungsgrenzen zu erhöhten Eigenkapitallücken bei gleichzeitig deutlich höheren Fremdfinanzierungszinsen. Diese liegen - je nach Objektqualität - derzeit bei 3,5 bis 4 Prozent für Core-Objekte und 4 bis 5 Prozent für Immobilien im Non-Core-Bereich. Zur Erinnerung: Im Niedrigzinsumfeld zwischen 2016 und 2022 waren diese überwiegend im Bereich zwischen 1 und 2 Prozent anzusiedeln. Diese Refinanzierungssituation und der daraus resultierende Abgabedruck sind derzeit die großen Marktunbekannten. Bei einem „Ketchup-Effekt“ der Angebotsseite würde sich nämlich unweigerlich die Fragestellung ergeben, wer diese zukünftigen Investments aufnehmen kann. Eine breit gefächerte Käufernachfrage ist derzeit nicht erkennbar, was wiederum erneuten Druck auf die aktuellen Marktrenditen ausüben könnte, die sich in den letzten beiden Quartalen weitestgehend stabilisiert haben.

Auch offene Immobilienpublikumsfonds haben weiterhin mit vermehrten Rückgaben zu kämpfen. Dies bedeutet insbesondere für den Büroinvestmentmarkt einen nicht zu unterschätzenden Nachfrageausfall. Aufgrund der bereits erfolgten Bewertungsanpassungen seien die Fonds mittlerweile jedoch deutlich konservativer bewertet, wodurch die Renditeerwartungen der Fonds bald wieder steigen und auch nach Kosten die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen in angemessener Höhe übertreffen sollten. Diese Entwicklung wird jedoch erst ab dem Jahr 2025 erwartet. Auf Basis der in der strategischen Allokation verringerten Immobilienquote empfehlen wir weiterhin das Festhalten an den Beständen. Kündigungen sollten nicht voreilig erfolgen, hier stehen die Fondsstrategie und die Portfoliokennzahlen im Vordergrund.

### Anlagestrategie

Wertzuwächse bei internationalen Aktien um 20 Prozent, Gold, das diesen Wert noch toppen konnte und Festverzinsliche mit ihren aktuell oberhalb der aktuellen Inflationsraten liegenden Kupons lassen die ersten drei Quartale zu einer sehr erfolgreichen Kapitalanlage werden. Zudem scheinen hierzulande die Immobilien insbesondere im Bereich Wohnen, ihre Talsohle erreicht bzw. durchschritten zu haben. So weit so gut.

#### Welche Entwicklungen für die verbleibenden Monate des Jahres sind nun zu erwarten?

Unter der sicherlich nur bedingt belastbaren Annahme, dass eine noch breitere Eskalation im Nahen Osten und der Ukraine vermieden werden kann, sprechen die intakten Trends sowohl seitens der Markttechnik als auch aufgrund der Saisonalität zumindest nicht für einen bevorstehenden Abbruch. Da die konjunkturellen Erwartungen in Europa mittlerweile sehr tief gehängt sind, erscheinen weitere Enttäuschungen nur noch begrenzt möglich. Anders ist die Situation in den USA einzuschätzen. Ein Stottern oder sogar Stillstand der Volkswirtschaft könnten zwar zu noch forcierteren Zinssenkungen führen, würden aber dennoch spürbare Belastungen am Aktienmarkt nach sich ziehen. Und dies gilt vor dem Hintergrund, dass der US-Aktienmarkt in den nächsten 12 Monaten von einem weiteren Anstieg der Unternehmensgewinne von knapp 15 Prozent ausgeht. Hier drohen somit Abwärtsrisiken, die sich auch beim Verfehlen der Gewinnerwartungen der hochgewichteten Technologietitel realisieren könnten. Sollten sich dagegen die Impulse in China materialisieren, was wir derzeit noch bezweifeln, wäre dies gerade für den Alten Kontinent und insbesondere für Deutschland ein Impuls für die Wirtschaft aber auch die Aktienmärkte. Natürlich hat auch der Ausgang der US-Wahl das Format, sowohl die Geopolitik als auch die Wirtschaft entsprechend zu prägen. Von einer konkreten Positionierung auf eine Partei, bestimmte Branchen oder sonstige Anlagen raten wir angesichts der bestehenden Unsicherheiten über den

Wahlausgang weiterhin ab. Wir sind nach wie vor davon überzeugt, zum jetzigen Zeitpunkt keine Anpassung der jeweiligen persönlichen Vermögensstruktur vorzunehmen.

