

Kapitalmarkt-Ausblick 2023

Morgendämmerung

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

30. November 2022

HAUCK
AUFHÄUSER
LAMPE



Auf einen Blick

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

Manches wird besser, aber kaum gut

Morgendämmerung! Der Titel dieses Kapitalmarkt-Ausblicks für 2023 ergibt sich aus unserer Erwartung einer voranschreitenden Krisenbewältigung. So dürften viele diesjährige Negativeinflüsse auf das Wirtschaftsgeschehen weniger präsent sein. Dazu zählen wir die durch den Ukraine-Krieg hervorgerufene Unsicherheit ebenso wie Energiepreise und Corona-Pandemie. Auch werden sich Lieferketten wohl weiter neu sortieren und manchen Materialmangel mindern. Wir rechnen aber damit, dass hier weder der große Wurf gelingen noch Vor-Corona-Zeiten zurückkehren werden: Geostrategische Überlegungen hemmen das globale Miteinander, ein Prozess, der sich auch wegen vielseitiger Sicherheitsinteressen wohl eher noch vertiefen wird. Die Politisierung des Welthandels dürfte daher weiter zunehmen und Autarkiebestrebungen sowie Protektionismus befördern. Dies dämpft den weltwirtschaftlichen Ausblick, zumal Arbeitskräfte und Transportkapazitäten in vielen Ländern fehlen. Angesichts dieser Gemengelage erwarten wir für 2023 ein weltwirtschaftliches Wachstum von 2,0 %. Es beinhaltet rezessive Tendenzen, die sich ab dem Frühjahr zurückbilden. Dabei werden sich rohstoffreiche Länder voraussichtlich besser schlagen als rohstoffarme. Ein dynamischer Aufschwung steht nicht bevor. Das gilt insbesondere für Deutschland, das von hohen Energiepreisen stark ausgebremst und dessen BIP im Jahresdurchschnitt wohl lediglich stagnieren wird. Das größte wachstumsseitige Überraschungspotenzial messen wir den USA bei.

Für 2023 rechnen wir zudem mit fallenden Inflationsraten. Da sich die Preisüberwälzungsspirale trotz voraussichtlich niedrigerer Energiepreise aber weiter drehen wird, sorgt die Kerninflation wohl ganzjährig für Verspannungen. Notenbanken dürften sich daher zunächst weiter zu Leitzinserhöhungen aufgerufen sehen. Unseren Erwartungen zufolge werden viele von ihnen in den konjunkturrestriktiv wirkenden Bereich vorstoßen, weil sie eine entschlossene Inflationsbekämpfung avisieren. Das gilt aus unserer Sicht vor allem für die Fed, für die wir den Leitzinsgipfel bei 5,00 % für März sehen. Eher halbherzig dürfte dagegen die EZB agieren: Da sie unseres Erachtens auf tragfähige (Staats-)Schulden achten wird, sehen wir den zentralen Leitzins mit 3,00 % im ersten Quartal nur an den Rand des konjunkturrestriktiven Bereichs steigen. Weil sich das Inflationsumfeld bis Herbst aufgeheitert haben dürfte, rücken für Notenbanken mit Restriktionskurs dann Leitzinssenkungen in den Blick. Diese werden aber wohl bescheiden ausfallen, bleiben die 2-%-Preisziele doch voraussichtlich über 2023 hinaus meist unerreicht. Zunehmende Bilanzschrumpfungstätigkeiten vieler Notenbanken straffen das monetäre Umfeld außerdem.

Ertragspotenzial kommt zurück

Die sich unserer Einschätzung nach bald abzeichnenden Leitzinsgipfel legen einen Deckel auf den bisherigen Renditeanstieg bei erstklassigen 10-jährigen Staatsanleihen. Da vor allem die Fed ab Herbst 2023 in einen nur sanften Leitzinssenkungsmodus schaltet, ist das Rückgangspotenzial aber überschaubar. Das Renditeniveau bleibt für uns deutlich erhöht. EUR-USD erwarten wir für 2023 zwischen 0,97 bis 1,12. Dabei behalten wir eine dem Grunde nach optimistische USD-Sicht bei, auch wenn die USD-Stärke etwas Federn lassen dürfte. Der Intergouvernementalismus vieler EWU-Mitgliedstaaten wird EUR weiter aushöhlen. Auch wegen sich aufhellender Konjunkturperspektiven liegt unser DAX-Ziel für Ende 2023 bei 15.500 Punkten. Alles in allem bietet das Jahr 2023 aus unserer Sicht Ertragspotenzial in wichtigen Assetklassen. Aktien dürften sich grundsätzlich besser schlagen als Anleihen.

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2021	2022P	2023P	2024P	2021	2022P	2023P	2024P
Welt	6,1	2,9	2,0	2,6					
Euroraum	5,3	3,2	0,3	1,7	2,6	8,5	5,9	2,6	
Deutschland	2,6	1,7	0,0	1,8	3,1	8,0	5,6	2,8	
Frankreich	6,8	2,4	0,3	1,5	2,1	6,0	5,3	2,3	
Italien	6,7	3,7	0,5	1,0	1,9	8,7	7,6	2,2	
Spanien	5,5	4,6	0,7	1,7	3,0	8,3	4,2	3,0	
Großbritannien	7,5	4,4	-1,4	1,2	2,6	9,1	7,2	2,6	
Schweiz	4,2	2,0	0,5	1,0	0,6	2,9	1,5	0,7	
USA	5,9	1,8	-0,5	1,2	4,7	8,1	4,2	2,2	
China	8,1	3,2	4,5	3,8	0,9	2,0	2,1	2,0	
Japan	1,7	1,4	1,3	1,7	-0,2	2,5	2,6	0,8	

Quelle: Refinitiv Datastream. 2022P/23P/24P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Zinsen und Renditen (%)	29.11.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannwert)	4,00	4,75	5,00	4,50
3-Monats-Libor*	4,73	5,10	4,90	4,25
10-jährige Treasury	3,75	3,70	3,50	3,20
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	2,00	2,75	3,00	3,00
Einlagesatz	1,50	2,25	2,50	2,50
3-Monats-Euribor	1,98	2,50	2,75	2,75
10-jährige Bundesanleihe	1,91	2,10	2,00	1,80
Großbritannien				
Reposatz	3,00	3,75	4,25	4,00
3-Monats-Libor	3,66	4,10	4,30	3,80
10-jährige Gilt	3,10	3,10	2,90	2,70
Schweiz				
Zielsatz 3-Monats-Libor	0,50	1,25	2,00	2,00
SARON-Tagesgeldsatz	0,46	1,20	1,90	1,90
10-jährige Eidgenössische	1,06	1,20	1,20	1,10

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

* Zu beachten ist der ICE-Disclaimer im Abschnitt „Wichtige Hinweise“

Aktienmarkt	29.11.2022	31.12.2023
DAX	14.355	15.500

Quelle: Refinitiv Datastream. 31.12.2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	29.11.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR–USD	1,04	1,03	1,05	1,08
EUR–GBP	0,86	0,88	0,86	0,85
EUR–CHF	0,99	0,98	1,00	1,02
EUR–JPY	143,46	145,00	140,00	140,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	2
Prognosen	3
Makroökonomische Trends	5
Deutschland: Die Uhr tickt	6
Euroraum: Es bleibt heterogen	8
Europa / International	10
Großbritannien: Längere Rezession	10
USA: Auf mildem Schrumpfkurs	10
International	12
China: Neues Wachstumsmodell	12
Japan: Inflationsdruck stört BoJ nicht	12
Geldpolitik: Straffer Anstrich	14
Staatsanleihen: Higher for longer	15
Währungen: USD-Stärke bröckelt	17
DAX: Krisenmodus endet 2023	19
Asset Allocation – Goldilocks light	20
Rezession, Illiquidität und Private Markets – Stabilität durch Private-Markets-Allokation!	23
Erläuterungen	25
Wichtige Hinweise	28

Makroökonomische Trends

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

Gräben zwischen liberalen und autokratischen Staaten werden breiter und tiefer

Für 2023 erwartetes Wachstum der Weltwirtschaft von 2,0 % entspricht rezessiven Tendenzen

2023: Gesamt-Inflationsraten fallen, Kern-Inflationsraten steigen eher noch

Weniger Globalisierung

Der Ukraine-Krieg hat die Welt unseres Erachtens nachhaltig verändert. Dazu zählen tiefere Risse zwischen wichtigen Wirtschaftsregionen, die der integrativen Wirkung der seit rund zwei Dekaden bestehenden Globalisierung die Leichtigkeit nehmen. Inzwischen spielen geostrategische Überlegungen eine größere Rolle, vor allem zwischen China und den USA. Damit politisieren sich internationale Wirtschaftsbeziehungen, wobei wir einen schleichenden Rückgang des Globalisierungsgrades erwarten. Abseits von Nachholeffekten wird künftig daher weniger Handel betrieben, Sanktionen und Protektionismus sehen wir auf dem Vormarsch. China ist überdies dabei, seine Binnenwirtschaft zu stärken, um autarker zu werden. All dies hält die globale Wachstumsdynamik wohl über 2023 hinaus niedrig. Auch dürften Kostenvorteile nicht im bisherigen Umfang gehoben werden können, und die Zeiten extrem preiswerter Energie scheinen vorüber zu sein. Für uns bedeutet dies, dass ein höherer Preisauftrieb und ein höheres Zinsniveau dem Grunde nach erhalten bleiben.

Schlappe Weltwirtschaft

Die zuletzt von Corona-Pandemie und Lieferketten ausgehenden Lichtblicke ändern für uns nichts daran, dass sich der Abschwung der Weltwirtschaft zunächst fortsetzen wird. Immerhin treten zahlreiche Belastungsfaktoren zeitgleich auf. Dazu zählen besonders der von hohen Energiekosten ausgehende Produktionskostenanstieg und kräftig geschmolzene Realeinkommen der Privathaushalte. Hinzu kommen die anhaltende Null-COVID-Strategie in China, die sich wohl noch fortsetzende Straffung der Finanzierungsbedingungen und weniger Fiskalimpulse. Da Lieferketten unseres Erachtens über 2023 hinaus neu aufgestellt werden, bleibt die globale Wirtschaftsperspektive auch von dieser Seite her gedämpft. In der Folge dürften in der Weltwirtschaft bis zum Frühjahr rezessive Tendenzen bestehen. Im Zuge nachlassender Energiepreise und weniger gehemmter Lieferketten wird es in der Zeit danach wohl besser laufen. Die Rückkehr zu einer höheren Wachstumsdynamik steht aus unserer Sicht aber nicht bevor, da vor allem die Schwergewichte China und die USA schwächeln. Nicht nur hier werden Transportkapazitäten und Arbeitskräfte weiterhin fehlen. Da die wirtschaftliche Gangart auch in Schwellenländern niedriger ausfallen wird, rechnen wir für die Weltwirtschaft nur mit einem Magerwachstum von 2,0 % für 2023. Abwärtsrisiken gehen vor allem vom Immobiliensektor in China aus.

Inflationsentspannung? Je in

Hohe Inflationsraten werden unseres Erachtens auch 2023 fortbestehen. Da wir annehmen, dass die Energiepreise gegenüber 2022 nachgeben werden, richtet sich der Inflationsblick aber nach unten. Dieser entlastende Energiepreiseffekt dürfte von anhaltenden Preisüberwälzungen jedoch abgeschwächt werden. Besonders der Kerninflationsdruck wird daher voraussichtlich noch weiter zunehmen. Angebotsseitige Engpässe dürften zudem fortbestehen, und eine Lohnreaktion entwickelt sich mancherorts gerade erst. Die Inflationspipeline ist also noch gut gefüllt. Auch wenn der Nettoeffekt unseren Berechnungen zufolge für 2023 auf fallende Inflationsraten hindeutet, werden diese vor allem im ersten Halbjahr weiter sehr hoch ausfallen. Von Entspannung wird aus unserer Sicht erst anschließend zu sprechen sein, ohne dass die 2%-Preisziele vieler Notenbanken erreicht werden. Die Kostenlawine dürfte vielmehr langfristig rollen, da unserer Einschätzung nach neue Preistreiber ins Licht treten werden. Hierzu zählen wir besonders mit der Dekarbonisierung verbundene Kosten, aber auch kostensteigernde Effekte aus De-Globalisierung und Demografie.

