



# Carpe Diem

Zinswende gibt den Takt  
für 2024 vor



**Group Investment Strategy**

## 2024 Yearly Outlook

Dezember 2023

 **HypoVereinsbank**  
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

# Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	7
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	13
IM DIALOG	16



# CIO Kommentar

Carpe Diem

Das sich zu Ende neigende Jahr 2023 hat uns wieder einmal deutlich vor Augen geführt: Die Entwicklung der Kapitalmärkte ist stark geprägt von den Erwartungen der Marktteilnehmer. Dabei spielt nicht nur eine Rolle, welche Entwicklung man selbst für die wahrscheinlichste hält, sondern auch, was der Markt, also der sogenannte Konsensus der Akteure, einpreist – und wie sich diese Erwartungen gegebenenfalls in den bevorstehenden Monaten verschieben könnten. Aktuell geht der Konsensus davon aus, dass die Inflationsraten im kommenden Jahr so weit rückläufig sein werden, dass die Zentralbanken sowohl in den USA als auch in Europa bereits in der ersten Jahreshälfte Zinssenkungen einleiten können. Das wiederum würde geringere Zinsen für kurzfristige Zinsanlagen, wie etwa Festgelder, mit sich bringen. Gleichzeitig dürften die Renditen von länger laufenden Anleihen sinken. Anleger, die sich als das derzeit noch höhere Zinsniveau sichern wollen, sollten daher rechtzeitig agieren.

Während die Erwartungen mit Blick auf die Zinsentwicklung mehr oder wenig einhellig sind, gehen die Prognosen bezüglich des Umfangs der zu erwartenden Zinssenkungen und dem den Zinssenkungen zugrundeliegenden wirtschaftlichen Umfeld bei vielen Marktbeobachtern mehr oder weniger deutlich auseinander. Die „**Bullen**“<sup>1</sup> erwarten ein robustes wirtschaftliches Umfeld und nur moderate Zinssenkungen. Die „**Bären**“<sup>1</sup> hingegen prognostizieren eine deutliche wirtschaftliche Schwächephase und gehen von Zinssenkungen in stärkerem Umfang aus. Alternativ könnte man auch sagen, dass die Bullen darauf setzen, dass die Zentralbanken aufgrund der rückläufigen Inflationsdynamik die Zinsen senken werden, während die Bären zu wissen glauben, dass die Zentralbanken wegen einer ausgeprägten Konjunkturschwäche die Zinsen senken müssen.

Die zentrale Frage lautet also: Wie stark kühlt sich die Wirtschaft im kommenden Jahr ab? Die jeweiligen Argumente der Bullen und Bären können Hilfe bei der Einschätzung der Risiken geben. Die Bären argumentieren, dass in den vergangenen Jahrzehnten die US-Wirtschaft, die als global führende Volkswirtschaft Signalcharakter hat, nach spürbaren Zinsanhebungen immer innerhalb weniger Quartale in eine Rezession abrutschte. Die Argumentation zielt also auf historische Erfahrung ab. Analysiert man aber die aktuellen Wirtschaftsdaten in den USA, zeigen sich derzeit kaum Anzeichen für einen derartigen Verlauf. Entsprechend argumentieren die Bullen, dass der aktuelle Zinszyklus dieses Mal besonders, d.h. andersartig als vergangene, sei und die US-Wirtschaft die sonst übliche Rezession vermeiden kann. Grund hierfür sind die expansive Geld- und Fiskalpolitik, die den Unternehmen und privaten Haushalten in der Anfangsphase der Coronapandemie ein spürbares „Polster“ bereiteten, das bis dato nachwirkt.

Vermutlich liegt die tatsächliche Entwicklung wie so oft irgendwo in der Mitte, zwischen den beiden Extrempositionen. Vieles deutet darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Dynamik in den USA in der Tat abkühlen dürfte – möglicherweise auch so weit, dass gegen Mitte des kommenden Jahres mit Nullwachstum oder sogar einem leichten Minuswachstum zu rechnen ist. Eine echte spürbare Rezession könnte aber ausbleiben. Ein solches Szenario wäre dann ein klassisches „Soft Landing“.

Der Grund dafür ist, dass – statistisch gesehen – die kurzfristig wirkende Bremskraft einer strafferen Geldpolitik nicht so sehr aus dem höheren Zinsniveau resultiert, sondern aus dem Umfang und der Geschwindigkeit der Zinserhöhungsschritte selbst. Die stärksten Zinsanhebungsschritte der Federal Reserve (Fed) erfolgten aber bereits vor mehr als einem Jahr, als sie ab den Sommermonaten des vergangenen Jahres die Zinsen mehrmals hintereinander um sogar 0,75 Prozentpunkte anhub. Die US-Wirtschaft hat diese aggressive geldpolitische Straffung bislang erstaunlich gut ver-

<sup>1</sup>Die Optimisten an der Börse werden sinnbildlich „Bullen“ (Stiere) genannt und sind der festen Überzeugung, dass die Kurse ansteigen werden. Der Bulle ist als Symbol gewählt, da er mit den Hörnern immer von unten nach oben stößt. Als Gegenteil hierzu sieht man den „Bären“, der mit der Tatze von oben nach unten schlägt, als Zeichen für fallende Kurse.

kraftet. In diesem Jahr erfolgten die Zinserhöhungen deutlich dosierter, und zuletzt verdeutlichte die Fed, dass sie keine weiteren Schritte einplane. Das derzeitige hohe Zinsniveau selbst entfaltet natürlich auch eine Bremswirkung. Es wäre aber einigermaßen erstaunlich, wenn sich nun bei dem zugegebenermaßen hohen, aber unveränderten Zinsniveau plötzlich beschleunigte Spannungen in der Wirtschaft zeigen würden, während letztere unter der Belastung stark steigender Zinsen stabil geblieben ist. Das „Soft-Landing“-Szenario („weiche Landung“) erscheint deswegen durchaus wahrscheinlich.

Und selbst wenn die wirtschaftliche Abkühlung doch deutlicher zutage treten sollte, als der Konsensus dies derzeit erwartet, bleibt als beruhigende Feststellung, dass auch die Bären keine tiefe und anhaltende Rezession in den USA erwarten. Im Gegenteil, selbst einige Bären erwarten im Jahr 2025 Wachstumsraten in den USA in der Größenordnung des **Potenzialwachstums**<sup>2</sup>. Das bedeutet, dass selbst in einem weniger günstigen Szenario mit Volatilität, wohl aber nicht mit einem anhaltenden Abwärtstrend an den Aktienmärkten zu rechnen wäre, denn die meisten Aktieninvestoren würden eine zeitlich begrenzte und in ihrer Schwere überschaubare Delle vermutlich einfach aussitzen.

<sup>2</sup>Potenzialwachstum gilt in einer Volkswirtschaft als die langfristige Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts bei optimaler Auslastung der vorhandenen Kapazitäten.

Welche Implikationen ergeben sich aus diesen Überlegungen für die Anlagestrategie? Zunächst erscheint der Unterschied im Renditepotenzial zwischen Renten und Aktienmärkten nicht mehr so groß wie in den vergangenen Jahren. Das ist eine gute und beruhigende Nachricht, denn damit rückt die bekannte und etablierte langfristig-orientierte Multi-Asset-Anlagestrategie, also die Veranlagung in unterschiedliche Anlageklassen wie Aktien und Anleihen, wieder ins Zentrum der Überlegungen. Die Zeiten, in denen man sich in wenig bekannten Nischen der Märkte nach Renditepotenzial umsehen musste, um nicht ins Hintertreffen zu geraten, sind erst einmal vorbei. Mit dem höheren Renditeniveau können die festverzinslichen Teile des Portfolios wieder auskömmliche Performancebeiträge liefern. Durch die Umschichtung von Vermögen aus Festgeldanlagen in länger laufende Rentenpapiere kann das Wiederanlagerisiko reduziert werden. Insbesondere Anleger und Investoren, die bereits in den kommenden Monaten mit Zinssenkungen rechnen, können eine solche Umschichtung ins Auge fassen. Ein sinkendes Renditeumfeld könnte darüber hinaus auch Kursgewinne bei Anleihen mit sich bringen. Nichtsdestotrotz ist nicht gänzlich auszuschließen, dass die Markterwartungen wieder drehen und ein Schwenk in der Geldpolitik länger als derzeit vermutet auf sich warten lassen könnte, auch wenn die Risiken für ein solches Szenario abgenommen haben.

Darüber hinaus sehen wir für Aktien im Basisszenario für das kommende Jahr – trotz unserer Einschätzung einer potenziell starken Performance von Rentenpapieren und des bereits angesprochenen Risikos einer begrenzten Wachstumsdelle – ein höheres Renditepotenzial. Deswegen sollte man auch die Aktienseite der Portfolios nicht vernachlässigen, ohne dabei ein selektives Vorgehen aufzugeben. Eine Investition in Aktien von Unternehmen aus sehr zyklischen Branchen erscheint aufgrund der erwarteten Wachstumsabkühlung noch etwas zu früh. Solche Aktien könnten eventuell im Verlauf der zweiten Jahreshälfte in den Fokus geraten, sollte die Abkühlungsphase dann hinter uns liegen. Länger als gemeinhin erwartet höhere Zinssätze könnte das Bewertungswachstum jedoch bremsen. Im Falle einer langanhaltenden, tiefen Rezession (von der wir aktuell nicht ausgehen) würden die Kurse von Aktien unter Druck geraten und könnten deutlich unter den gesteckten Ertragserwartungen liegen.