Unsere Kursziele für 2024 sind bei **Aktien** sowohl auf nationaler Ebene als auch bei den internationalen Indizes erreicht bzw. leicht überschritten. Angesichts der oben skizzierten Einflussfaktoren bestätigen wir diese für den DAX und den Euro Stoxx 50. Eine leichte Anpassung nach oben erfahren angesichts positiverer Gewinne der S&P 500 und der MSCI Welt-Index. Stärkere Kurschwankungen würden wir bei ansonsten unveränderten Rahmendaten in Anlehnung an unsere Kursziele für den Bestandsaufbau aber auch Reduzierungen im kleineren Umfang nutzen. Alles in allem bleiben US-Aktien recht hoch bewertet und die europäischen Titel scheinen sich trotz ihrer moderaten Bewertung, in Teilen von den schwachen volkswirtschaftlichen Rahmendaten entkoppelt zu haben. Ein besonderes Momentum aus den sehr wahrscheinlichen weiteren Leitzinssenkungen sehen wir für den Aktien-Gesamtmarkt kaum mehr. Dass die kurzfristigen Zinsen in Richtung ihres neutralen Niveaus (Europa um 2,0 %, USA um 2,5 %) zurückgeführt werden, dürfte weder den Markt noch die Investoren stärker überraschen. Zudem erwarten wir angesichts dauerhaft eher etwas höherer Inflationsraten und einem hohen Finanzierungsbedarf der Staaten eher leicht steigende Kapitalmarktzinsen.

Wir bleiben bei einer nahezu hälftigen Aufteilung zwischen defensiven Unternehmen mit geringen Kurschwankungen und den Werten mit strukturellen Wachstumsfeldern. Einmal mehr hat sich in den letzten Monaten gezeigt, dass die Trendwechsel zwischen Wachstum und Substanz zumindest auf strategischer Basis zu schnell sind, um sie wertstiftend nachzuvollziehen.

Reserviert, aber unter Beobachtung, betrachten wir Aktien von kleineren und mittelgroßen Unternehmen. Bei einer sich fortsetzenden und ggf. sogar anziehenden US-Konjunktur könnte dieses Segment auch vor dem Hintergrund weiter sinkender Kurzfristzinsen interessant werden. Angesichts nicht erkennbarer Konjunkturendynamik gilt dies derzeit für Europa nicht. Ähnlich skeptisch sind wir derzeit noch für zyklisch ausgerichtete Geschäftsmodelle. Positiv bleiben wir für Aktien aus den ASEAN-Staaten, die sich zuletzt auch durch eine entsprechende Kursdynamik auszeichneten.

Die Bestückung des **Anleihe-segments** ist mittlerweile angesichts der „automatischen“ Fälligkeiten wieder zu einer Daueraufgabe geworden. Auch wenn die absolute Attraktivität durch die kürzlich erfolgten Zinsreduzierungen leichte Einbußen erfahren hat, bleiben Festverzinsliche angesichts ebenfalls gesunkener Inflationsraten vielversprechend. Als Basis- und aktuell favorisiert - dienen (normale) Anleihen sehr guter Qualität mittlerer Laufzeit. Die

zweite Säule stellen Investmentfonds mit breit gestreuten Unternehmensanleihen dar.

Von uns berücksichtigt - insbesondere als Ergänzung zum Euro - werden zudem Währungsanleihen hoher Bonität. Als kleinere Beimischung sehen wir aktiv gemanagte Investmentfonds von Nachranganleihen mit guter Bonität und Staatsanleihen von Schwellenländern insbesondere auf Basis des US-Dollar.

**Vermögensstruktur:**

Ein für alle und auf die individuellen Bedürfnisse angepasstes einheitliches Portfolio kann es nicht geben. Wir zeigen hier stellvertretend eine Vermögensstruktur mit mittlerer Risikobereitschaft und einem mittel- bis langfristigen Anlagehorizont.