Deutschland: Die Uhr tickt

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

Viele Belastungsfaktoren

Die Rezession ist unterwegs

BIP-Wachstum kehrt ab dem Frühjahr
2023 zurück

Strukturelle Wachstumsschwäche
droht größer zu werden: Mehr
Realismus wagen

Wohlstandsverluste umkehren und
Abhängigkeiten reduzieren – der
politische Auftrag ist klar

Für die nächsten Quartale ist die Konjunkturaussicht für Deutschland unseres Erachtens trüb. Wir leiten dies aus der unbewältigten Corona-Pandemie ab, die das Wirtschaftsleben weiter hemmen dürfte. An eine baldige Reparatur schon länger hängender Lieferketten ist zudem nicht zu denken, wodurch die Materialverfügbarkeit für die Produktion vorerst eingeschränkt bleiben wird. Negativ auf das Wirtschaftsgeschehen dürften auch hohe Energiepreise wirken, weshalb das Verarbeitende Gewerbe kaum zur Vor-Corona-Aktivität zurückkehren wird. Da der Inflationsanstieg sehr breit ist, halten wir den Daumen außerdem für den Privatkonsum gesenkt. Den Belastungsreigen setzt das wohl dauerhaft gestiegene Zinsniveau fort – den privaten Konsum und den Bausektor sehen wir hier als besonders Leidtragende an.

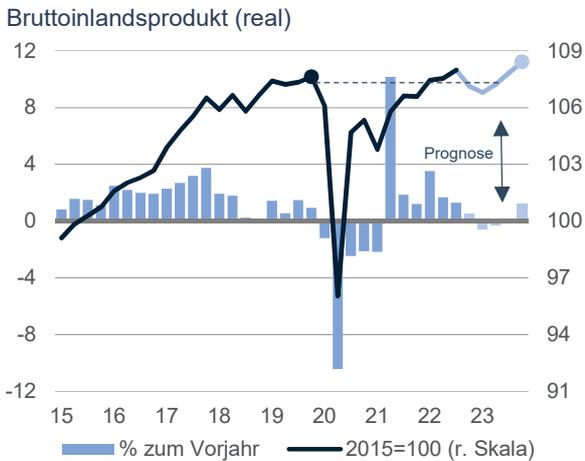
Da die allgemeine Unsicherheit nicht zuletzt wegen der aus unserer Sicht aktionistisch agierenden Bundesregierung anhalten wird und sich die Weltwirtschaft in einem Abschwung befindet, rechnen wir für das Winterhalbjahr 2022/23 weiter mit einer Rezession. Insbesondere dürften Kaufkraftverluste durch staatliche Entlastungen nicht aufgefangen werden. Im Zuge der voranschreitenden Neuausrichtung von Lieferketten, des Nachholbedarfs beim Konsum sowie zurückkehrenden weltwirtschaftlichen Impulsen wird es ab dem Frühjahr aber wohl wieder aufwärtsgehen. Aufträge lassen sich dann besser abarbeiten, wovon Investitionen und Exporte profitieren. Für das BIP erwarten wir eine dann kurzzeitig über die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate des Produktionspotenzials von rund 1,2 % hinausgehende Dynamik. Das größte Risiko geht wohl weiter von einer Gasmangellage aus.

Das BIP liegt zurzeit kaum über seinem zyklischen Hoch von 2019. Unserer Prognose zufolge wird sich dies auf Jahressicht wenig ändern. Unternehmen dürften daher nunmehr im vierten Folgejahr Überlebenskämpfe führen, die Innovationen und Investitionen bremsen. Die lange Durststrecke führen wir auch auf wirtschaftliche Strukturschwächen zurück, die über 2023 hinaus wohl noch zunehmen. Hier haben wir unter anderem den Sonderweg Deutschlands in der Klimapolitik im Blick, auf dem Energiepreise deutlich höher sein werden als anderswo. Manche Produktion ist bereits unrentabel geworden, weitere dürften aufgegeben werden oder ins Ausland abwandern. Verlorene Produktion kommt meist aber so schnell nicht zurück. Auch die hiesige Lohnstückkostenentwicklung dämpft den Wachstumsoptimismus. Die daraus resultierende preisliche Wettbewerbsfähigkeit stagniert seit Jahren, der Vorsprung auf andere EU-Länder ist gesunken. Deutlich über den Produktivitätszuwachs hinausgehende Lohnabschlüsse verschärfen die Lage hier noch. Setzt sich ein De-Industrialisierungstrend aber erst einmal in Gang, sind neue Wohlstandsverluste für die Bevölkerung vorprogrammiert, die Belastbarkeit der Sozialversicherungssysteme erodierte weiter. Deutschland benötigt daher schleunigst eine Wachstumsagenda, die vor allem auf eine wachstumsfreundliche Dekarbonisierung setzt sowie für qualifizierte Zuwanderung und Arbeitsanreize sorgt. Ein sicherer Rohstoffzugang und eine Bildungsoffensive sind zudem das A und O. Der immense Reformstau lässt sich jedenfalls durch immer neue staatliche Entlastungen nicht wegspülen.

Prognosen für Deutschland	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (real, % zum Vorjahr)	-4,1	2,6	1,7	0,0	1,8
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	0,5	3,1	8,0	5,6	2,8
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	6,1	5,2	5,5	5,2	5,2

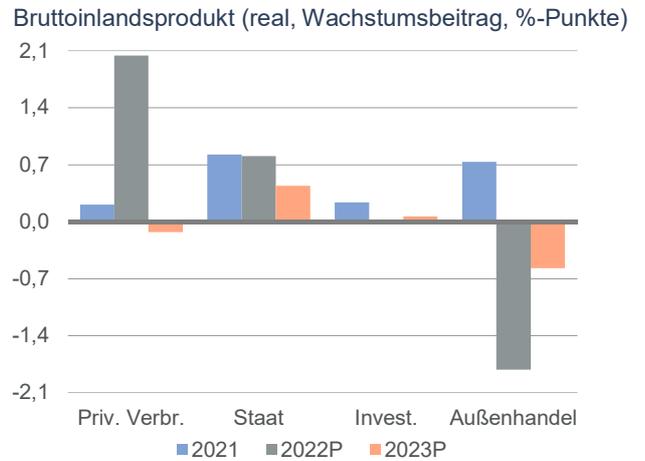
Quelle: Refinitiv Datastream. 2022P/23P/24P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

DEU: Durststrecke hält an



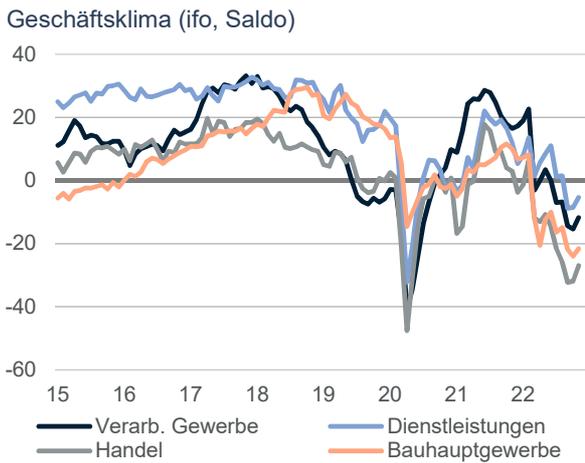
Quelle: Refinitiv Datastream.
10/2022–12/2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

DEU: Kaum noch Wachstumsmitspieler



Quelle: Refinitiv Datastream
2022P/23P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

DEU: Es kann nur besser werden



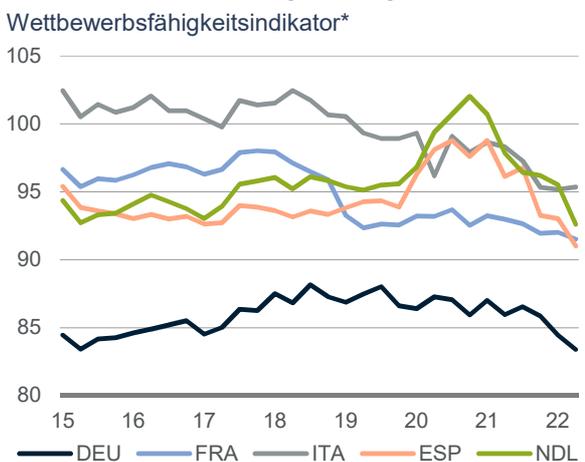
Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Privathaushalte in der Deckung



Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Wettbewerbsfähigkeit stagniert



Quelle: Refinitiv Datastream * EZB, Lohnstückkosten, Q1/1999=100
Ein Indexrückgang entspricht einer Verbesserung und umgekehrt

DEU: Geringer Verteilungsspielraum



Quelle: Refinitiv Datastream

Euroraum: Es bleibt heterogen

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

Im laufenden Quartal wechselt das Vorzeichen beim BIP-Ergebnis von Plus zu Minus

Energieversorgung und Weltwirtschaft dürften die Lage ab dem Frühjahr aufhellen

Staatsschulden scheinen im Griff

Höhere wirtschaftliche Resilienz erforderlich

Kaum noch Corona-Beschränkungen und sinkende Corona-Ersparnisse haben die EWU-Wirtschaft 2022 trotz des massiven Inflationsanstiegs zunächst dynamisch expandieren lassen. Auch wenn das BIP am Ende des dritten Quartals um 2,1 % über seinem Vor-Corona-Hoch lag, hatte die Wachstumsdynamik dort jedoch deutlich nachgelassen. Und das dürfte weitergehen: Wichtige Stimmungsindikatoren signalisieren für das Winterhalbjahr 2022/23 einen Wachstumshänger. So werden bisherige Wachstumstreiber wohl deutlich an Kraft verlieren. Hierzu zählen wir vor allem anhaltende Realeinkommensverluste, die den Privatkonsum mangels Kompensationsmöglichkeiten einschränken. Die energieintensive (Chemie-)Industrie sehen wir zudem weiter unter Druck. Hinzu kommt der sich aus unserer Sicht noch fortsetzende allgemeine Zinsanstieg, der Kredite verteuert. Die Kreditvergabebedingungen vieler Banken sind bereits schärfer geworden. Weniger Unterstützung dürfte auch vom Arbeitsmarkt ausgehen: Die Arbeitslosenquote liegt zurzeit auf dem niedrigsten Stand seit Bestehen der Währungsunion. Noch viel weiter nach unten kann es kaum noch gehen, zumal Personalabbaupläne vieler Unternehmen derzeit ohnehin zunehmen. Für das laufende Winterhalbjahr rechnen wir daher weiter mit einer Rezession.

Die wirtschaftliche Erholung dürfte ab dem Frühjahr zunehmen. Impulse erwarten wir vor allem vom privaten Verbrauch, der im Zuge bis dahin gesunkener Energiepreise wohl einer geringeren Unsicherheit unterliegen wird. Auch die Weltwirtschaft und der voraussichtlich schwach bleibende Euro werden aus unserer Sicht für Antrieb sorgen. Vor einem dynamischen Aufschwung sehen wir die EWU-Wirtschaft jedoch nicht: Die Inflationsrate dürfte 2023 zwar sinken, wegen zähem Kern-Inflationsdruck aber dennoch ungewöhnlich hoch bleiben. Das EZB-Preisziel wird unseres Erachtens klar verfehlt. Regierungen werden Entlastungsmaßnahmen zudem voraussichtlich deutlich zurückfahren sowie hier und da sogar Steuern erhöhen. Da die Mitgliedstaaten unterschiedlich von höheren Energiepreisen und Gaslieferungen betroffen sind, dürfte die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum heterogen bleiben.

Das Risiko einer Staatsschuldenkrise sehen wir trotz des höheren Zinsniveaus als gering an, da von teureren Refinanzierungen zunächst nur geringe Teile der Staatsschulden betroffen sind. Mit ihrem 2022 eingeführten Transmissionsschutzinstrument signalisiert die EZB überdies ein restauriertes Whatever-it-takes. Angesichts enormer Schuldenberge ist das unserer Einschätzung nach auch notwendig, zumal die von der Politik angestrebte Reform der EU-Fiskalregeln kaum zu einer grundlegend veränderten Beurteilung der Schuldenlage führen wird. Schattenhaushalte, wie zuletzt etwa von Deutschland eingeführt, verschleiern hier den wahren Blick auf Verschuldungshöhen. Das (geld-)politische Ziel wird unseres Erachtens daher auch über 2023 hinaus lauten: Sicherung der Schuldentragfähigkeit. Größere Hürden sehen wir hier nicht. Deutlich schwieriger wird es dagegen, aufgrund der geopolitischen Veränderungen neue Allianzen bei der Energieversorgung und im Außenhandel zu knüpfen. Statt einer EU-Vertiefung sehen wir zudem intergouvernementalistische Entwicklungen auf dem Vormarsch, die die nationale Souveränität stärker betonen.