Im Rentenbereich erscheinen angesichts eines moderaten, aber stabilen Wirtschaftswachstums insbesondere Unternehmensanleihen mit guter Bonität (Investment Grade) attraktiv. Auch hier gilt, dass es für aggressivere Positionierungen, etwa im Segment der Hochzinsanleihen, vermutlich noch zu früh ist. Das Risiko einer spürbaren wirtschaftlichen Abkühlung, das auch die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen mit guter Bonität nach oben treiben könnte, schätzen wir derzeit als gering ein. Im Währungsbereich ist wegen der vermutlich halbwegs synchron verlaufenden Zinssenkungspolitik über die Währungsräume der großen Industrienationen hinweg nicht mit signifikanten Währungsschwankungen zu rechnen, wobei der Euro 2024 ein moderates Aufwärtspotenzial gegenüber dem US-Dollar haben könnte.

Das heißt: Vieles spricht unserer Einschätzung nach dafür, dass Anleger und Investoren vorsichtig optimistisch aufs neue Jahr blicken können. Die Aussichten für die wichtigsten Anlageklassen erscheinen trotz zahlreicher Herausforderungen jedenfalls durchaus konstruktiv.

**Manuela D’Onofrio**, *Head of Group Investment Strategy*

**Philip Giskdakakis**, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

**Alessandro Caviglia**, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

**Oliver Prinz**, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*



# Im Fokus

## Megatrends – Was wir für die Zukunft erwarten

Die Weltwirtschaft unterliegt mächtigen Veränderungskräften, die wir als Megatrends bezeichnen. Diese Trends haben das Potenzial, die Art und Weise, wie die Welt sich wirtschaftlich entwickelt, tiefgreifend zu beeinflussen – nicht nur dahingehend, welche Prioritäten in Politik und Gesellschaft gesetzt werden, sondern auch als Triebkräfte für Innovationen und die Neugestaltung von Geschäftsmodellen. Ihr Einfluss erstreckt sich über den Lebensstil und die Konsumgewohnheiten der privaten Haushalte hinaus und wirkt sich auch auf politische Entscheidungen und Unternehmensstrategien aus. Für unsere Anlagestrategie haben die sieben nachfolgenden Megatrends, die eng miteinander verknüpft und interdependent sind, eine besondere Bedeutung. Ihre Implikationen sind weitreichend und vielfältig. Sie bieten sowohl enorme Chancen, die es zu nutzen gilt, als auch Risiken, die richtig eingeschätzt werden sollten. Die Komplexität der Herausforderungen, die sich aus diesen Megatrends ergeben, erfordert umfassende Lösungen für Wirtschaft und Gesellschaft gleichermaßen. Wir glauben, dass ihnen ein enormes Wachstumspotential innewohnt. Daher richten wir traditionelle Portfolios sukzessive an diesen Megatrends aus, um so eine erkennbare Outperformance erzielen zu können.

### I. “HIGHER FOR LONGER”

Seit fast zwei Jahren bekämpfen die Notenbanken die stark gestiegene Inflation mit einer deutlichen Straffung der Geldpolitik. Bei vielen Anleiheklassen sind die Renditen durch die deutlichen Zinsanstiege heute wieder sehr ansprechend. Das mit dem Etikett „Higher for Longer“ versehene derzeitige Zinsumfeld wird auch 2024 das zentrale Leitmotiv für die meisten Anlageklassen bleiben, auch wenn davon auszugehen ist, dass sowohl Fed als auch EZB den Zinsgipfel erreicht haben und bis Mitte des Jahres Zinssenkungen einleiten könnten. Ein nicht unerheblicher Teil der Emissionen von Staatsanleihen liegt wieder über der aktuell eingepreisten Inflationserwartung. Damit sind wieder positive Realrenditen (Renditen abzüglich der Inflationsrate) im sichersten aller Segmente möglich. Man kann also getrost von einer Zeitenwende sprechen: Der Zins ist zurück, und Anleihen sind entsprechend wieder ein Vermögensbaustein mit interessantem Ertrags-Risiko-Profil.

### II. GEOPOLITIK: FOKUS AUF EIN „NEUES“ JAPAN

In geopolitischer Hinsicht wird Asien zu einer Region, die (wieder einmal) mehr Aufmerksamkeit verdient. Was das De-Risking in den Portfolien betrifft, so haben ausländische Anleger ihre Bestände an chinesischen Aktien angesichts der zunehmenden Probleme des Landes (unter anderem der Immobilienkrise kurzfristig und einer alternden Bevölkerung mittel- bis langfristig) reduziert. Diese Umschichtungen erfolgen insbesondere zu Gunsten von Indien unter den Schwellenländern und Japan unter den Industrieländern. Japan scheint die jahrzehntelange Phase der Deflation dank eines steigenden Lohnwachstums und einer anziehenden Inflation hinter sich zu lassen, während die Risiken einer restriktiven Geldpolitik der japanischen Notenbank (Bank of Japan, BoJ) und einer starken Aufwertung des japanischen Yen bisher überschaubar erscheinen. Die BoJ hat ihre Politik zur Steuerung der Renditekurve vorerst nur leicht angepasst. Auch der Anstieg der Unternehmensgewinne und die Reform der Tokioter Börse, die Aktienrückkäufe begünstigen, sprechen für japanische Aktien.

### III. KLIMAWANDEL

Der Klimawandel ist eine Herausforderung von beispiellosem Ausmaß und erfordert koordinierte Anstrengungen auf globaler Ebene. Gleichzeitig lässt die grüne Transformation neue Wirtschaftszweige und Arbeitsplätze entstehen – und bietet erhebliche Investitionsmöglichkeiten. Denn der Bedarf an innovativen Lösungen erfordert verstärkte Anstrengungen in Forschung und Entwicklung. Investitionen in grüne Technologien können dazu beitragen, den Übergang zu einer kohlenstoffarmen bzw. -freien Wirtschaft zu beschleunigen. Dementsprechend können sich Investitionen in Unternehmen, die Produkte und Dienstleistungen zur Steigerung der Energieeffizienz anbieten, perspektivisch auszahlen. Mit dem steigenden Interesse an Elektrofahrzeugen wachsen auch die Investitionsmöglichkeiten im Bereich Elektromobilität. Darüber hinaus steht zu erwarten, dass Investitionen in Infrastruktur, Technologien und Dienstleistungen zur Anpassung an die Auswirkungen des Klimawandels an Bedeutung gewinnen, ebenso wie Investitionen in Lösungen zur Bewältigung von Wasserknappheit und -verschmutzung.

### IV. TECHNOLOGISCHE INNOVATIONEN

Technologische Innovationen entstehen und entwickeln sich nicht linear. Meistens beginnen sie langsam, aber sobald die Rückkopplungsmechanismen, die rasche und unerwartete Veränderungen ermöglichen, aktiviert werden, nehmen sie schnell einen exponentiellen Verlauf. Die Folgen dieses Prozesses, der mit einer Konvergenz der Technologien beginnt, erstrecken sich nicht nur auf alle Wirtschaftssektoren, sondern auf die Gesellschaft insgesamt. Eine Vielzahl von Wechselwirkungen, die vor und nach dem Aufkommen der Innovation zum Tragen kommen, durchdringt und beeinflusst letztlich jeden Aspekt des täglichen Lebens. Die technologische Konvergenz von Hardware, Cloud und künstlicher Intelligenz (KI) wird den Wandel in Branchen, Sektoren und im gesellschaftlichen Leben noch stärker vorantreiben – nach unserem Ermessen zum Besseren. Diese Entwicklung birgt auch aus Investitionsperspektive großes Wachstumspotenzial.

### V. GLEICHHEIT

Ungleichheiten zwischen sozialen Gruppen, etwa bei der Einkommensverteilung, sind in Industrie- und Entwicklungsländern gleichermaßen weit verbreitet. Im wirtschaftlichen Kontext gewinnt die Förderung von Vielfalt, Gleichheit und Inklusion zunehmend an Bedeutung, denn mittlerweile ist unumstritten, dass Unternehmen, die nicht aktiv auf diese Faktoren setzen, entscheidende Wettbewerbsvorteile einbüßen, insbesondere in Zeiten eines wachsenden Fachkräftemangels. Sie laufen Gefahr, den globalen Wettbewerb um Talente zu verlieren und vom Markt abgehängt zu werden. Anders ausgedrückt: Ungleichheit und der Mangel an Vielfalt stellen für Unternehmen ein finanzielles Risiko dar. Dagegen anzugehen, birgt gleichzeitig ein enormes Wachstumspotenzial. Entsprechend können Investitionen in Unternehmen oder Projekte, die zur Bekämpfung von Ungleichheit beitragen oder von diesem Trend profitieren, nicht nur positive soziale Auswirkungen haben, sondern auch interessante Renditen bieten.