Bei der Zusammenstellung der aktuell empfohlenen Vermögensstruktur spiegelt sich derzeit eine neutrale Sicht. **Aktien** können angesichts des erreichten Kursniveaus keine stärkere Positionierung geltend machen und **Anleihen** sind aufgrund der gesunkenen Renditen und der ebenfalls reduzierten Abstände zwischen bonitätsstarken Staatsanleihen und Unternehmensanleihen „teurer“ geworden, so dass sich eine Höhergewichtung auch nicht anbietet. Gut fühlen wir uns weiterhin mit **Rohstoffen**. Insbesondere **Gold** hat in diesem Jahr bislang wohl nicht nur unsere Erwartungen deutlich übertroffen, eine Aufstockung empfehlen wir angesichts der erreichten Kursstände zwar aktuell nicht, halten aber daran fest. Strukturelle Gründe der Transformation sprechen unverändert für Industriemetalle, aber auch eine konjunkturelle Beschleunigung der asiatischen Staaten könnte kurzfristig für Nachfragesteigerungen sorgen. Defensive **Strukturierte**

**Produkte** haben angesichts des allgemeinen Zinsrückgangs wieder Boden gut gemacht. **Immobilien** können zwar noch nicht komplett ihrer eigentlichen Rolle als verlässlicher Anker gerecht werden, bleiben unter mittelfristigen Aspekten aber in ihrem reduzierten Gewicht unverändert.

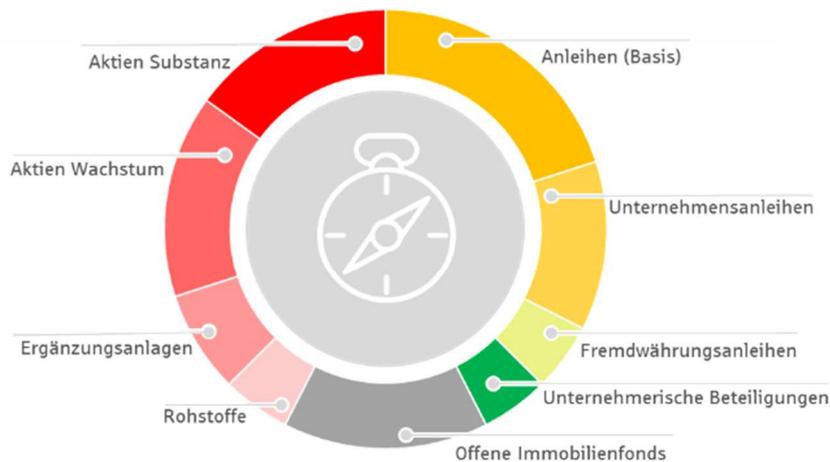
Auch wenn die Zeiten ungeordnet sind und wohl auch bleiben werden, so zeigen die ersten neun Monate 2024 sehr wohl, dass sie durchaus ertragreich sein können. Dass einmal mehr sogenannte Risikoanlagen, wie Aktien aber auch bonitätsschwächere Unternehmensanleihen die „Nase vorne haben“, ist per se erfreulich, sollte aber in der jetzigen Situation nicht als Argument genutzt werden, - bei untestellter unveränderten persönlichen Strukturen - dass Risiko weiter zu erhöhen. Wir präferieren unverändert eine Kombination der unterschiedlichen Anlageklassen, um auch in einem am Kapitalmarkt herausfordernden Umfeld die erwarteten positiven Streuungseffekte für eine Glättung der Vermögensentwicklung zu nutzen.

**Prognosen auf einen Blick**

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	19.211	14.000 - 19.400	18.500
Euro Stoxx 50 Index	4.970	4.100 - 5.400	5.150
S&P 500 Index	5.780	4.100 - 6.100	5.600
MSCI World Index	3.710	2.700 - 4.000	3.700
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,25	2,00 - 2,50	2,40
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	4,09	3,50 - 4,10	3,75
Euro in US-Dollar	1,09	1,05 - 1,15	1,10
Gold (USD pro Feinunze)	2.629	2.350 - 2.800	2.600

Stand 10.10.2024

**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.

**Risiko von Kapitalanlagen:**

**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.