Prognosen für den Euroraum	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)	-6,3	5,3	3,2	0,3	1,7
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)	0,3	2,6	8,5	5,9	2,6
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	8,2	7,0	6,5	6,2	6,0

Quelle: Refinitiv Datastream. 2022P/23P/24P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

EWU: Heterogen aufwärts

Bruttoinlandsprodukt (real, 2015=100)



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Talsohle nahezu erreicht

Stimmungsindikator



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Frustrierte Verbraucher

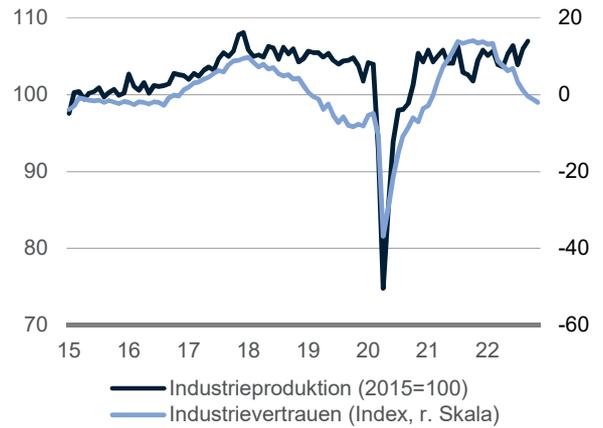
Konsum



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Produktion seitwärts

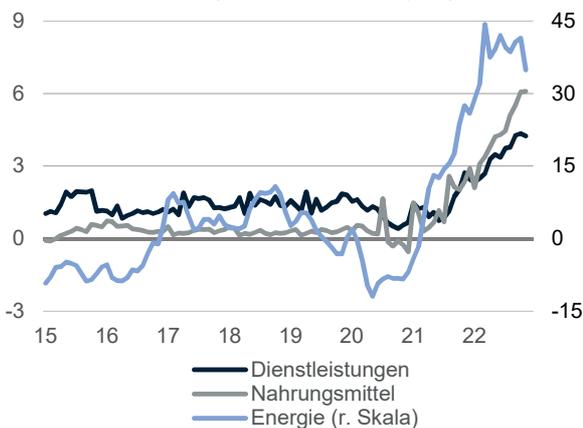
Industrie



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Breiter Inflationsanstieg

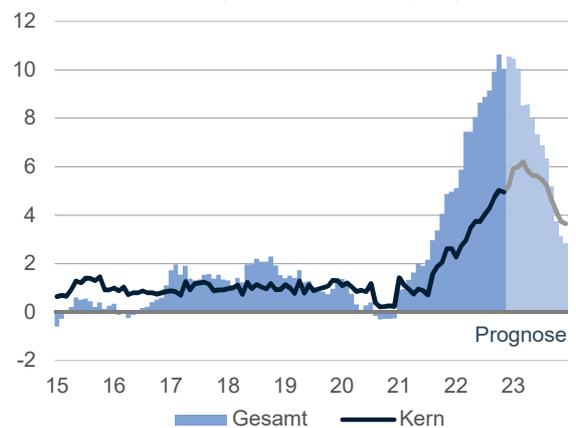
Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Inflationsentspannung kommt

Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream
12/2022–12/2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Europa / International

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

Fiskalpolitik wird restriktiv

Britische Wirtschaft auf längerer Talfahrt

Brexit-Dividende lässt weiter auf sich warten

Geldpolitik wird mehr und mehr zum Wachstumshemmer

Rezession für das erste Halbjahr 2023 erwartet

Government Shutdown droht Wirtschaft zeitweise zurückzuwerfen

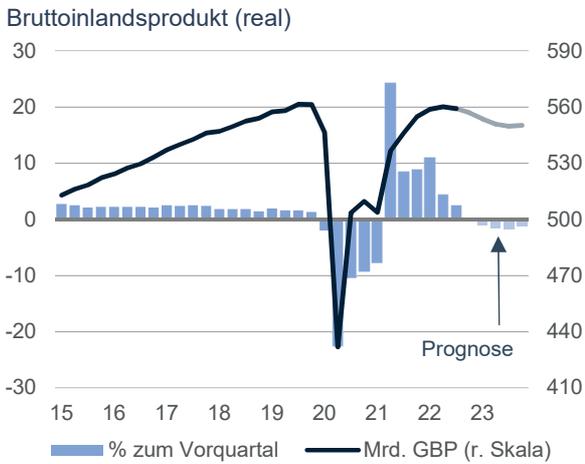
Großbritannien: Längere Rezession

Durch eine vollständige Kehrtwende in der Finanzpolitik versucht Premierminister Rishi Sunak, das von seiner Vorgängerin Liz Truss angerichtete Chaos auszubügeln und an den Finanzmärkten verloren gegangenes Vertrauen zurückzugewinnen. Allerdings bleiben starke Nerven gefragt, denn unserer Einschätzung nach steht die britische Wirtschaft am Beginn einer längeren Rezession. Die spürbaren Belastungen aus rekordhohen Inflationsraten und kräftig gestiegenen Zinsen werden vorerst anhalten. Angesichts des weiterhin engen Arbeitsmarktes und hoher Energiekosten bleiben die Inflationsrisiken aus unserer Sicht zudem aufwärtsgerichtet. Die Bank of England wird ihren Straffungskurs deshalb wohl noch bis zum Frühjahr fortsetzen. Da dieser zeitverzögert auf die Konjunktur durchwirkt, ist ein Großteil der davon ausgehenden Belastungen erst noch unterwegs. Hinzu kommen restriktive Fiskalimpulse, die über die nächsten Jahre Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen im Umfang von rund 55 Mrd. £ bzw. 2,0 % des BIP vorsehen. Alles in allem rechnen wir deshalb mit einer spürbaren Abschwächung der Wirtschaftsaktivität, die voraussichtlich bis in die zweite Jahreshälfte 2023 anhält. Das BIP wird unserer Prognose zufolge 2023 um 1,4 % schrumpfen. Im Vergleich zu den USA und dem Euroraum erwarten wir damit eine deutlich länger anhaltende Rezessionsphase. Höhere Steuern, niedrigere Reallöhne und eine steigende Arbeitslosigkeit: Aussicht auf die von britischen Politikern oft gepriesene Brexit-Dividende besteht auch für 2023 nicht.

USA: Auf mildem Schrumpfkurs

Der US-Konjunkturverlauf wird unseres Erachtens in den kommenden Monaten vor allem vom geldpolitischen Kurs der Fed bestimmt, die auf eine deutliche Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hinwirkt. Vonseiten der Finanzpolitik dürften positive Impulse auf das BIP-Wachstum dagegen nicht ausgehen, da nach den Zwischenwahlen und der Machtteilung zwischen Demokraten und Republikanern umfangreiche, inflationstreibende Ausgabenprogramme im US-Kongress nicht umsetzbar sein werden. Unserer Einschätzung nach ist der überwiegende Teil der von der massiven Straffung der Geldpolitik ausgehenden Bremswirkungen auch noch gar nicht in der Wirtschaft angekommen. Diese dürften sich erst ab dem Winterhalbjahr 2022/23 stärker zeigen. Wir erwarten daher, dass die Bau- und Investitionstätigkeit der Unternehmen von den kräftig gestiegenen Finanzierungskosten spürbar beeinträchtigt wird. Damit trübt sich auch der Ausblick auf den Arbeitsmarkt ein, wenngleich für uns ein stärkerer Anstieg der Arbeitslosigkeit wie in früheren Rezessionsphasen wegen der allgemeinen Arbeitskräfteknappheit wenig wahrscheinlich ist. Wir rechnen dennoch mit einer merklichen Abschwächung des privaten Konsums. Auf die US-Wirtschaft kommen somit weitere BIP-Rückgänge zu. An unserer BIP-Prognose von -0,5 % für 2023 und somit einer milden Rezession halten wir fest. Konjunkturrisiken gehen dabei von innen- und außenpolitischen Konflikten aus. So kann der Streit im US-Kongress um weitere Ausgabenermächtigungen für den Bundeshaushalt und die Staatsschuldenobergrenze zu temporären Verwaltungsstillständen führen (Government Shutdown). Das ist womöglich schon in Kürze der Fall und im Spätsommer 2023 nochmals, wenn auch der Wahlkampf um die Präsidentschaft 2024 Fahrt aufnimmt. Außerdem rechnen wir mit weiteren Maßnahmen gegen China, um dessen Weg zur globalen Technologieführerschaft steiniger zu gestalten. Konfliktpotenziale bestehen unserer Einschätzung nach zu den europäischen Handelspartnern, wenn es um industriepolitische Maßnahmen zum Schutz und Ausbau einzelner Branchen geht, wie etwa dem Hightech-Sektor in den USA.

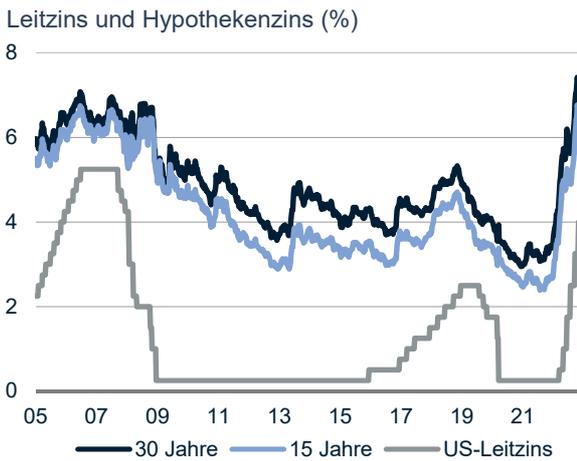
GBR: Wachstum adé



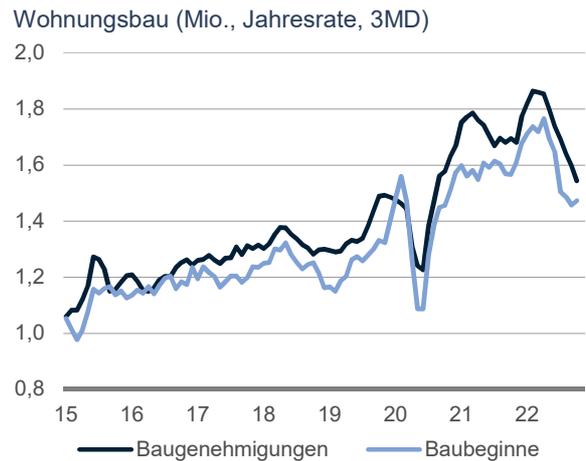
GBR: Beschäftigungsschwund



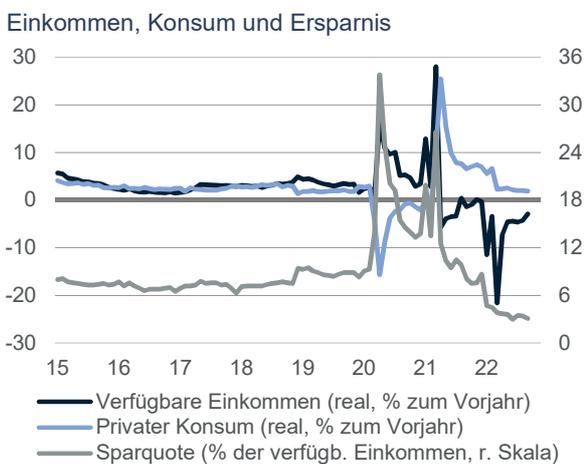
USA: Zinsen schnellen nach oben



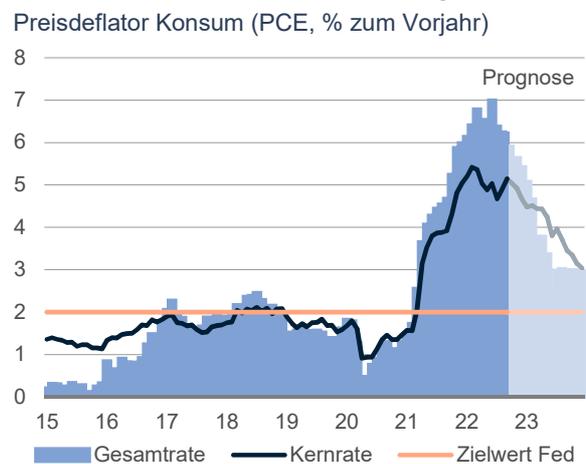
USA: Bauaktivität im Sturzflug



USA: Konsum hält sich



USA: Teilweise Inflationsaufklärung



International

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

Wachstumspfad künftig auf tieferem Niveau

Offenheitsgrad der chinesischen Wirtschaft wird perspektivisch sinken

Trotz ultra-lockerer Geldpolitik geht in Japan wachstumsseitig weiterhin nicht viel