### VI. GESUNDER LEBENSSTIL

Die Betonung eines gesunden Lebensstils hat allmählich zugenommen, und mit der Corona-Pandemie kam es zu einem erheblichen Wandel in der Wahrnehmung und Priorisierung des individuellen Wohlbefindens. Die Gesundheitskrise wirkte als Katalysator, was unter anderem in einem gesteigerten Interesse an nährstoffreichen Lebensmitteln, einer Zunahme der sportlichen Betätigung (zu Hause) und einer stärkeren Konzentration auf die psychische Gesundheit zum Ausdruck kommt. Dieser Trend spiegelt das kollektive Bewusstsein wider, dass Investitionen in die Gesundheit für eine nachhaltige Zukunft unverzichtbar sind, und hat die Bereitschaft der Verbraucher erhöht, entsprechende Produkte und Dienstleistungen zu kaufen. Gleichzeitig haben die Alterung der Bevölkerung und die hohe Nachfrage nach qualitativ hochwertiger Pflege zu einem Anstieg der Gesundheitskosten geführt. Regierungen sehen sich in der Pflicht, die Suche nach innovativen Lösungen zu unterstützen. Daraus können sich interessante Investitionsmöglichkeiten ergeben.

### VII. INFRASTRUKTUR 2.0

Vor dem Hintergrund der Aussicht, dass die großen Zentralbanken die Zinssätze voraussichtlich gegen Mitte des Jahres 2024 lockern dürften, bekräftigen wir die langfristige Bedeutung von Investitionen in die „Infrastruktur 2.0“ – einen „Metatrend“, dessen Wachstum eng mit der Entwicklung von Sektoren wie Technologie (z.B. Breitbandinfrastruktur), Klimaschutz (umweltfreundlicher Verkehr, Stromnetze usw.) oder auch Bildung und Gesundheit (Bau von Schulen und Krankenhäusern) verbunden ist. Die erforderlichen Ausgaben der öffentlichen Hand in eine verlässliche, nachhaltige Infrastruktur umfassen nicht nur Straßen, Brücken, Häfen, Flughäfen, Nahverkehr und Eisenbahnen, sondern auch das Hochgeschwindigkeitsinternet, das Stromnetz und die Wasserversorgung sowie Investitionen in den Klimaschutz. Sie sollen und werden auch signifikante private Investitionen nach sich ziehen.

# Wirtschaft und Märkte

## Wachstumsausblick: „Sanfte Landung“ der Weltwirtschaft

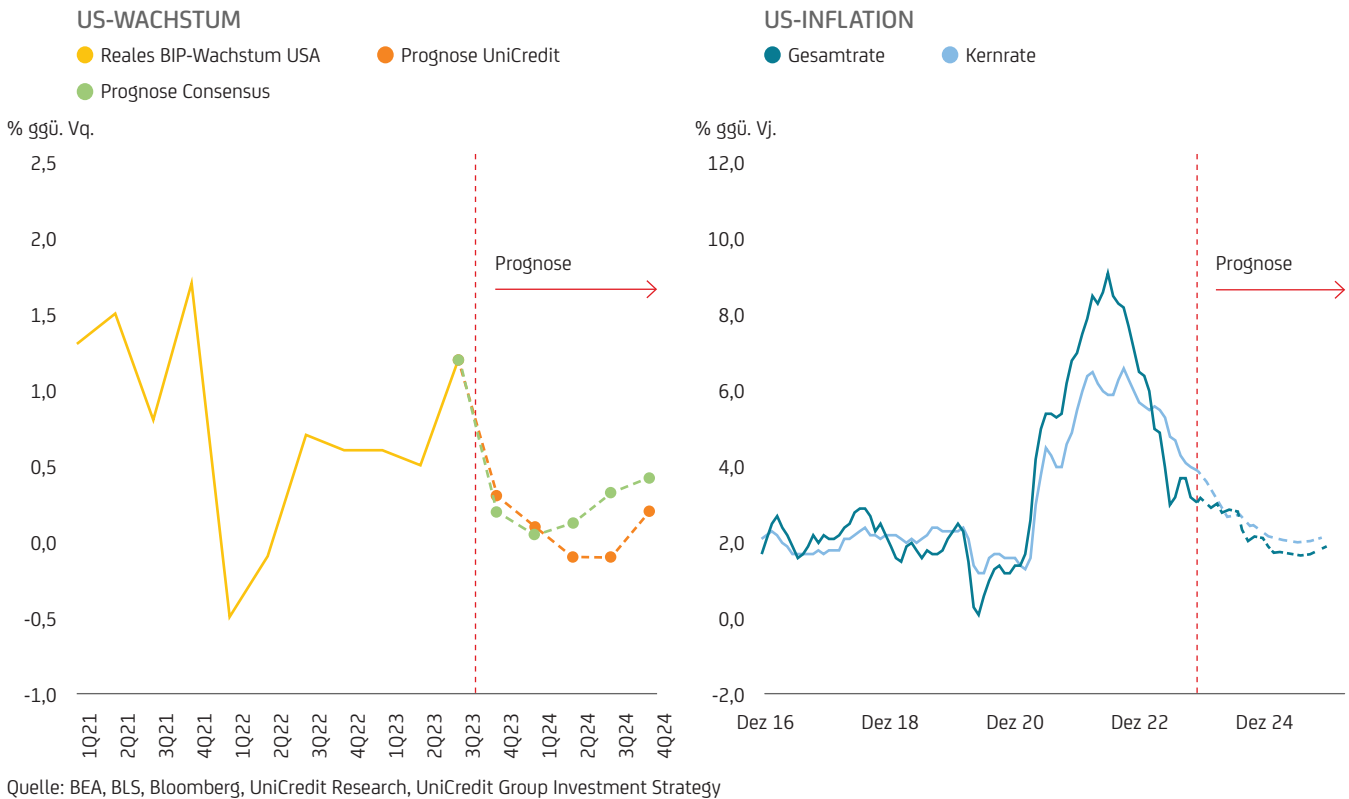
Das globale Wirtschaftswachstum dürfte sich weiter von 3,0 % in diesem auf 2,7 % im kommenden Jahr verlangsamen, da die Zinserhöhungen der Zentralbanken allmählich in der Wirtschaft ankommen und wichtige Unterstützungsfaktoren wegfallen. Die Überschussersparnis der privaten Haushalte ist im Euroraum weitgehend aufgebraucht und auch in den USA deutlich geschrumpft. Zudem dürfte die Fiskalpolitik weniger stützend wirken als im vergangenen Jahr. In China wird die wirtschaftliche Schwäche angesichts eines deflationären Immobilienmarktes und einer sich verschlechternden demografischen Entwicklung wohl noch eine Zeit lang anhalten. Dennoch halten wir eine harte Landung der Weltwirtschaft für unwahrscheinlich. Die Haushaltsbilanzen des privaten Sektors sind nach wie vor recht solide, der erwartete Anstieg der Arbeitslosigkeit dürfte moderater ausfallen als in früheren Abschwung-Phasen, und wir sehen erste Anzeichen für eine mögliche Bodenbildung im Welthandel. Es bestehen aber auch Abwärtsrisiken: Neben der weltweit angespannten geopolitischen Lage (Nahost-Konflikt, Russland-Ukraine-Konflikt und Spannungen zwischen China und den USA) bleibt unklar, inwieweit sich die verzögerten Auswirkungen der aggressiven geldpolitischen Straffung der letzten anderthalb Jahre in der Wirtschaft materialisieren werden.

### US-WIRTSCHAFT VOR ABSCHWÄCHUNG, WACHSTUMSBESSERUNG GEGEN ENDE 2024

In den USA erwarten wir sowohl 2024 als auch 2025 ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 1,0 %, nach 2,4 % in diesem Jahr. Auf Quartalsbasis dürfte das Wachstum im nächsten Jahr weitgehend stagnieren, bevor es sich 2025 wieder erholt, aber dennoch unter seinem langfristigen Wachstumstrend bleibt. Die Verlangsamung im nächsten Jahr dürfte vor allem auf den geringeren Puffer an Überschussersparnissen sowie auf die verzögerten Auswirkungen der Straffung der Geldpolitik zurückzuführen sein. Auch von der Fiskalpolitik dürften kaum unterstützende Impulse ausgehen. Auf der Inflationsseite erwarten wir, dass die Teuerung bis Ende 2024 auf rund 2 % zurückgeht, wobei auch die Kerninflation ein bis zwei Quartale später diesen Wert erreichen sollte. Vor allem die Teuerung im Dienstleistungssektor sorgt für eine hartnäckige hohe Kerninflation. Weitere Fortschritte sind jedoch bei der Disinflation im Wohnungssektor (wo die Neuvermietungen auf eine deutliche Disinflation der offiziellen Durchschnittsmieten hindeuten) und bei der Inflation der Dienstleistungen außerhalb des Wohnungssektors zu erwarten. Letzteres dürfte insbesondere auf die weitere Abschwächung am Arbeitsmarkt zurückzuführen sein.

Was die Geldpolitik betrifft, so rechnen wir nicht mehr mit weiteren Zinserhöhungen durch die US-Notenbank. Der nächste Zinsschritt dürfte eine Zinssenkung sein. Angesichts der zuletzt robusten Konjunktur erwarten wir die erste Zinssenkung aber nicht vor Juni 2024. Bevor die Fed die Zinsen dauerhaft senkt, wird sie wahrscheinlich sicherstellen, dass die Kerninflation nachhaltig zurückgeht und sich der Arbeitsmarkt weiter abschwächt. Normalerweise müsste sie aufgrund der Wirkungsverzögerung ihrer Geldpolitik deutlich vor Erreichen einer Inflationsrate von 2 % handeln. Sie hat jedoch erklärt, dass sie den tatsächlichen Konjunkturdaten mehr Gewicht beimessen wird als den Prognosemodellen. Wir erwarten eine Zinssenkung um 25 Basispunkte (Bp) pro Sitzung von Juni bis Dezember 2024, gefolgt von einer Senkung bei jeder zweiten Sitzung bis Ende 2025. Dies würde bedeuten, dass das Zielband für den Leitzins bis Ende 2025 bei 3,00 % bis 3,25 % liegt.

## 1. US-KONJUNKTUR SCHWÄCHT SICH AB, INFLATION GEHT WEITER ZURÜCK



Ein weiteres wichtiges Thema für die Finanzmärkte wird 2024 die Wahl des US-Präsidenten sein. Sie findet am 5. November 2024 statt, ebenso wie die komplette Neuwahl des Repräsentantenhauses und die Wahl von 33 der 100 Senatoren. Während die Demokratische Partei den amtierenden Präsidenten Joe Biden als ihren Kandidaten unterstützt, wird die Republikanische Partei ihre Vorwahlen zwischen Januar und Juni abhalten. Sofern es keine rechtlichen Hindernisse aufgrund laufender Gerichtsverfahren gibt, dürfte der ehemalige US-Präsident Donald Trump der Kandidat der Republikanischen Partei werden. Auch wenn es noch zu früh ist, aussagekräftige Prognosen über einen möglichen Wahlsieger abzugeben, deuten die nationalen Meinungsumfragen derzeit auf einen knappen Vorsprung von Donald Trump vor dem derzeitigen Amtsinhaber Joe Biden hin. Auch die Kongresswahlen sind mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet. Sie dürften mit Blick auf die Frage, wie viel von der Agenda des neuen Präsidenten umgesetzt werden kann, entscheidende Bedeutung haben. Derzeit verfügen die Demokraten im Senat über eine Mehrheit von 51 zu 49 Stimmen, während das Repräsentantenhaus knapp von den Republikanern kontrolliert wird. Jüngste Meinungsumfragen deuten darauf hin, dass eine Spaltung des Kongresses sehr wahrscheinlich ist, wobei der Senat an die Republikaner und das Repräsentantenhaus an die Demokraten fallen könnte.

## WIRTSCHAFT IM EURORAUM DÜRFTE STAGNATION IM LAUFE VON 2024 ÜBERWINDEN

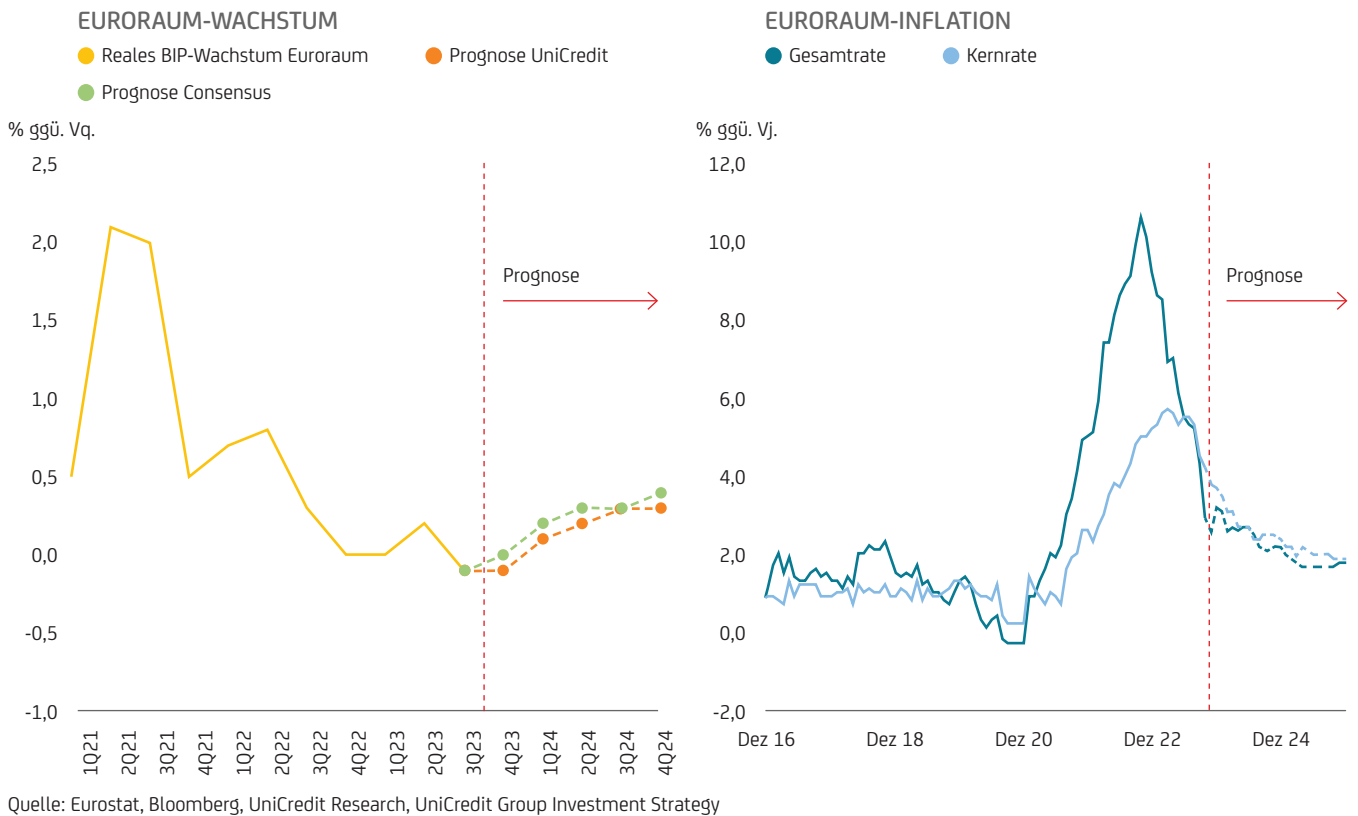
Wir erwarten, dass die Wirtschaft im Euroraum im kommenden Jahr mit 0,5 % genauso stark wachsen wird wie 2023. Die Umfrageindikatoren deuten an, dass das BIP im vierten Quartal dieses Jahres stagnieren oder moderat schrumpfen wird. Die Belastungsfaktoren dürften auch 2024 bestehen bleiben, da die EZB ihre restriktive Geldpolitik fortsetzen wird (zumindest in der ersten Jahreshälfte), während die Ersparnisüberschüsse der privaten Haushalte weitgehend aufgebraucht sind. Auch die Fiskalpolitik dürfte weniger expansiv sein als in den Vorjahren, was den Konsum belasten wird. Unterstützend dürften hingegen die Disinflation und eine mögliche Belebung des Welthandels wirken. Für 2025 erwarten wir im Euroraum wieder ein beschleunigtes Wachstum von 1,2 %. Die Inflation im Euroraum hat sich in den letzten Monaten in allen Preiskategorien weiter abgeschwächt. Dabei haben die Preise für Basiskonsumgüter und Nahrungsmittel den größten Einfluss auf die Verlangsamung der Inflation (ohne die Preiskomponente Energie). Auch die Preise für Dienstleistungen bewegen sich in die richtige Richtung, wenngleich sie aufgrund der Lohnerhöhungen in diesem Sektor hartnäckiger bleiben werden. Wir gehen davon aus, dass sich die Gesamtinflation bis Ende 2024 der Marke von 2 % annähern und 2025 darunterfallen wird. Die Kerninflation wird sich vermutlich langsamer abschwächen und erst 2025 bei rund 2 % liegen.



Das gedämpfte Wachstum und die sich ausbreitende Disinflation machen es sehr wahrscheinlich, dass die EZB den Zinsgipfel erreicht hat. Daher sollte sie im kommenden Jahr mit Zinssenkungen beginnen, wenn klar ist, dass das Lohnwachstum einen nachhaltigen Abwärtstrend eingeschlagen hat, der mit ihrem Inflationsziel von 2 % vereinbar ist. Mitte 2024 scheint der frühestmögliche Zeitpunkt für die EZB zu sein, eine Zinswende einzuleiten. Dabei dürfte sie nur schrittweise mit dem Lockerungszyklus voranschreiten, da die Unsicherheit darüber groß ist, welches Zinsniveau mit einer weitgehend **neutralen Haltung**<sup>3</sup> vereinbar ist. Wir rechnen mit vierteljährlichen Zinssenkungen um 25 Bp, womit der Einlagensatz bis Ende 2024 auf 3,25 % und bis Ende 2025 auf 2,25 % sinken würde.