Aufweichung des BoJ-Renditeziels erst nach der Kuroda-Ära

China: Neues Wachstumsmodell

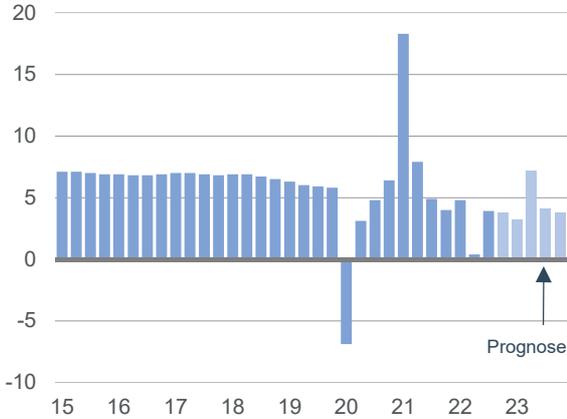
Einer baldigen Wachstumsbeschleunigung in China stehen unserer Einschätzung nach unverändert das Festhalten an der strikten Null-COVID-Politik, die anhaltende Immobilienkrise und eine schwächere Auslandsnachfrage im Weg. Wir gehen davon aus, dass es frühestens nach dem Nationalen Volkskongress im März 2023 zu einer Kursänderung der COVID-Strategie kommen wird. Dann werden auch die wirtschaftspolitischen Ziele für 2023 und die Jahre danach bekannt gegeben. Unseres Erachtens nach werden umfangreiche Stützmaßnahmen von Regierung und PBoC zur Absicherung hoher BIP-Wachstumsraten wie in früheren Jahren nicht mehr dazu gehören. Vielmehr wird der wirtschaftspolitische Kurs künftig wohl stärker im Kontext der langfristigen Politik-Strategie eines modernisierten und sozialeren Chinas von Staatspräsident Xi Jinping zu betrachten sein. Diese sieht die Abkehr vom exportorientierten Wachstumsmodell der frühen 2000er-Jahre und die Umstellung auf ein von heimischer Nachfrage getriebenes Wirtschaftsmodell vor. Dabei soll der private Konsum eine stärkere Rolle für das Wachstum einnehmen und das Pro-Kopf-Einkommen bis 2035 um 30 % steigen. Neben einer gestärkten Mittelschicht zielt die Regierung auch auf Investitionen in den strategisch wichtigen Hightech-Bereich ab, um den Wertschöpfungsprozess zu steigern. Nach dem Prinzip des „dualen Kreislaufs“ wird sich Chinas Wirtschaft künftig also stärker auf den Inlandsmarkt ausrichten und wirtschaftlich autarker werden. Statt der Wachstumsmaximierung gewinnen somit vor allem soziale Ziele an Bedeutung. Durch den perspektivisch sinkenden Offenheitsgrad wird der Zugang für ausländische Unternehmen zum chinesischen Markt somit eher schwieriger werden. Für China bleibt ein ansprechend hoher BIP-Zuwachs zwar Top-Priorität. In unserer Langfristperspektive ist eine Rate von 3,0–4,0 % aber der Normalfall. Den von uns für 2023 erwarteten Zuwachs von 4,5 % bewerten wir aufgrund von Aufholprozessen als Ausreißer.

Japan: Inflationsdruck stört BoJ nicht

Die Wachstumskraft der japanischen Wirtschaft bleibt unserer Einschätzung nach in den kommenden Jahren schwach, auch, weil sich die Überalterung der japanischen Bevölkerung zunehmend belastend auswirkt: Kapital und technischer Fortschritt reichen hier allein nicht mehr aus, um die Produktion zu steigern, es fehlen außerdem Arbeitskräfte. Aufgrund des sich noch ausbreitenden Teuerungsdrucks erwarten wir für 2023 eine schwach bleibende Konsumnachfrage. Die stark gestiegenen Importkosten, die teils durch die massive Yen-Abschwächung bedingt sind, dürften zu einer niedrigen Investitionsdynamik der Unternehmen beitragen. Nicht investitionsfördernd ist zudem, dass Wachstumsimpulse durch Auslandsnachfragen fehlen, denn für wichtige Absatzregionen wie die USA und den Euroraum rechnen wir mit rezessiven Tendenzen. Aufgrund des wohl ultra-expansiv bleibenden Kurses der BoJ und staatlicher Ausgabenprogramme erwarten wir für 2023 einen BIP-Anstieg von 1,3 %. Der für japanische Verhältnisse zuletzt ungewöhnlich hohe Inflationsdruck wird sich unserer Prognose zufolge 2023 abmildern, da sich die diesjährigen preistreibenden Effekte der Yen-Schwäche und hoher Importpreise nicht wiederholen dürften. Angesichts der sehr hohen Preissensitivität der Konsumenten und der anhaltenden Nachfrageschwäche werden Unternehmen ihre gestiegenen Input-Kosten kaum weiterwälzen können. Die Inflationsrate wird wohl temporär etwas über 4,0 % liegen und erst nach Ende der Amtszeit von BoJ-Chef Haruhiko Kuroda Anfang April 2023 deutlich in Richtung der Zielmarke von 2,0 % sinken. Wir gehen davon aus, dass auch sein Nachfolger leitzinsseitig die Füße stillhalten wird.

CHN: Es wird weniger

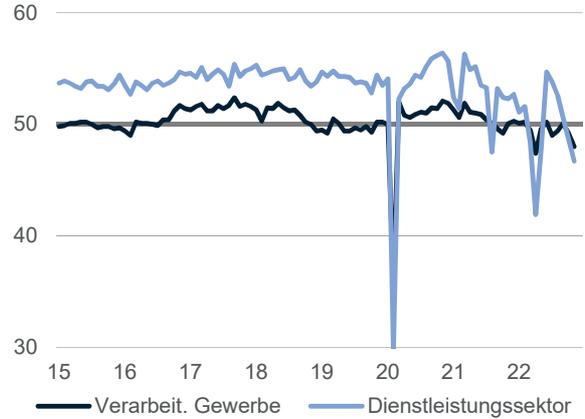
Bruttoinlandsprodukt (real, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream
Okt 2022–Dez 2023 Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

CHN: Trübe Stimmung

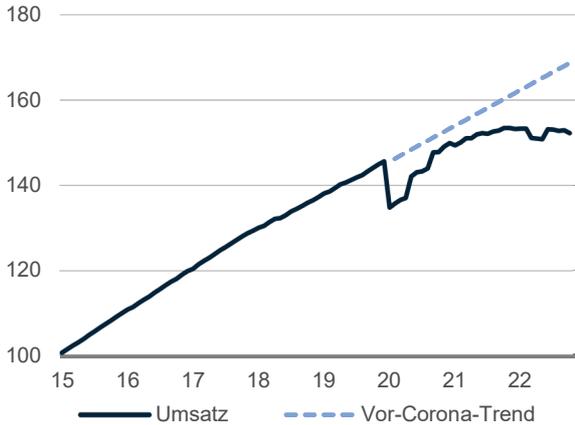
Einkaufsmanager-Befragung (Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

CHN: "Null-COVID" bremst Konsum

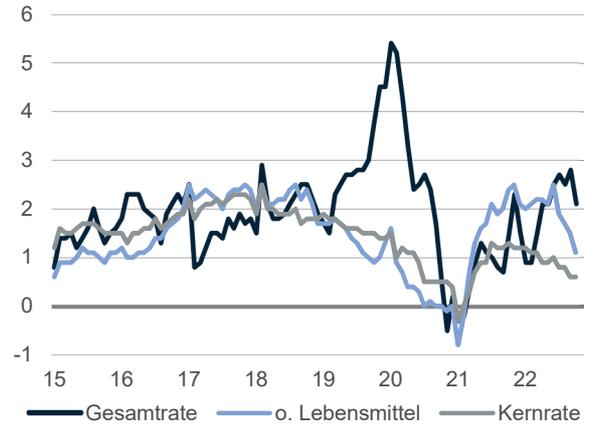
Einzelhandelsumsatz (Dez 2014=100)



Quelle: Refinitiv Datastream

CHN: Inflation unter Kontrolle

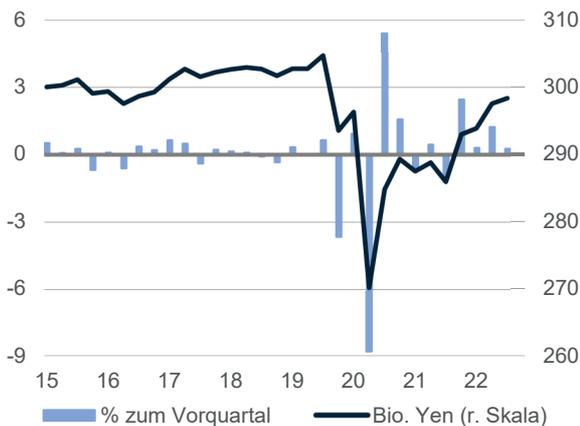
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

JPN: Es fehlt an Konsumnachfrage

Privater Konsum (real)



Quelle: Refinitiv Datastream

JPN: BoJ kann weiter abwarten

Inflationsrate und Preisziel (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream
Nov 2022–Dez 2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Geldpolitik: Straffer Anstrich

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

Inflationsbekämpfung bleibt für
Notenbanken A und O

Globale Leitzinserhöhungswelle
ebbt im zweiten Quartal 2023 ab

Mancher Leitzins fällt im zweiten
Halbjahr 2023 in den neutralen
Bereich

Straffung des monetären Umfelds
auch durch Bilanzverkürzung

Die Fed macht bei der Inflations-
bekämpfung ernst, die EZB agiert
eher halbherzig

Die lange Nullzinsphase hat 2022 jäh geendet: Wegen galoppierender Inflationsraten haben sich Notenbanken rund um den Globus nachdrücklich der Inflationsbekämpfung verschrieben. Gegenüber angebotsseitigen Preistreibern wie Energie und Lieferketten sind sie mit ihren Instrumenten zwar machtlos. Mittlerweile dreht sich die Preisüberwälzungsspirale aber immer schneller, wodurch die Kerninflation kräftige Schübe erhält. Da die Gewährleistung von Preisstabilität meist aber die zentrale Aufgabe vieler Notenbanken ist, sind diese aus Glaubwürdigkeitsaspekten hier besonders gefordert. Dabei gilt es für sie auch, eine Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen zu verhindern. Dass eine ernst gemeinte Inflationsbekämpfung nur unter Hinnahme einer Rezession erfolgen kann, sehen wir seitens der Notenbanken als akzeptiert an. Sie dürfte auf längere Sicht aber vor allem daran abzulesen sein, ob Realzinsen dauerhaft in den positiven Bereich zurückkehren.

Unsere Inflationsprognosen zeigen, dass der Leitzinsjob noch nicht erledigt ist. Auf dem Leitzinserhöhungsweg werden viele Notenbanken daher in Regionen vorstoßen, die konjunkturrestriktiv wirken. Für uns heißt das, dass der längste Weg auf dem Zinspfad gegangen ist. Auch wegen trüber Konjunkturaussichten spricht dies für eine baldige Drosselung des Leitzinsanhebungstempos. Die noch anstehenden Zinsschritte dürften daher eher im X(L)-Format beschlossen werden. Über das Frühjahr 2023 hinausgehende Leitzinsanhebungen werden unseres Erachtens selten sein, zumal Inflationsraten bis Mitte 2023 gesunken sein und weiter sinken werden.

Leitzinsen bleiben hoch

Unser Leitzinskompass zeigt, dass in den restriktiven Bereich vorstoßende Notenbanken ab Herbst 2023 von der strengen Inflationsbekämpfung abrücken und das wirtschaftliche Umfeld in ihren Entscheidungen stärker berücksichtigen werden. Hier und da geraten somit Leitzinssenkungen in den Blick. Da wir einen ausgeprägten Leitzinssenkungszyklus auch wegen 2024 noch bestehender Preiszielverfehlungen für wenig wahrscheinlich halten, werden konjunkturneutral wirkende Leitzinsen wohl dennoch für längere Zeit erhalten bleiben. Notenbanken, die leitzinsseitig nur ein neutrales Niveau erreicht haben, dürften allenfalls locker mit Leitzinssenkungen flirten. Der Neutralstatus bliebe damit auch bei ihnen erhalten. Für eine grundsätzlich bestehende Straffung der monetären Rahmenbedingungen spricht für uns überdies, dass Notenbanken wohl daran festhalten beziehungsweise noch dazu übergehen werden, ihre zu Krisenzeiten initiierte extreme Liquiditätsunterstützung zu senken. Klar ist diesbezüglich für uns aber auch, dass dies im Falle neuer Probleme in der Konjunktur oder bei der Schuldentragfähigkeit sofort gestoppt wird.