<sup>3</sup>Unter neutraler Haltung versteht man den Grad der geldpolitischen Ausrichtung, der mit einem neutralen Zinssatz vereinbar ist. Dabei ist der neutrale Zinssatz ist derjenige Zinssatz, der die wirtschaftliche Aktivität und die Inflation eines Landes weder belebt noch abschwächt.

## 2. KONJUNKTUR IM EURORAUM DÜRFTE 2024 WIEDER AN FAHRT GEWINNEN, DISINFLATIONSTREND HÄLT AN



## CHINA: STRUKTURELLE FAKTOREN BELASTEN WACHSTUMSAUSBLICK

In China rechnen wir mit einer Verlangsamung des BIP-Wachstums auf 4,5 % im Jahr 2024 und 4,3 % im Jahr 2025, nach rund 5,2 % in diesem Jahr. Damit wird China zwar sein selbst gestecktes Wachstumsziel von 5 % in diesem Jahr erreichen, dennoch ist die konjunkturelle Erholung nach Aufhebung aller coronabedingten Restriktionen deutlich weniger dynamisch ausgefallen als vielfach erwartet. Einer der Gründe dafür liegt in der Zurückhaltung der chinesischen Verbraucher, deren Vertrauen auf den niedrigsten Stand seit 1991 gefallen ist. Dies drückt auf den Konsum und wird voraussichtlich bis in Jahr 2024 anhalten.

Eine Reihe von Faktoren belasten die Stimmung der Verbraucher. Zum einen hat die chinesische Regierung keine umfassenden fiskalischen Anreize zur Unterstützung des privaten Konsums angekündigt. Zudem sind rund 70 % des Vermögens der chinesischen Haushalte in Immobilien gebunden, so dass sinkende Immobilienwerte zu negativen Vermögenseffekten führen. Auch die zunehmende Regulierung in den Bereichen Immobilien, Bildung und Technologie belastet das Konsumvertrauen. Und aufgrund der historisch hohen Jugendarbeitslosigkeit trifft der wirtschaftliche Abschwung gerade die jüngere Generation, die eine besonders hohe Konsumneigung aufweist. All dies dürfte zur Folge haben, dass die konjunkturelle Erholung in China weniger dynamisch ausfällt als häufig in der Vergangenheit zu beobachten war.

Die fundamentale Wachstumsverlangsamung dürfte auch in den kommenden Jahren anhalten, da sich China weiter in der Transformation seines jahrzehntelangen exportorientierten Wachstumsmodells befindet. Größere fiskalische Stimulierungsmaßnahmen der Regierung zur Stärkung des Wachstums sind derzeit nicht in Sicht. Zudem ist China damit beschäftigt, die enormen Überkapazitäten im Immobiliensektor abzubauen, so dass größere Rettungspakete unwahrscheinlich sind, auch wenn die Regierung die Liquiditätsbedingungen für Immobilienentwickler weiter lockern wird, um mögliche Ansteckungsrisiken zu verringern. Schließlich ist die derzeitige Vertrauenskrise

zum Teil auf andere strukturelle Faktoren zurückzuführen, die durch Strukturreformen verbessert werden müssen – etwa ein schlecht entwickeltes soziales Sicherheitsnetz und Rentensystem.

## RÜCKBLICK FINANZMÄRKTE 2023: (TEILWEISE DEUTLICHE) ZUGEWINNE ÜBER DIE MEISTEN ASSETKLASSEN HINWEG

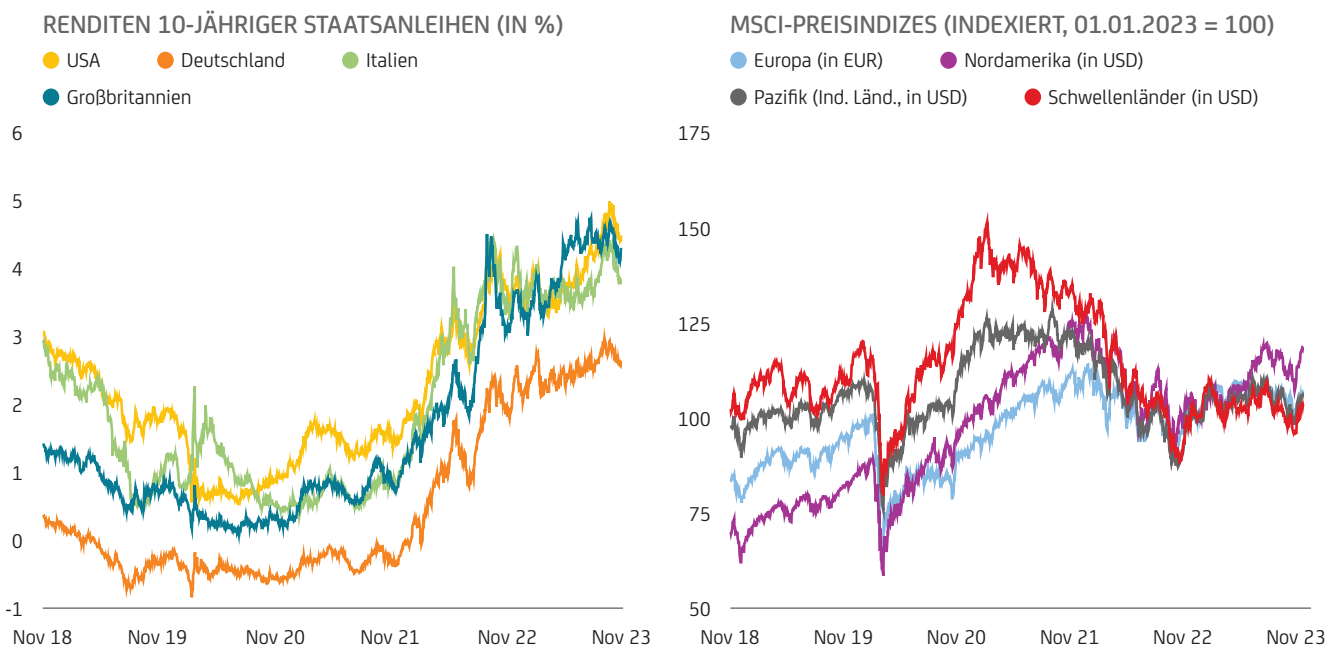
Obgleich die Finanzmärkte auch im Jahr 2023 von diversen Risiko-Szenarien geprägt waren, ging es nach der deutlichen Korrektur des vergangenen Jahres in diesem Jahr wieder aufwärts, da Investoren dazu übergingen, überschüssige freie Mittel wieder anzulegen.

Große Teile des festverzinslichen Universums konnten nach zwei aufeinanderfolgenden Jahren mit negativer Performance in diesem Jahr wieder positive Erträge generieren, obgleich die großen westlichen Zentralbanken ihre Geldpolitik im Jahr 2023 weiter deutlich gestrafft haben, um die Inflationserwartungen zu stabilisieren. Lange Zeit unterschätzten die Marktteilnehmer die nachhaltig restriktive Geldpolitik der meisten Notenbanken, was die Anleiherenditen zu Beginn des vierten Quartals vorübergehend auf langjährige Rekordstände steigen ließ (siehe Grafik 3). Seit einigen Wochen gewinnen Zinssenkungsfantasien aber wieder die Oberhand, was fallende Renditen mit sich bringt.

Die Performance von Aktien war zwar 2023 sehr volatil, mit vorübergehenden Abschlügen im zweistelligen Bereich, letztlich aber in weiten Teilen erfreulich. Die Turbulenzen im US-Regionalbankensektor und die Krise der Credit Suisse zogen im Frühjahr zunächst deutliche Wertverluste nach sich. Die Outperformance von US-Aktien im Gesamtjahr fußt wesentlich auf den „Glorreichen Sieben“<sup>4</sup> – der Hype um die Künstliche Intelligenz trieb die Kurse von Technologieaktien deutlich nach oben; die Performance des breiten Marktes (in den USA) war aber insgesamt weniger beeindruckend. Schwellenländer-Aktien wiederum waren, belastet durch den vorübergehenden Ausverkauf chinesischer Werte, auch im Vergleich zu europäischen Werten im Hintertreffen. Japanische Aktien konnten positiv überraschen und befinden sich im Aufwind. Letztlich dürften die meisten Aktienindizes das Jahr mit (teilweise zweistelligen) Gewinnen abschließen (siehe Grafik 3).

<sup>4</sup> Darunter versteht man die sieben amerikanischen Schwergewichte Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia und Tesla.

### 3. 2023 INSBESONDERE AN DEN AKTIENMÄRKTEN EIN JAHR DER ERHOLUNG



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt „passendste“ reale (echte) Bundesanleihe herangezogen und als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe genommen. Abgebildet ist die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit (Yield to maturity) unter folgenden Voraussetzungen: bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung sowie Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikoeinschätzungen der Anleger zu den jeweiligen Produkten bzw. Ländern wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die Indizes bzw. die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 25.11.2018-25.11.2023

Während der US-Dollar in diesem Jahr sehr empfindlich auf die Dynamik der US-Renditen reagierte, belasteten unterschiedliche Wachstumsperspektiven und Zinserwartungen zwischen dem Euroraum und den USA sowie geopolitische Unsicherheiten den Euro gegenüber dem US-Dollar (siehe Grafik 4), der zuletzt aber wieder nachgab.

Rohstoffe verloren nach zwei soliden Jahren, mit Ausnahme von Edelmetallen, in diesem Jahr etwas an Boden. Die langanhaltende Unsicherheit mit Blick auf die weitere Zinspolitik trug zur Volatilität bei, und die Produktionskürzungen durch die Länder der OPEC+ konnten die Erdölpreise nur zwischenzeitlich stützen (siehe Grafik 4). Allerdings wirkte sich der Rückgang der Rohstoffpreise und die abflauende globale Nachfrage (nach Erdöl) positiv auf die Disinflation der Produzenten- und Verbraucherpreise aus. Beim Erdgas war der starke Rückgang der TTF-Benchmark-Preise seit Sommer 2022 (siehe Grafik 4) in erster Linie auf die (geringere) Nachfrage zurückzuführen. Die Preisvolatilität hat in den zurückliegenden Monaten als Konsequenz einer Reihe von sich überlagernden Faktoren zugenommen, darunter außerordentliche Wartungsarbeiten an Gasanlagen in Norwegen, Streiks an **LNG-Terminals**<sup>5</sup> in Australien, der Krieg zwischen Israel und der Hamas sowie Sabotageakte an einer Pipeline zwischen Finnland und Estland.

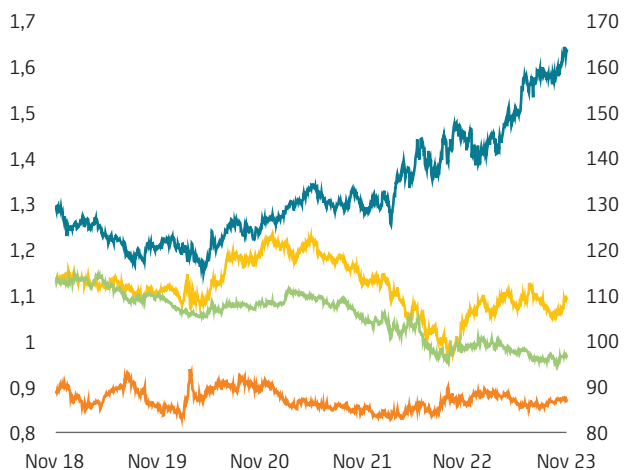
<sup>5</sup> LNG steht für Liquefied Natural Gas, also Flüssigerdgas.

Gold profitierte 2023 zwischenzeitlich von den Turbulenzen im Bankensektor (in den USA und der Schweiz), die den Goldpreis kurzfristig über die Marke von 2000 US-Dollar je Feinunze trieben. Allerdings lasteten die stark steigenden Zinsen und damit einhergehend stark steigende US-Renditen lange Zeit auf dem unverzinsten Edelmetall. Seit dem Terrorangriff der Hamas auf Israel befindet sich Gold aber wieder im Aufwind (siehe Grafik 4).

#### 4. ROHSTOFFE DURCH ZYKLISCHEN GEGENWIND BELASTET

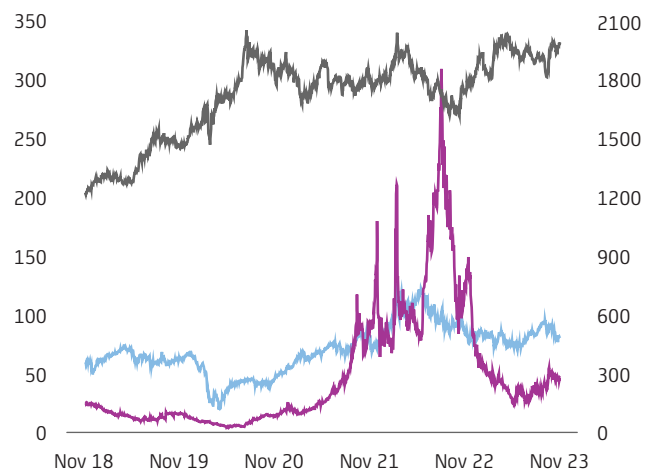
##### WECHSELKURSE

● EUR-USD ● EUR-GBP ● EUR-CHF ● EUR-YEN (RS)



##### ENTWICKLUNG VON ERDGAS- UND -ÖLPREISEN SOWIE GOLD

● Rohöl (Barrel Brent, in USD) ● Gold (Feinunze, in USD, RS)  
● TTF Erdgas-Terminkontrakt (in EUR/MWh)



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Währungen bzw. Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 25.11.2018-25.11.2023

### AUSBLICK FINANZMÄRKTE 2024: MITTELFRISTIGE RISIKO-RENDITE-ERWARTUNGEN HABEN SICH VERBESSERT

Die mittelfristigen Risiko-Rendite-Erwartungen haben sich dank der höchsten Anleiherenditen seit mehr als zehn Jahren und der etwas günstigeren Bewertungen von Aktien im Vergleich zu den letzten Jahren deutlich verbessert. Vor diesem Hintergrund steht zu erwarten, dass sich sowohl Anleihen als auch Aktien im kommenden Jahr konstruktiv entwickeln sollten, wenngleich erhebliche Risikoquellen nach wie vor nicht von der Hand zu weisen sind. Die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung müssen sich nämlich erst noch vollumfänglich materialisieren, während Rezessionsängste und erhöhte Refinanzierungsrisiken, neben den geopolitischen Spannungen, dazu beitragen dürften, dass die Stimmung insgesamt fragil bleibt.

Festverzinsliche Wertpapiere sollten im Jahr 2024 auf ruhigeres Fahrwasser zusteuern und Staatsanleihen positive Renditen liefern, da die Leitzinsen in den großen Volkswirtschaften nun ihren Höchststand erreicht haben dürften. Wir erwarten demzufolge im kommenden Jahr einen Rückgang der Anleiherenditen und einen Rückgang der Inversion der Renditekurve, da die Zentralbanken gegen Mitte des Jahres auf Zinssenkungen einschwenken dürften. Nichtsdestotrotz dürften die

Renditen weiterhin sehr sensibel auf eingehende makroökonomische Daten reagieren. Die 2-Jahres-Renditen könnten bis Ende des kommenden Jahres in Richtung 4 % (US-Treasuries) bzw. deutlich unter 3 % (Bunds) zurückgehen. Auch für das lange Ende der Renditen sehen wir eine Tendenz nach unten, deren Ausmaß jedoch schwieriger einzuschätzen ist und vermutlich weniger stark ausfallen dürfte. Eine gewisse Vorsicht in Bezug auf den möglichen Rückgang der langfristigen Renditen in den kommenden Quartalen scheint jedoch angezeigt. Ein Risiko besteht insbesondere darin, dass die Inflation wider Erwarten hartnäckig (hoch) bleibt und sich Zinssenkungen entsprechend verzögern könnten, womit dann auch am langen Ende mit erneuten Renditeanstiegen zu rechnen wäre. Falls im umgekehrten Fall die restriktive Geldpolitik zu einer deutlich ausgeprägteren Verlangsamung des Wachstums als erwartet führt und die Zentralbanken aggressivere Zinssenkungen vornehmen müssen, könnte dies zu einer ausgeprägteren Rallye führen, insbesondere am kurzen Ende.

Mit Blick auf Aktien ist davon auszugehen, dass das Marktumfeld im nächsten Jahr von einem recht geringen Wachstum der Unternehmensgewinne geprägt sein wird, wenngleich sich die Gewinn-schätzungen für die nächsten zwölf Monate immer noch in der Nähe ihrer Allzeithochs bewegen. Demzufolge basiert das Potenzial für einen erneuten Anstieg der Bewertungen im Jahr 2024 nach unserem Ermessen weniger im Gewinnwachstum als vielmehr in der Entwicklung der Zinsen, die ihren Höchststand hinter sich gelassen haben sollten. Wenn die Anleiherenditen wie erwartet im Laufe des Jahres allmählich sinken, wirkt sich dies positiv auf die Bewertungen (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) aus, da zukünftige Unternehmensgewinne mit einem niedrigeren Zinssatz abdiskontiert werden. Aktien dürften insbesondere dann zusätzliches Aufwärtspotenzial bieten, wenn der Trend zu niedrigeren Renditen und Anzeichen für eine wirtschaftliche Stabilisierung im Jahr 2025 deutlicher zum Tragen kommen. Es scheint daher nicht ausgeschlossen, dass die Aktienkurse im Euroraum im kommenden Jahr zweistellig zulegen. In den USA könnte das Aufwärtspotenzial aufgrund der allgemein höheren Zinssensitivität infolge der technologielastigen Branchenstruktur sogar noch etwas größer sein. Die stärker ausgeprägte Konjunktursensitivität der europäischen Wirtschaft könnte sich im Vergleich zu den USA auch 2024 noch als dämpfender Faktor erweisen.

Auf den US-Dollar sollte der zu erwartende Beginn des Lockerungszyklus durch die Fed unserer Einschätzung nach 2024 nur mäßig negative Auswirkungen haben. Auch das Wachstumsgefälle zwischen den USA und dem Euroraum dürfte eine Rallye des Euro gegenüber der US-amerikanischen Leitwährung ausbremsen. Dennoch sehen wir in diesem Umfeld weiteres, gemäßigt Aufwertungspotenzial des Euro gegenüber dem US-Dollar. Sollte die Fed jedoch länger als erwartet ihr derzeit restriktives Niveau beibehalten oder die EZB früher und in größerem Umfang in Richtung Zinssenkungen umschwenken, würde dies den Euro sicherlich spürbar belasten.