Die Fed hat zuletzt angedeutet, künftig weniger kräftige Leitzinsanhebungen vorzunehmen. Letztlich wird der Leitzins seinen Gipfel wohl bei 5,00 % im März 2023 erreichen. Angesichts seiner restriktiven Wirkung auf die schwache US-Konjunktur dürfte die Fed ihren Blick dann ab Herbst 2023 auf Zinssenkungen lenken, zumal eine strenge Inflationsbekämpfung bis dahin voraussichtlich weniger bedeutend sein wird. Wir erwarten einen auf 4,50 % sinkenden Leitzins. Mit einem ähnlichen Leitzinsverlauf rechnen wir für die Bank of England, deren Leitzinsgipfel bei 4,00 % liegen dürfte. Mit 3,00 % lediglich an den Rand des restriktiven Bereichs vorstoßen wird wohl der zentrale EZB-Leitzins, unseres Erachtens im ersten Quartal 2023. Zur Inflationsbekämpfung im Euroraum wird zudem voraussichtlich beitragen, dass die EZB im ersten Halbjahr 2023 mit dem Liquiditätseinsammeln beginnen wird.

Staatsanleihen: Higher for longer

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

Leitzinsgipfel sind eingepreist

2023: Weniger Inflationsängste,
mehr Konjunktursorgen, softe
Leitzinssenkungserwartungen

Fed: Restriktionskurs ab Herbst
2023 nicht mehr notwendig

Bilanzschrumpfungen bremsen
den Rückgang bei 10-jährigen
Staatsanleiherenditen

Auch Risikoüberlegungen deuten hoch
bleibende Staatsanleiherenditen an

Durch den Ukraine-Krieg hat sich das Umfeld für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen grundlegend geändert. Ursache ist die aus ihrem Tiefschlaf erwachte Inflation, die Notenbanken veranlasst hat, das seit Langem eingemottete Leitzinserhöhungs-instrument zu aktivieren. Daraufhin sind Staatsanleiherenditen kräftig gestiegen.

Der Leitzinsanhebungsjob ist unseres Erachtens nicht beendet. Wir erwarten, dass die Fed ihren zentralen Leitzins bis März 2023 auf 5,00 % und die EZB den ihrigen bis dahin auf 3,00 % anheben wird (vgl. S. 14). Da dies am Staatsanleihemarkt aber weitgehend eskomptiert ist und die US-Inflationsrate bereits den Rückwärtsgang eingelegt hat, dürfte die jüngste Renditespitze jedoch kaum mehr erreicht werden. Eine durchgreifende Aufhellung des Marktumfeldes erwarten wir auf 3M-Sicht aber nicht.

Im Zuge der von uns für 2023 erwarteten Entspannungstendenzen an der Inflationsfront, die für uns zentraler Taktgeber für Staatsanleihen sein werden, dürften Investoren im Jahresverlauf das schwache Konjunkturumfeld stärker ins Visier nehmen. Insbesondere für die Fed wird dies aus unserer Sicht in Zinssenkungserwartungen münden und Renditefantasien nach sich ziehen. Ein markanter Renditerückgang ist auf 6M- bis 12M-Sicht jedoch wenig wahrscheinlich: Unserer Einschätzung nach steht ein echter Zinssenkungszyklus nicht bevor, da Inflationsraten 2023 voraussichtlich ganzjährig häufig deutlich über den 2%-Preiszielen der Notenbanken liegen werden, vor allem im Euroraum. Auch für 2024 ist Preisstabilität nicht in Sicht. Dort, wo Leitzinsen auf konjunkturell neutral wirkende Niveaus angehoben werden, dürften Zinssenkungen zudem kaum eine Rolle spielen. Unter dem Strich bleibt Druck für 10-jährige Staatsanleihen also bestehen. Diesen leiten wir überdies daraus ab, dass sich führende Notenbanken wohl immer mehr darauf konzentrieren werden, ihre zu Krisenzeiten oft massiv ausgeweitete Liquiditätsflutung zu drehen. Eine beständige Bilanzverkürzung hält monetäre Rahmenbedingungen aber straff. Auch deshalb ist für uns klar, dass sich die Renditelandschaft nachhaltig gewandelt hat: Staatsanleiherenditen werden für längere Zeit deutlich höher notieren als in der Dekade zuvor. Ohne eine neue Krise wird beispielsweise eine Zwei vor dem Komma der 10-jährigen Treasury-Rendite selten sein. Klar ist für uns, dass inverse Renditestrukturkurven vorerst zum Alltag gehören. In einem Umfeld tendenzieller Inflationsentspannung rechnen wir zudem mit engeren EWU-Staatsanleihe-spreads.

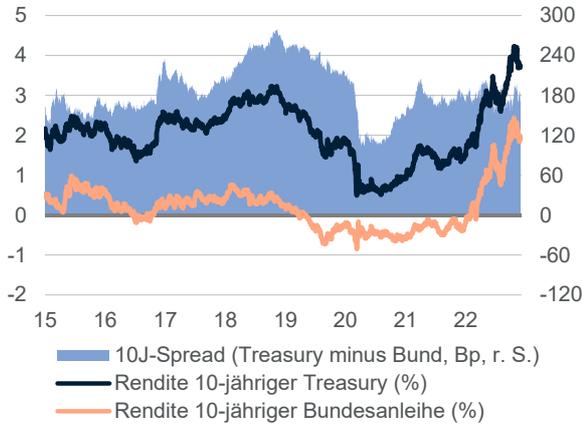
Auch unter Risikoerwägungen sieht es unseres Erachtens für 2023 nach hoch bleibenden 10-jährigen Staatsanleiherenditen aus. Sollten Inflationsraten entgegen unserer Erwartung auf hohen Niveaus verharren oder weiter steigen, fiele der Leitzins-erhöhungsweg wohl länger als prognostiziert aus und die Gipfel für erstklassige 10-jährige Staatsanleiherenditen lägen höher. Dass sich das Blatt dagegen durch eine nachhaltige Beruhigung der geopolitischen Lage und kräftig fallende Energiepreise wendete, haben wir zudem nicht auf dem Zettel. In dieser Situation kehrten vielmehr Erleichterung und Euphorie zurück, die sich insbesondere konsumseitig in einer höheren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage entluden. Dadurch entstünde neuer Preisdruck, der Notenbanken wohl weiter fest auf das Leitzinspedal treten ließe.

Renditeprognosen	29.11.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
10-jährige Treasury (%)	3,75	3,70	3,50	3,20
10-jährige Bundesanleihe (%)	1,91	2,10	2,00	1,80
Treasury-Bund-Spread (Basispunkte)	184	160	150	140

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Im Gleichschritt nach oben

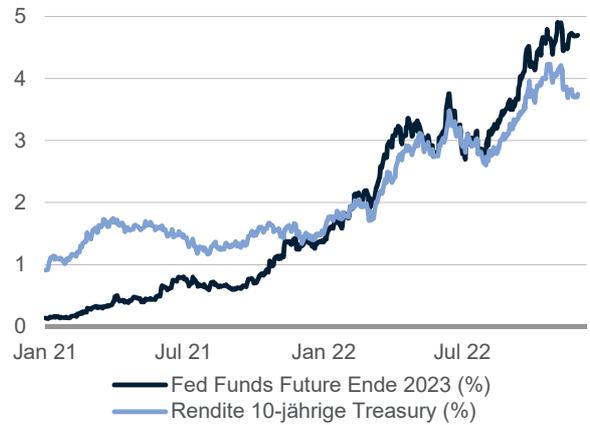
Staatsanleihen



Quelle: Refinitiv Datastream

Anleger rechnen mit hohem Fed-Leitzins

US-Treasury-Markt



Quelle: Refinitiv Datastream

Inflations Sorgen am Limit

US-Treasury-Markt



Quelle: Refinitiv Datastream

Nachhaltiger Vorzeichenwechsel

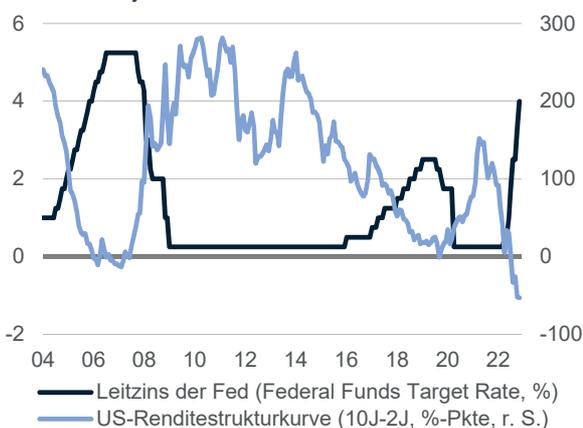
Rendite 10-jähriger Bundesanleihe (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

Inversion bleibt erst einmal bestehen

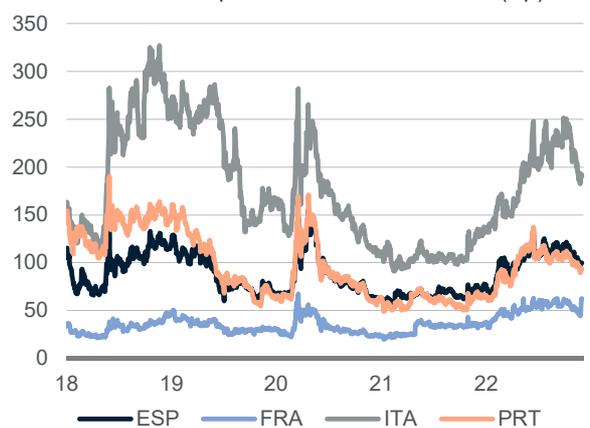
US-Treasury-Markt



Quelle: Refinitiv Datastream

2023: Spread-Einengung unterwegs

10J-Staatsanleihespread zu Bundesanleihen (Bp)



Quelle: Refinitiv Datastream

Währungen: USD-Stärke bröckelt

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

USD-Antriebskräfte schwächen sich
2023 ab

Rückenwind für EUR allenfalls von
der EWU-Konjunkturerholung

EUR–USD: Auf Jahressicht unter 1,10

Unserer Ansicht nach werden die bislang auf USD stark positiv wirkenden Antriebskräfte 2023 erheblich an Kraft verlieren. So dürfte das nach dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine stark erhöhte Sicherheitsbedürfnis internationaler Investoren und somit die Nachfrage nach sicheren Häfen tendenziell nachlassen. Zudem geht die Phase massiver US-Leitzinserhöhungen unseres Erachtens demnächst zu Ende. Mit dem voraussichtlichen Erreichen der Leitzinsgipfel in den USA und im Euroraum im Frühjahr richtet sich unser Zinsblick erst geradeaus, später für die Fed nach unten (vgl. S. 14). Auf 12M-Sicht erwarten wir zwei Leitzinssenkungen und eine stillhaltende EZB. Hier behalten wir aber nicht allein den nominalen Leitzinsabstand im Auge, auch andere Faktoren deuten auf weniger USD-Unterstützung hin. Dazu zählt unserer Einschätzung nach ebenso der Realzins. Hier wird sich der aktuell beträchtliche US-Zinsvorteil unserer Prognose zufolge auf 12M-Sicht erheblich verringern. Das begünstigt die Position von EUR, der auch fundamental durch die von uns erwartete, ab dem Frühjahr 2023 zunehmende wirtschaftliche Erholung im Euroraum Rückenwind erhält. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass USD durch den sich im US-Kongress abzeichnenden Streit um die Finanzierung des Staatshaushalts und die Schuldenobergrenze (vgl. S. 10) zumindest temporär geschwächt wird.

EUR–USD: Nur kurz unter der Parität



Quelle: Refinitiv Datastream

GBP: Beruhigung nach Chaos-Tagen



Quelle: Refinitiv Datastream

Trotz Abschwächung: USD-Stärke
hält grundsätzlich an

Wachsender Populismus befördert
EUR-Skepsis

Das alles reicht unseres Erachtens jedoch nicht aus, dass USD seine 2022 erreichten Kursgewinne vollständig einbüßt, denn nach wie vor fehlt es EUR unseres Erachtens an innerer wirtschaftlicher und politischer Stärke. Die EU-Politik sehen wir als tief gespalten an. Zudem hat auch die diesjährige Parlamentswahl in Italien gezeigt, das populistische Strömungen im Euroraum offenbar zunehmen. Sie untergraben den europäischen Geist und damit das Fundament der Währungsunion. Darauf werden Investoren aus unserer Sicht einen kritischen Blick behalten. Auf 12M-Sicht erwarten wir deshalb einen nur moderaten Kursanstieg von EUR–USD auf 1,08. Hierfür spricht auch, dass USD von der zunehmenden Politisierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen und stärkeren Blockbildung zwischen autokratischen und liberalen Staaten (vgl. S. 5) profitiert. In Zeiten erhöhter (geo)politischer Risiken dürfte USD als sicherer Hafen zudem gesucht sein.