Erdöl könnte im kommenden Jahr von der Beschleunigung des globalen Wirtschaftswachstums im zweiten Halbjahr profitieren. Wir gehen davon aus, dass der Konflikt zwischen Israel und der Hamas lokal begrenzt bleibt und als solcher keine weiterhin größeren Auswirkungen auf den Ölmarkt haben wird. Sollte er sich aber ausweiten und andere regionale Akteure (insbesondere der Iran) eingreifen, würde dies mutmaßlich einen deutlichen Sprung der Brent-Preise nach oben zur Folge haben. Vermutlich würden in einem solchem Szenario aber die OPEC-Staaten mit stabilisierenden Maßnahmen einschreiten. Die Nachfrageaussichten von Erdgas dürften eine Reihe von Faktoren, wie z.B. Wetteranomalien, weiterhin belasten. Projektionen der EU-Agentur Copernicus zufolge wird die Wintersaison 2023-24 in Europa aufgrund des El-Niño-Wettereffekts voraussichtlich wärmer und feuchter als im Durchschnitt ausfallen. Aufgrund gesunkener Produktionskapazitäten in energieintensiven Sektoren, anhaltender Energieeffizienzgewinne und der wachsenden Bedeutung der Erneuerbaren Energien dürfte die europäische Gasnachfrage im Jahr 2024 deutlich unter dem Niveau vor Beginn des Krieges in der Ukraine verharren. Hinzu kommt, dass die europäischen Erdgasspeicher in diesem Jahr vor dem beginnenden Winter vollständig gefüllt sind.

Die Entwicklung des Goldpreises könnten die zu erwartenden Zinssenkungen im kommenden Jahr begünstigen. Unabhängig davon kann das Edelmetall als Depotbeimischung in einem Portfolio mit Blick auf die Risikostreuung stets hilfreich und angesichts der zahlreichen (potenziellen) Krisenherde ein wichtiger, stabiler Vermögensbaustein sein.

# Unsere Anlagestrategie

Anlage		Investmentuniversum	Unsere Positionierung		
			Untergewichten	Neutral Gewichten	Übergewichten
Anlageklassen		Aktien Global	○	●	○
		Anleihen Global <sup>1</sup>	○	○	●
		Geldmärkte	●	○	○
		Alternative Anlagen	○	●	○
Anlageklassen im Detail	Aktien	USA	○	●	○
		Europa	○	●	○
		Pazifischer Raum <sup>2</sup>	○	○	●
	Renten	Schwellenländer	○	●	○
		EWU Staatsanleihen	○	●	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen	○	●	○
		EURO Unternehmensanleihen <sup>3</sup>	○	○	●
		EURO Unternehmensanleihen (high yield)	●	○	○
	Rohstoffe	Schwellenländer-Anleihen (Harte Währung)	○	●	○
		Schwellenländer-Anleihen (Lokale Währung)	○	○	●
		Rohöl	○	●	○
		Gold	○	●	○

<sup>1</sup> Die Positionierung von Anleihen Global berücksichtigt sowohl das Exposure als auch die Duration relativ zur Benchmark.

<sup>2</sup> Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

<sup>3</sup> mit guter Bonität (Investment Grade)

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allokation

## AKTIEN

### AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Die Aktienmärkte zeigen sich robust. Sie reflektieren die Zuversicht von Anlegern und Investoren, dass eine harte Landung (also eine spürbare Rezession) vermieden werden kann und die großen westlichen Zentralbanken die zu erwartenden geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen bis Mitte 2024 einleiten könnten. Die verzögerten negativen Auswirkungen der aggressiven geldpolitischen Straffung müssen sich jedoch erst noch vollständig in der Wirtschaft bemerkbar machen. Der Konsum wiederum dürfte unter Druck geraten, da die überschüssigen Ersparnisse der Verbraucher (weiter) schwinden und der Arbeitsmarkt sich abkühlt. Wir behalten eine neutrale Gewichtung für globale Aktien bei.

### AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Die makroökonomische Dynamik im Euroraum schwächt sich ab, und der Kreditimpuls (der angibt, wie stark die Kreditexpansion die Wirtschaftsentwicklung treibt oder bremst) nähert sich den Tiefstständen der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise. Der Arbeitsmarkt bleibt jedoch solide, und die sinkende Inflation wird den Realeinkommen zugutekommen. Die nach wie vor vergleichsweise günstigen Bewertungen europäischer Aktien unterstützen diese europäische Anlageklasse, die entsprechend gute Opportunitäten für wert- und qualitätsorientierte Anleger bietet. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung.

### US-AKTIE: NEUTRAL

Die starke US-Wirtschaft und gute Ertragsergebnisse unterstützen US-Aktien. Die Bewertungen sind aber vergleichsweise hoch, und der S&P 500 Aktienindex weist nach der starken Performance der Technologiewerte in diesem Jahr weiterhin eine außergewöhnlich hohe Marktkonzentration auf. Die zu erwartenden Zinssenkungen im kommenden Jahr könnten insbesondere zinssensitive Segmente (wie Technologie) unterstützen. Insgesamt behalten wir eine neutrale Gewichtung bei.

### SCHWELLENLÄNDER-AKTIE: NEUTRAL

Das chinesische BIP lag im dritten Quartal dank gezielter fiskalischer Anreize zwar über den Konsensus-Erwartungen, aber die Krise des Immobiliensektors zieht weitere Kreise und wirkt belastend. Indische Werte erscheinen wegen der demographischen Entwicklung des Landes zunehmend interessant, die Bewertungen sind allerdings deutlich erhöht. In Lateinamerika entwickelt sich Brasilien aufgrund der Erwartung (weiterer) Zinssenkungen vor dem Hintergrund einer sich abkühlenden Inflation und von Steuerreformen zu einem Lichtblick. Politische Risiken und die starke Abhängigkeit der Wirtschaft von der Entwicklung von Rohstoffpreisen sollten jedoch im Auge behalten werden. Insgesamt bleiben die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien vergleichsweise günstig. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung, wobei ein selektives Vorgehen nach Ländern und Sektoren bei Schwellenländern unabdingbar bleibt.

### ASIEN-PAZIFIK-AKTIE (ENTWICKELTE MÄRKTE): ÜBERGEWICHTEN

Ein solides Lohnwachstum und die steigende Inflation – bei einer japanischen Zentralbank (Bank of Japan, BoJ), die gleichzeitig ihre lockere Geldpolitik fortsetzt – sind positive Faktoren für Japan, das die lange Phase der Deflation hinter sich gelassen zu haben scheint. Darüber hinaus ermutigen der Anstieg der Unternehmensgewinne und die Reform der Tokioter Börse Unternehmen zu umfangreichen Aktienrückkäufen, die sich positiv auf die Kurse auswirken sollten. Ein unerwartet rascher Schwenk der BoJ in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik dürfte japanische Aktien hingegen belasten. Insgesamt behalten wir ein Übergewicht bei.

## RENTEN

### RENTEN GLOBAL: ÜBERGEWICHTEN VON NEUTRAL

Infolge der im vergangenen Jahr massiv gestiegenen Renditen bieten globale Anleihen mittlerweile ein konkurrenzfähiges, interessantes Risiko-Ertrags-Profil, weshalb wir diese Anlageklasse von neutral auf Übergewichtet hochgestuft haben. Angesichts der zu erwartenden (vorübergehenden) Abschwächung des Wirtschaftswachstums und einer sich weiter abkühlenden Inflation halten wir unseren Qualitätsfokus bei der Selektion von Anleihen wie Euro-Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Staatsanleihen weiterhin für angemessen.

### EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Das gedämpfte makroökonomische Bild, die sich abkühlende Inflation und die Erwartung erster Zinssenkungen durch die EZB gegen Mitte 2024 lassen uns zunehmend konstruktiv auf dieser Anlageklasse blicken. Wir ziehen auch eine allmähliche Verlängerung der Duration (Restlaufzeiten) in Betracht, da sich die Teuerungsrate, abgesehen von einem kurzfristigen ungünstigen Basisseffekt, in einem Abwärtstrend befindet, behalten die neutrale Gewichtung aber bei.

### NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: NEUTRAL

Angesichts einer US-Wirtschaft, die sich weiterhin erstaunlich robust präsentiert, stützen die sinkende Inflation und Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die Fed mittelfristig (Mitte 2024) einen lockereren geldpolitischen Kurs einschlagen dürfte, Nicht-EWU-Staatsanleihen. Die Risiken einer weiteren geldpolitischen Straffung durch die Fed haben dank einer erfreulichen Inflationsentwicklung zuletzt nachgelassen; nichtsdestotrotz kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Zinsen länger als allgemein erwartet hoch bleiben. Wir bleiben bei einer neutralen Gewichtung dieser Anlageklasse.