Um GBP steht es fürs Erste nicht gut, zu zahlreich sind die Belastungen

EUR–GBP: Erst später niedriger

Der neuen britischen Regierung scheint es zu gelingen, Vertrauen durch ihre fiskalpolitische Kehrtwende an den Finanzmärkten zurückzugewinnen (vgl. S. 10). Allerdings bleiben die Aussichten für GBP für uns bis auf Weiteres getrübt. Denn auf Großbritannien kommt eine Doppelbelastung zu: Zu der wohl noch bis in das Frühjahr anhaltenden Straffung der Geldpolitik wird nun auch der Kurs der Finanzpolitik restriktiv. Damit wird sich das Land unserer Einschätzung nach auf eine tiefere und länger anhaltende Rezession einzustellen haben, während sich die Konjunktur im Euroraum nach dem Winterhalbjahr wohl wieder in Bewegung setzt. GPB-negativ wirken zudem die anhaltenden Brexit-Belastungen und der ungelöste Streit mit der EU um das Nordirland-Protokoll. Mit dem Nein des Obersten Gerichtshofs des Vereinigten Königreichs zu einem Unabhängigkeitsreferendum Schottlands ist ein Belastungsfaktor allerdings entfallen. Alles in allem rechnen wir für die kommenden Monate mit einer erhöhten Volatilität von EUR–GBP zwischen 0,85–0,90.

EUR–GBP auf 12M-Sicht bei 0,85 erwartet

CHF: Parität gefällt

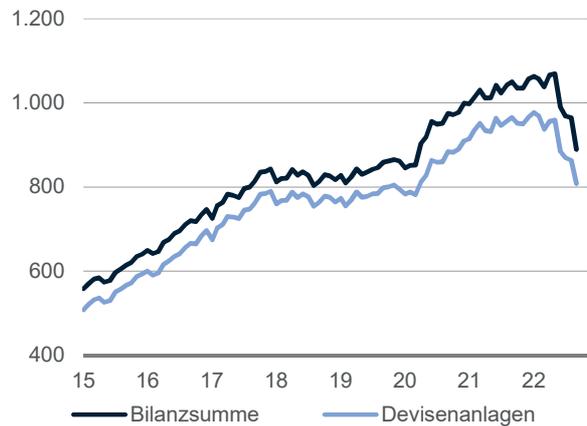
EUR–CHF



Quelle: Refinitiv Datastream

CHF: Massive Wertverluste der SNB

SNB-Bilanz (Mrd. CHF)



Quelle: Refinitiv Datastream

Realzins hält CHF vorerst attraktiv

EUR–CHF: Vorerst weiter unter der Parität

Die SNB bewertet den Franken seit Juni 2022 nicht mehr als hoch. Bei einer unerwünschten CHF-Festigung dürfte sie deshalb künftig von Devisenmarktinterventionen weitgehend absehen. Vielmehr wird sie aus unserer Sicht mit weiteren Leitzins-erhöhungen versuchen, die Inflationsrate mittelfristig in den Zielbereich bei 2,0 % zu drücken. Wegen der im Vergleich zum Euroraum deutlich niedrigeren Inflationsrate in der Schweiz erachten wir den Zinsstraffungsbedarf als erheblich geringer. CHF dürfte daher an Attraktivität verlieren, da sich der bislang große Inflationsunterschied zur EWU deutlich verringern wird. Auf 12M-Sicht erwarten wir EUR–CHF leicht über der Parität. Seinen Status als sicherer Hafen wird CHF unserer Ansicht nach jedoch behalten. Ein erhebliches Risiko für CHF sähen wir darin, wenn das schon stark geschrumpfte Eigenkapital der SNB durch anhaltende Wertverluste vor allem aus Devisen- und Goldanlagen negativ würde. Durch die damit verbundene Vernichtung von Volksvermögen wäre der Reputationsschaden für die Notenbank erheblich.

SNB-Eigenkapital nicht aus den Augen verlieren

Währungsprognosen	29.11.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR–USD	1,04	1,03	1,05	1,08
EUR–GBP	0,86	0,88	0,86	0,85
EUR–CHF	0,99	0,98	1,00	1,02

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

DAX: Krisenmodus endet 2023

Dr. Ulrike Rondorf
Lampe Asset Management
+49 211 95742-523
ulrike.rondorf@lampe-am.de

Wir gehen davon aus, dass der DAX Anfang 2023 nur wenig Spielraum nach oben hat. Die globale Konjunkturschwäche und das weiterhin angespannte Inflationsumfeld dürften wieder stärker in den Fokus rücken. Seine zyklische Ausrichtung könnte dem DAX jedoch im Sommer 2023 helfen, denn die Hoffnung auf eine Konjunkturerholung treibt den deutschen Leitindex stärker als seine europäischen und amerikanischen Pendanten.

DAX mit hohen Schwankungen

Im DAX40 haben Unternehmen aus dem Industriesektor ein relativ hohes Gewicht, deren Gewinne schwanken je nach Konjunkturlage stark. Allerdings birgt diese Ausrichtung auch große Chancen in Erholungsphasen, wie in den vergangenen Wochen zu beobachten war, in denen der DAX outpermt hat.

Gewinne dürften leicht sinken

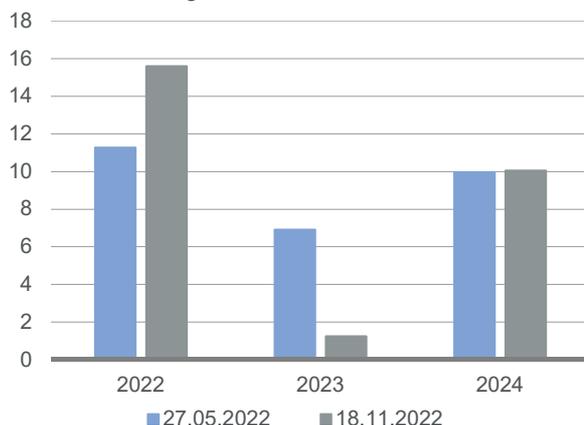
Im Jahr 2023 wird die DAX-Entwicklung stark von den Bewegungen der US-Börse bestimmt werden. Gegenwind wird unseres Erachtens zunächst von der Gewinnentwicklung kommen. Da DAX-Unternehmen einen hohen Anteil ihrer Erträge außerhalb Europas erwirtschaften, verwenden wir die globalen Wachstums- und Inflationsannahmen des Economic Research. Wir prognostizieren, dass die Gewinne 2023 um 2,0–5,0 % fallen werden (2022: ca. +15 %).

Zwischen Angst und Hoffnung

Erweist sich unsere Prognose als richtig, bedeutet dies, dass das Gros der Aktienanalysten ihre Gewinnschätzungen für den DAX nach unten anpassen werden. Basierend auf unserer Erwartung, dass der langfristige risikolose Zins auf 6-Monatsicht bei 2,0 % liegt (vgl. S. 15), würde dies einen Indexstand für den DAX von rund 14.000 Punkten rechtfertigen. Unter der Annahme, dass Investoren sehr pessimistisch werden, sobald das Thema Gewinnrevisionen die derzeitige Freude über fallende Inflationsraten abgelöst hat, könnten sie auch wieder höhere Risikoprämien für Aktieninvestitionen verlangen – der DAX dürfte in diesem Fall erneut auf 13.000 Punkte fallen. Dies wäre das übliche Muster zu Beginn einer Rezession. Dank aufkommender Konjunkturoffnungen sehen wir den DAX bis Jahresende 2023 auf 15.500 Punkte steigen. Die Bewertung profitiert dabei auch von etwas niedrigeren Staatsanleiherenditen nach dem Ende des Zinserhöhungszyklus, nachlassendem Preisdruck und einer höheren Risikobereitschaft der Investoren.

Gewinne zu hoch

Gewinnerwartung für das Jahr 2023



Quelle: Bloomberg, Lampe Asset Management

Zinsentwicklung ist maßgeblich

10-jährige-Bundrendite (%) und KGV



Quelle: Bloomberg, Lampe Asset Management

Asset Allocation – Goldilocks light

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

Zinsentwicklung bleibt an den
Aktienmärkten im Rampenlicht

Fallende Margen belasten
Gewinnwachstum

Aber die Hoffnung auf bessere
Zeiten dürfte die Kurse stützen

Rezessionsorgen belasten
im Frühjahr erneut

Nach einem enttäuschenden Jahr 2022 bietet das Jahr 2023 aus unserer Sicht Ertragspotenzial in den wichtigsten Assetklassen – bei wohl niedrigerer Volatilität. Auch wenn Aktien von abebbenden Inflationsrisiken mehr profitieren dürften als Anleihen, sehen wir zu Jahresbeginn von einem Übergewicht bei Aktien ab. Denn die Kursbelastungen durch Gewinnrevisionen sind noch nicht ausgestanden. Gleichzeitig sind Anleihen bereits jetzt deutlich attraktiver geworden. Unterm Strich erwarten wir für beide Assetklassen positive Erträge im Jahr 2023.

Globale Aktienmärkte noch im Bann der Geldpolitik

Für die Aktienmärkte wird der weitere Verlauf der Inflationsraten und vor allem die Einschätzung der Marktteilnehmer mit Blick auf die Inflationsrisiken von großer Bedeutung sein. Schwinden die Inflationsorgen, dürfte es auf der Bewertungsseite weitere Entspannung geben. Die aktuelle Rallye könnte sich bis zum Jahreswechsel oder sogar darüber hinaus fortsetzen.

Für einen nachhaltigen Aufwärtstrend bilden jedoch die Gewinne der Unternehmen das Fundament. Hier sind die Aussichten für das kommende Jahr alles andere als rosig: In den USA sind die Gewinnschätzungen für 2023 schon deutlich gefallen. Wenn wir die durch Sondereffekte stark verzerrten Gewinne der Energiekonzerne herausrechnen, haben Aktienanalysten (Erhebung bei Bloomberg) ihre Schätzung für 2023 in den vergangenen Monaten um rund 10 % gesenkt. Für den S&P 500 erwarten sie weiterhin ein Wachstum der Unternehmensgewinne von 6,0 % für 2023. Für Europa prognostiziert der Konsens der von Bloomberg befragten Analysten für 2023 ein Gewinnplus von 2,0 %. Auf Basis unserer BIP-Prognosen rechnen wir jedoch damit, dass die Gewinne der im STOXX 600 gelisteten Unternehmen im kommenden Jahr um 6,0–8,0 % fallen werden. In den USA dürften die Gewinne allenfalls auf dem 2022er-Niveau stagnieren, denn die gestiegenen Inputkosten werden wohl zu deutlich niedrigeren Margen führen. Entscheidend für die Aktienkurse werden unseres Erachtens die Erwartungen an die zukünftigen Gewinne sein.

Hier kommt die Bewertung ins Spiel: Denn ebenso, wie in diesem Jahr die fallenden Bewertungen widergespiegelt haben, dass die Rezessionsrisiken das Vertrauen in die Gewinnschätzungen vieler Analysten gemindert haben, könnte im kommenden Jahr die Hoffnung auf eine konjunkturelle Erholung die Kurse beflügeln. In diesem Fall steigt das wichtige Bewertungsmaß, das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), an. Maßgeblich bestimmt werden die Bewertungsmaße zudem von den Zinsen, den Inflationszahlen und der Risikoneigung der Investoren. Die jüngst gefallen Renditen für Bundesanleihen und US-Treasuries lassen höhere Bewertungen zu. Und die Prognosen für das Rentenmarktumfeld im kommenden Jahr (vgl. S. 15) machen Hoffnung, dass die Aktienmärkte nicht erneut durch erdrutschartige Abverkäufe an den Rentenmärkten belastet werden. Letzteres und die Hoffnung auf die Konjunkturerholung stimmen uns zuversichtlich, dass 2023 ein positives Aktienjahr wird.

Der Jahresstart könnte allerdings schwierig werden. Derzeit steigen die Kurse in unseren Augen aufgrund fallender US-Inflationsraten und einer sinkenden Risikoprämie für Europa, da die Gaspreise zurückgekommen sind und eine Gasmangellage weniger wahrscheinlich geworden ist. Diese Entwicklungen sind aus unserer Sicht jedoch in beiden Fällen nicht unbedingt nachhaltig. Niedrigere Inflationsraten sind zwar unser Basisszenario, aber nach der Freude, dass die Raten fallen, könnte im Frühjahr Ernüchterung darüber eintreten, dass der Preisauftrieb in der Breite wohl

noch längere Zeit über den Zielvorgaben der Notenbanken bleiben wird. Wir erwarten, dass diese Ernüchterung die Aktienkurse belastet. Gemeinsam mit vor allem in den USA zunehmenden Konjunktursorgen könnten die wichtigsten Indizes im ungünstigen Falle in Richtung ihrer Tiefststände aus diesem Jahr korrigieren. In der Vergangenheit lagen die Bewertungskennzahlen in einem Umfeld mit höheren Inflationsraten auf niedrigen Niveaus. In den USA sind die Kurse relativ zum Buchwert und zu den Gewinnen weiterhin höher als im Durchschnitt der vergangenen 30 Jahre. Das KGV des S&P 500 (basierend auf den erwarteten Gewinnen für die kommenden zwölf Monate) ist seit Anfang November 2021 zwar bereits von 21,5 zeitweise unter 16,0 gefallen. Aber in den vergangenen sechs vorherigen Korrekturen betrug das KGV am Ende eines Einbruchs bestenfalls 13,8. Insofern gibt es diesbezüglich noch kein klares Kaufsignal. Viele Investoren scheinen auf substanzielle Gewinnrevisionen zu warten, bevor sie die Aktienquoten wieder erhöhen.

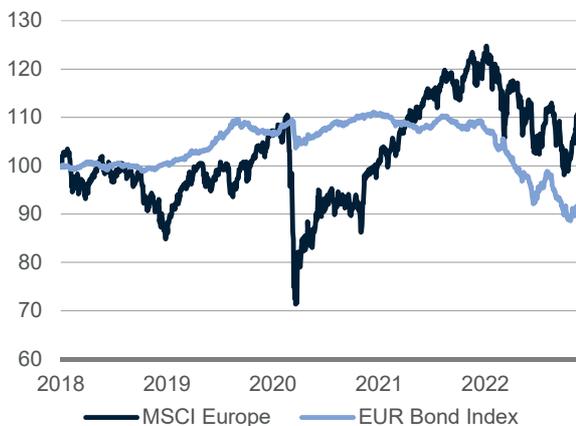
Renten-Universum wieder attraktiver

Nach langjähriger Nullzinsphase und dem diesjährigen Kurseinbruch dürften 2023 die inzwischen tatsächlich vorhandenen Ertragschancen auf den Rentenmärkten wieder in den Fokus rücken. Inwiefern die Kurse nochmals unter stärkeren Druck kommen, hängt, wie bei Aktien, insbesondere am Inflationsverlauf und an den Notenbanken. In jedem Fall aber bietet das Anleihe-Universum inzwischen ein Ertragspotenzial wie seit langer Zeit nicht mehr.

Staats- und Unternehmensanleihen
lohnender werden

Wieder hohe Korrelation

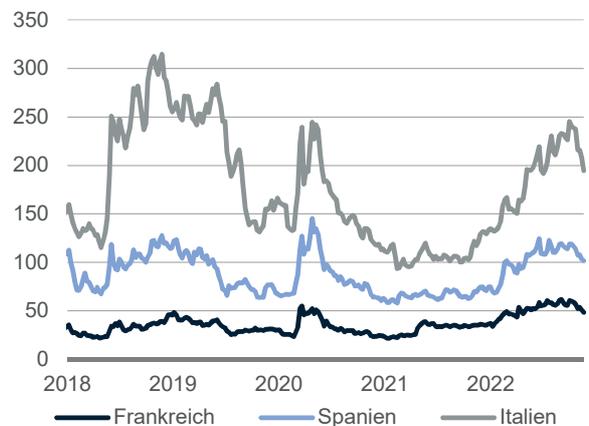
EUR Aggregierter Total Return Index (01/2018=100)



Quelle: Bloomberg, LAM

EWU-Spread-Einengung voraus

Spreads 10-jähriger Staatsanleiherenditen zu Bunds (Bp)



Quelle: Bloomberg, LAM

Risikofall: Fed überrascht noch mal
restriktiv

Zuletzt wurden Anleihe-Investoren kurz vor Beginn der Finanzkrise 2007 bei 10-jährigen US-Treasuries mit einer höheren Verzinsung entlohnt als im Schlussquartal 2022. Grundsätzlich dürfte der Renditehochpunkt hinter uns liegen. Vor allem in der kurzen Frist könnte die Fed mit einer überraschend restriktiven Gangart aber der Auslöser für nochmals steigende Renditen sein. Ansonsten ist nach dem Frühjahr 2023 mit leicht fallenden Renditen zu rechnen.

Duration tendenziell erhöhen

Insbesondere im Falle eines nochmaligen Renditeanstiegs sollte erwogen werden, die Duration in den Rentenportfolien moderat und schrittweise zu erhöhen. So kann von einer möglichen Rezession, verbunden mit Zins- und Renditerückgängen, profitiert werden. Trotz wirtschaftlichem Abschwung und steigender Verschuldung im Euroraum ist mit einer wesentlichen Verschlechterung der Bonität bei europäischen

	<p>Staatsanleihen nicht zu rechnen. Allenfalls für Italien besteht aufgrund der politischen Unsicherheit ein erhöhtes Risiko einer Ratingverschlechterung. Die Euro-Peripherie dürfte angesichts der Inflationsdynamik, der geopolitischen Lage sowie der Absicht der EZB, 2023 ihre Bilanz zu schrumpfen, grundsätzlich ein volatiles Pflaster bleiben. Sofern sich die beiden erstgenannten Faktoren entspannen, können Investoren im Rahmen taktischer Engagements von Spread-Einengungen profitieren. Bis dahin bleiben wir jedoch mit Peripherie-Engagements noch vorsichtig positioniert, ohne die Chancen zu ignorieren.</p>
<p>Attraktive Kompensation bei Unternehmensanleihen</p>	<p>Die Risikoaufschläge (Credit Spreads) in den Märkten für Unternehmensanleihen sind deutlich angestiegen und bieten nunmehr eine attraktive Kompensation für die gestiegenen Ausfall- und Zinsrisiken. Allerdings gilt bis in das erste Halbjahr 2023 das Prinzip Vorsicht. Dies trifft auch für qualitativ hochwertige Investment-Grade-Titel zu, denn in der ersten Jahreshälfte 2023 ist temporär von hohen Volatilitäten im Renten-Universum auszugehen (je nach Ausprägung der möglichen Rezession). Dazu könnte beitragen, dass die EZB ihre Bilanz 2023 zu schrumpfen beabsichtigt. Hiervon dürften auch Unternehmenstitel betroffen sein. Ferner sollten die Ausfälle unseres Erachtens leicht steigen. Insofern bevorzugen wir Unternehmen mit geringem Verschuldungsgrad sowie geringen Refinanzierungserfordernissen. Nach einer temporären Spread-Ausweitung im ersten Halbjahr dürfte es ab der zweiten Jahreshälfte dann zu einer spürbaren Einengung kommen.</p>
<p>High-Yield-Anleihen als Zusatz-Segment</p>	<p>Im High-Yield-Segment sollten sich die Spreads bei schlechter werdenden Konjunkturdaten zunächst ausweiten und die Ausfallquoten ansteigen. Für das zweite Halbjahr erwarten wir, dass die laufzeitbedingte schnelle Wertaufholung als Stärke dieser Assetklasse greift.</p>
<p>Fazit: Attraktive Renditen</p>	<p>Unterm Strich können sich Investoren, die auf eine regelmäßige Ertragserswirtschaftung fokussiert sind, bereits jetzt langfristig attraktive Renditen sichern. Taktisch sollte unseres Erachtens der Aufbau von Engagements in einer Phase steigender Spreads und damit bereits im ersten Halbjahr 2023 erfolgen.</p>
<p>Gold mit Chancen</p>	<p>Gold: Moderates Aufwärtspotenzial</p> <p>Das Jahr 2022 war von Krisen heimgesucht. Trotzdem konnte die vermeintliche „Krisenwährung“ Gold davon nicht wirklich profitieren. Dass der Goldpreis nicht die 2.000er-Marke erklommen hat, dürfte dem rekordverdächtigen Zinsanstieg zuzuschreiben sein, der zinstragende Vermögenstitel attraktiver gemacht hat. Die Opportunitätskosten der Goldhaltung – Gold trägt keinen Kupon – wurden geringer. Im Jahr 2023 dürften sich die Konstellationen aber zum Vorteil von Gold ändern. Erstens: Der Hochpunkt bei den Zinsen dürfte allmählich überschritten werden. Das stützt für sich genommen den Goldpreis. Zweitens verbleibt genügend geopolitische und wirtschaftliche Unsicherheit, die stützend für den Goldpreis wirkt. Und schließlich scheinen sich drittens die Notenbanken weltweit darin einig zu sein, ihre Goldreserven weiter aufzustocken. Daher bleiben wir in Gold (mindestens) neutral gewichtet. Unsere Preisspanne für 2023 liegt zwischen 1.600 bis 2.000 US-\$/Unze.</p>
<p>Neutral ins neue Jahr</p>	<p>Asset Allocation: Neutral ins neue Jahr</p> <p>Erst wenn klar ist, wie stark die Gewinne aufgrund niedrigerer Margen und eines geringeren Umsatzwachstums tatsächlich unter Druck geraten, ist der Boden für höhere Aktiengewichtungen gelegt. Den europäischen – zyklischeren – Markt werden wir perspektivisch gegenüber dem US-amerikanischen präferieren. Die Rentenmärkte werden die Aktienmärkte 2023 wohl nicht erneut nach unten ziehen. Vielmehr bietet das Anleiheuniversum ebenfalls lukrative Chancen. Das kommende Jahr dürfte einige „Performance-Wunden“ aus 2022 heilen.</p>

Rezession, Illiquidität und Private Markets – Stabilität durch Private-Markets-Allokation!

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

Auch 2023 Fahrt auf Sicht

Die vergangenen Monate dieses Jahres waren geprägt durch eine hohe Volatilität und erhebliche Wertberichtigungen an den liquiden Märkten. Leichten Erholungen der westlichen Kapitalmärkte folgte die Enttäuschung über die vergebliche Hoffnung auf einen V-förmigen Konjunkturverlauf. Neben Lieferkettendisruptionen als „Long-COVID-Syndrom für die Kapitalmärkte“ war der russische Angriffskrieg auch in der Anlagepolitik eine „Zeitenwende“, um die Metapher des Bundeskanzlers aufzugreifen. Die ökonomischen Folgen dieses Schocks lassen sich nicht über einen bestimmten kausalen Wirkungskanal beschreiben, sondern sind multidimensional.

Multidimensionale Krisenherde als Ausgangspunkt für 2023 machen eine Bestandsaufnahme der Anlagestrategie unumgänglich

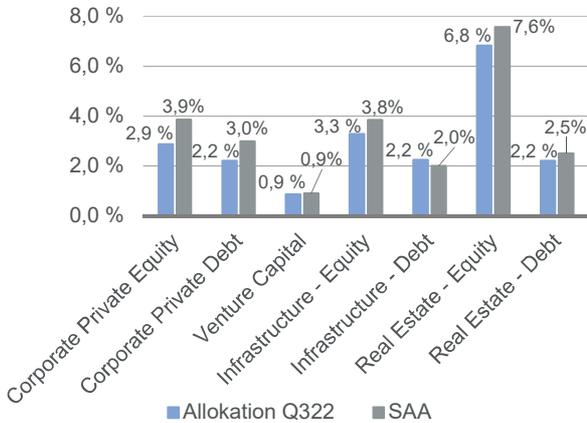
„Le roi est mort, vive le roi“ – das neue Jahr verspricht ebenso turbulent zu werden, wie das Jahr 2022 ausklingt. Inflation, der energiepolitische Diskurs, geopolitischer Kontinentaldrift, Decoupling als neuer Megatrend und die Leitzinswende beschreiben auch die Ausgangslage für das Jahr 2023. Angesichts dessen und der unsicheren Entwicklung für den Winter und das Frühjahr 2023 stellen sich Investoren die Frage, inwieweit die Portfolios für ein Rezessionsszenario gewappnet sind. Hierbei kommt es nicht auf die Festlegung auf ein bestimmtes Szenario für 2023 an, sondern vielmehr auf ein breites Portfolio mit Resilienzen und einen entsprechend langfristigen Anlagehorizont.

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

Breit aufgestelltes Portfolio ist krisenfest

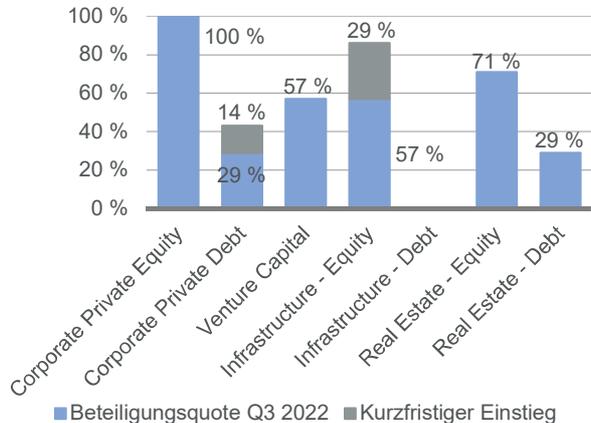
Private-Markets-Strategien können in genau diesen unruhigen Marktlagen nicht nur zur Portfoliodiversifikation beitragen, sondern echten Schutz bieten. Stabile Bewertungsniveaus sowie attraktive, auf Sicht einer Dekade stabile Renditen als Portfoliostabilisator überzeugen hier besonders. Der illiquide Charakter bietet Investoren nicht nur die Möglichkeit, Illiquiditätsprämien zu vereinnahmen, sondern vielmehr von der geringen Volatilität und Stabilität sowie dem teilweise inflationsindexierten Charakter der Renditen zu profitieren.

Allokation institutioneller Investoren Umfrage (DEU)



Quelle: BAI Investor Survey 2022, Hauck Aufhäuser Lampe

Single Family Office Beteiligungsraten Umfrage (DEU)



Quelle: BAI Investor Survey 2022, Hauck Aufhäuser Lampe

Schutz vor Inflation und Zinsänderungsrisiken treten in den Fokus

Während Private Equity und Venture Capital besondere langfristige Renditetreiber im Portfolio sind, bietet Private Debt durch die variable Zinsbasis einen natürlichen Schutz gegen Zinsänderungsrisiken. Real Estate oder Infrastrukturanlagen bieten durch den tangiblen Sachwertbezug einen Schutz vor Inflation – teils sind Renditen sogar inflationsindexiert. Letztere drei Assetklassen weisen zudem teils laufende Ausschüttungen auf, während Private Equity und Venture Capital hohe Renditen maßgeblich durch Exits realisieren. Folgerichtig sollte ein defensiv und auf laufende Erträge ausgerichteter Investor sein Portfolio stärker in Richtung Private Debt, Infrastruktur und Real Estate allokiieren. Renditeorientierte, unternehmerisch geprägte Investoren sollten eine höhere Allokation in Private Equity und Venture Capital anstreben. Wo auch immer der Schwerpunkt liegt: Eine Diversifikation über mehrere, am besten alle Anlageklassen kann ein Schlüssel sein, um eine maximale Robustheit der Strategischen Asset Allokation (SAA) in Private Markets zu erzeugen.

HNWIs folgen den Profis in Private Markets

Quo vadis Allokation?

Eine gute Auskunft über die Allokation deutscher institutioneller Investoren bietet der jährliche BAI Investor Survey des Bundesverbandes für Alternative Investments e. V. (BAI). Wird die Allokation im Zeitverlauf betrachtet, fällt auf, dass der Anteil an Private-Markets-Strategien sukzessive ansteigt. Lag die durchschnittliche Allokation 2020 noch bei rund 21,0 %, ist sie mittlerweile auf über 23,0 % angestiegen. Die SAA liegt bei fast 26,5 % und zeigt das weitere kurz- bis mittelfristige Wachstumspotenzial an. Während die größten Portfolioanteile derzeit auf die Assetklassen Real Estate Equity, Corporate Private Equity (inklusive Venture Capital) und Infrastructure Equity entfallen, ist eine klare Ausweitung der Investments in Debt-Strategien festzustellen. Trotz – oder genau wegen – der aktuellen Konjunkturaussichten werden institutionelle Investoren die Allokation im Bereich Private Equity um rund 1,0 % ausbauen, für Private Debt wird eine Steigerung von rund 0,8 % erwartet.

Weitere Professionalisierung der HNWIs zu beobachten

Die Portfolien Vermögenger und Hochvermögenger sind im Schnitt deutlich heterogener als die der institutionellen Investoren. Zu beobachten ist häufig keine oder eine Unter-Allokation in Private-Markets-Assetklassen, oftmals mit Über-Allokation in Real Estate. Dem gegenüber stehen Family Offices, die teilweise deutlich höhere Quoten investieren. Generell ist eine Öffnung dieser Investorengruppen gegenüber Private-Markets-Produkten in der Breite – wie bei institutionellen Investoren auch – zu beobachten.

Allokation nach Maß – "There is no one size fits all!"

Breit aufgestellte Portfolien profitieren

Eine krisenfeste Investmentstrategie sollte sowohl verschiedene Anlageklassen als auch verschiedene Wirtschaftsräume berücksichtigen, um die jeweiligen konjunkturellen und politischen Einflüsse und damit verbundene ökonomische Implikationen auszubalancieren. Gleichzeitig verringert sich das Risiko nicht systematischer Schocks – also Verwerfungen, die einzelne Unternehmen, Marktsegmente oder Regionen betreffen. Der Aufbau des Portfolios über mehrere Jahre sowie kontinuierliche Reallokationen in den Folgejahren machen das Portfolio ebenfalls robuster und minimieren das Timing-Risiko. Gerade im aktuellen Umfeld und bei den sich laufend ändernden Rahmenbedingungen ist ein kontinuierliches Investieren entscheidend.

Allokationsaufbau auf Basis einer individuellen Risikoanalyse

Unabhängig vom Fortschritt des Portfolio-Aufbaus ist eine genauere, individuelle Risikoanalyse und Bestandsaufnahme der Allokation ratsam, da die Portfolien von den aktuellen geopolitischen Spannungen, unterbrochenen Lieferketten, hohen Inflationsraten und dem Kursschwenk der Geldpolitik voraussichtlich früher als später auf die Probe gestellt werden. Hierbei gibt es nicht eine goldene Einzellösung – eine Allokation muss immer und regelmäßig im Gesamtkontext gesehen werden.

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	GfK	Gesellschaft für Konsumforschung
3MD	3-Monatsdurchschnitt (auch: gleitender 3-Monatsdurchschnitt)	G20	Gruppe der 20 weltweit führenden Industrie- und Schwellenländer
2J, 10J	2 Jahre, 10 Jahre	HNWI	High-Net-Worth-Individual (Privatperson mit hohem Vermögen)
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgen- den fünf Jahre bestehende Inflationserwartung	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
£	Britisches Pfund als Volumenangabe	ifo	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
%-Punkte	Prozentpunkte	Invest.	Investitionen
Abzgl.	Abzüglich	JPY	Japanischer Yen
BAI	Bundesverband Alternative Investments e. V.	KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
BIP	Bruttoinlandsprodukt	MSCI Europe	Aktienindex
BoE	Bank of England (Notenbank von Großbritannien)	O. Lebensmittel	Ohne Lebensmittel
BoJ	Bank of Japan (Notenbank von Japan)	P	Prognose
Bp	Basispunkt(e)	PBoC	People's Bank of China (Notenbank der Volksrepublik China)
DAX	Deutscher Aktienindex	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
DEU, ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	R. Skala / r. S.	Rechte Skala
Dez	Dezember	SAA	Strategische Asset Allocation
CHF	Schweizer Franken	SARON	Swiss Average Rate Overnight
CPI	Consumer Price Index (Verbraucherpreisindex)	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
Erwerbst.-Std.	Erwerbstätigen-Stunde	S&P 500	Standard & Poor's 500.
EUR	Euro	STOXX 600	Aktienindex
EUR Bond Index	Anleiheindex	USD	US-Dollar als Währung
EWU	Europäische Währungsunion	Verarb. Gewerbe	Verarbeitendes Gewerbe
EZB	Europäische Zentralbank	Verfügb.	Verfügbar
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	Yen	Yen als Währung
GBP	Britisches Pfund	Zum Vj./z. Vj.	Zum Vorjahr

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

Erläuterungen

Begriff	Erklärung
Aggregieren	Werte in einer bestimmten Weise zusammenfassen
Alternative Investments	Überbegriff für nicht traditionelle Anlagemöglichkeiten, unter anderem Infrastruktur/Private Equity, Private Debt, Real Estate
Asset Allocation	Aufteilung des Vermögens auf mehrere Anlageklassen zwecks Renditeoptimierung sowie Streuung des Anlagerisikos
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Corporate Private Equity	Überbegriff für Anlagemöglichkeiten in das Eigenkapital nicht börsennotierter Emittenten, insbesondere Unternehmen
Corporate Private Debt	Fremdkapitalbereitstellung von Unternehmen außerhalb des Bankensektors
Decoupling	Abkoppelung
Deflator Konsumausgaben	Inflationsmaß für die Preise der Konsumausgaben privater Haushalte in den USA
Dekarbonisierung	Umstieg von fossilen auf kohlenstofffreie sowie erneuerbare Energiequellen
Duration	Durchschnittliche Kapitalbindungsdauer
Einkaufsmanagerindex	Befragung von Einkaufsmanagern, die einen Überblick hinsichtlich der wirtschaftlichen Lage im Verarbeitenden bzw. Nicht-verarbeitenden Gewerbe (Dienstleistungssektor) gibt. Ein Wert unter (über) 50 Punkten deutet auf eine schrumpfende (zunehmende) Geschäftstätigkeit hin
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Eskomptieren	Einpreisung künftiger Ereignisse in den Kurs von Wertpapieren bzw. Marktzinsen
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
Family Office	Anlagenmanagement für eine oder mehrere wohlhabende Familien
Federal Funds Future	Standardisiertes und börsengehandeltes Termingeschäft für Tagesgelder unter den Banken
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreservepflichtungen zur Verfügung stellen
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der Europäischen Zentralbank leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
High Yield	Hochverzinsliche Anlagen
ifo-Geschäftsklima	Das ifo Geschäftsklima basiert auf ca. 9.000 monatlichen Meldungen von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, des Dienstleistungssektors, des Handels und des Bauhauptgewerbes. Das Geschäftsklima ist ein transformierter Mittelwert aus den Salden der Geschäftslage und der Erwartungen. Quelle: ifo Institut (Informationen wörtlich und gekürzt übernommen)
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Infrastructure Equity/Debt	Assetklasse im Bereich Infrastruktur. Investitionen werden nach Eigen- und Fremdkapital unterschieden (Equity/Debt)
Intergouvernementalismus	Regierungszusammenarbeit, bei der ein hohes Maß an nationaler Souveränität bestehen bleibt
Invers	Hier: Renditestruktur, bei der Renditen kurzer Laufzeiten über denen langer Laufzeiten liegen
Inversion	Beschreibt einen Zustand, bei dem die Zinssätze bzw. Renditen für kurzfristige Restlaufzeiten am Kapitalmarkt höher sind als diejenigen für langfristige

Investment Grade	Oberbegriff für das Rating von Anleihen mit guter bis sehr guter Bonität
Kern-Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Kupon	Zinsschein festverzinslicher Wertpapiere
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Libor	London Interbank Offered Rate. Wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Parität	Hier als Austauschverhältnis zwischen zwei Währungen bei einem Wert von 1,0 verstanden
Performance	Wertentwicklung
Preisüberwälzung	Prozess, durch den höhere Kosten und Preise von Unternehmen an Kunden weitergegeben werden
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Private Markets	Überbegriff für Anlageklassen wie Private Equity (inklusive Venture Capital), Private Debt, Immobilien, Infrastruktur
Produktionspotenzial	Mittel- bis langfristige Wachstumsmöglichkeit einer Volkswirtschaft (bzw. Veränderung des BIP), wenn die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten normal ausgelastet sind
Protektionismus	Handelspolitische Maßnahmen eines Staates, mit denen der Zutritt ausländischer Anbieter zum Inlandsmarkt beeinträchtigt und inländische Anbieter vor ausländischer Konkurrenz geschützt werden
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
Real Estate Equity/Debt	Überbegriff für Anlagen im Bereich Immobilien, die nach Eigen- und Fremdkapital unterschieden werden (Equity/Debt)
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-)Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf vereinbart wird
Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Transmissionsschutzinstrument	Geldpolitisches Instrument der EZB, durch das unbegrenzt Staatsanleihen von EWU-Ländern erwerbbar sind, um einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu begegnen
Venture Capital	Überbegriff für Risiko- oder Wagniskapital
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen
Verbrauchervertrauen	Frühindikator, der Aufschluss über die aktuelle Lage und die Erwartungen der privaten Haushalte gibt
Volatilität	Hier: preisliche Schwankungsbreite von Wertpapier- oder Devisenkursen
Wirtschaftsvertrauen	Europaweite Stimmungsumfrage der EU-Kommission bei Unternehmen aus den Branchen Industrie, Dienstleistungen, Einzelhandel, Baugewerbe sowie bei Verbrauchern
Zyklisches Hoch	Im Zuge des Konjunkturzyklus erreichter Höhepunkt

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

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

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

ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:

ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.

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

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

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