## **EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN MIT GUTER BONITÄT (INVESTMENT GRADE): ÜBERGEWICHTEN**

Euro-Unternehmensanleihen werden durch die Widerstandsfähigkeit des Wirtschaftszyklus und die anhaltende Suche der Anleger nach Rendite unterstützt. Insgesamt dürften die Fundamentaldaten der Investment-Grade-Unternehmen dank gesunder Bilanzen, besser als erwartet ausgefallener Gewinne, hoher Liquiditätsbestände und eines im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt niedrigen Verschuldungsgrads solide bleiben. Der Renditevorteil gegenüber Staatsanleihen ist zuletzt jedoch gesunken und ein stärkerer wirtschaftlicher Abschwung könnte die Schwankung in diesem Anlagensegmente spürbar erhöhen. Wir behalten unser Übergewicht bei.

## **HOCHVERZINSLICHE EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN: UNTERGEWICHTEN**

Die Kreditaufschläge von hochverzinslichen (HY) Unternehmensanleihen berücksichtigen noch nicht in vollem Umfang die mögliche spürbare Abkühlung der Wirtschaft, insbesondere in den USA. Außerdem sind HY-Anleihen nicht ausreichend liquide und erscheinen deswegen in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus nach wie vor wenig interessant. HY-Anleihen bleiben daher untergewichtet.

## **SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (HARTE WÄHRUNG): NEUTRAL**

Schwellenländer-Anleihen in harter Währung bieten grundsätzlich eine interessante Carry (Renditevorteil gegenüber Euro-Staatsanleihen), aber unser Fokus liegt weiterhin auf qualitativ hochwertigen Anleihen. Bonitäts- und Fremdwährungsrisiko sollte bei einer Investition einkalkuliert werden. Wir bleiben defensiv und selektiv und meiden weiterhin Länder mit hoher Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit.

## **SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG): ÜBERGEWICHTEN**

Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung dürften von den Erwartungen der Marktteilnehmer eines Schwenks der Fed in Richtung einer lockeren Geldpolitik (Mitte 2024) und einer damit potenziell einhergehenden Schwächung des US-Dollars unterstützt sein. In Lateinamerika öffnet die sinkende Inflation den Zentralbanken die Tür zu einer Lockerung der Geldpolitik. Dabei gilt es zu beachten, dass die Entwicklungen der Schwellenländerwährungen, die oftmals hohe Schwankungen aufweisen, den potenziellen Ertrag jedoch merklich beeinträchtigen können.

## **GELDMARKT/LIQUIDITÄT: UNTERGEWICHTEN VON NEUTRAL**

Cash bietet grundsätzlich interessante Renditen, aber wir präferieren Anlagen in renditestärkere festverzinsliche Anlageklassen wie Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität, da wir erwarten, dass Fed und EZB ihre geldpolitischen Lockerungszyklen gegen Mitte 2024 beginnen werden. Wir haben Cash vor diesem Hintergrund auf Untergewichten heruntergestuft.

## **ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL**

Alternative Anlagen bieten nach wie vor Diversifikationspotenzial für das Portfolio. Sachwerte profitieren von ihrer Rolle als Instrumente der Inflationsabsicherung. Wir behalten unsere neutrale Gewichtung bei.

## **ROHSTOFFE: NEUTRAL**

Wir erwarten in der kurz- bis mittelfristigen Perspektive einen ausgeglicheneren Ölmarkt und sehen nach wie vor ein geringes Risiko einer größeren und weitreichenden Eskalation des Konflikts zwischen Israel und der Hamas. Wir behalten unsere neutrale Gewichtung bei.

## **GOLD: NEUTRAL**

Die mittel- bis langfristige Performance von Gold dürfte vor allem an der Entwicklung der US-Renditen hängen. Mittelfristig könnte das Edelmetall von sinkenden US-Zinsen profitieren. Anhaltend hohe Zinsen und ein weiterhin solides Wirtschaftswachstum würden den Goldpreis hingegen belasten, da andere Anlageklassen in einem solchen Umfeld eine interessante Alternative für Investoren darstellen. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung.

## **WÄHRUNGEN**

### **EUR-USD**

Wir erwarten einen leicht schwächeren US-Dollar. Die Fed dürfte die Zinsen 2024 und 2025 senken, aber das gedämpfte Wirtschaftswachstum außerhalb der USA und die Tatsache, dass auch die anderen großen westlichen Zentralbanken möglicherweise ihre Lockerungszyklen beginnen, sollten eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar begrenzen.



# Im Dialog

Unsere lokalen Chief Investment Officer (CIOs) im Austausch mit unseren Kunden

## Italien

### WIE SCHÄTZEN SIE DIE ENTWICKLUNG DES US-DOLLARS IM JAHR 2024 EIN?

Zu den wichtigsten Grundsätzen unserer Anlagephilosophie gehört der Aufbau von Portfolios mit globaler geografischer Ausrichtung. So können wir einerseits ein angemessenes Maß an Diversifizierung erreichen und andererseits die besten Investitionsmöglichkeiten auf der ganzen Welt nutzen.

Entsprechend gehen wir mit unseren Portfolios auch Positionen in Fremdwährungen ein, die sich aus Investitionen beispielsweise in den US-Aktienmarkt oder in Schwellenländern-Anleihen ergeben. Angesichts der großen Vielfalt an Instrumenten, die zur Verfügung stehen, insbesondere wenn Investitionen in Fonds oder ETFs getätigt werden, kann man wählen, ob man diese Instrumente währungsungesichert oder währungs-gesichert einsetzt. Es handelt sich also um eine aktive Entscheidung, die auch einen erheblichen Einfluss auf die Rendite der Position und des gesamten Portfolios haben kann. Wir dürfen nämlich nicht vergessen, dass das Währungsrisiko jenes Risiko ist, auf das man sich in der Regel am meisten konzentriert. Beim Aufbau eines Portfolios aus 50 gleich gewichteten US-Dollar-Instrumenten mit einer Gesamtgewichtung von 30 %, beispielsweise, hängt die Performance des Portfolios von den Bewegungen von 50 verschiedenen Kursen ab, von denen jeder einen Einfluss von 0,6 % hat. Hinzu kommt der Einfluss des US-Dollars, der jedoch mit 30% gewichtet wird. Daher ist es sinnvoll, einen Blick auf die Aussichten des US-Dollars zu werfen. Aktuell notierend bei 1,09 US-Dollar, hat er sich im Laufe des Jahres 2023 in einer Spanne von 1,05 bis 1,12 bewegt und könnte das Jahr, das er mit 1,06 eröffnet hat, mit leichten Verlusten beenden. Im Jahr 2023 hob die Fed die Zinsen weiter aggressiv an und verringerte ihre Bilanz um rund 2000 Mrd. US-Dollar. Die US-Wirtschaft wiederum hielt sich unter den Industrieländern am besten. Hinzu kamen im Laufe des Jahres eine Reihe von dramatischen Ereignissen finanzieller (Bankenzusammenbrüche in den USA und der Schweiz) oder geopolitischer (Angriff der Hamas auf Israel) Natur. All diese Faktoren hätten den US-Dollar theoretisch stützen müssen, doch sie führten nur zu einer vorübergehenden Aufwertung gegenüber dem Euro. Es gibt also offensichtlich andere, gegensätzliche Kräfte, die die Schwächung des US-Dollars vorantreiben. Versuchen wir zu analysieren, welche das sein könnten.

Die USA befinden sich in einer makroökonomischen Situation, die als Zwillingdefizit bezeichnet wird. Das staatliche Haushaltsdefizit liegt 2023 bei 8,2% und wird für 2024 auf 7,4% geschätzt. In beiden Fällen also mehr als doppelt so hoch wie im Euroraum. Bei der Leistungsbilanz liegt das Defizit im Jahr 2023 bei 3 % und im Jahr 2024 bei 2,7 %. Der Euroraum hingegen weist aufgrund der Exportorientierung seiner wichtigsten Volkswirtschaften einen Leistungsbilanzüberschuss auf. Diese Defizite bedeuten, dass ein konstanter und erheblicher Strom von US-Dollar die US-Wirtschaft verlässt, der von ausländischen Wirtschaftsakteuren eingesammelt wird. Diese können, Aktien an den amerikanischen Börsen und US-Staatsanleihen kaufen und so einen Gegenstrom erzeugen, der den Wert des US-Dollars konstant hält. Offensichtlich ist dieser Mechanismus aber nicht im Gleichgewicht und die vorherrschende Grundbewegung ist der Verkauf von US-Dollar zugunsten anderer Währungen. Dieses Phänomen wird wahrscheinlich auch durch den Wunsch der wichtigsten Zentralbanken der Schwellenländer (China, Brasilien, Indien, Südafrika) bestimmt, ihre Währungsreserven, die traditionell in Dollar gehalten werden, in einem geopolitischen Kontext zu diversifizieren, in dem der Widerstand gegen die Hegemonie der USA immer größer wird. Es



gibt nicht viele Währungen, die diese Ströme aufnehmen können, da große, diversifizierte Kapitalmärkte mit hoher Liquidität und großer Zuverlässigkeit benötigt werden. Die Finanzmärkte des Euroraums bieten diese Eigenschaften.

Die oben dargestellten Faktoren werden den EUR-USD-Wechselkurs weiterhin beeinflussen, mit einem zusätzlichen Schwächefaktor für den Dollar. Wir gehen davon aus, dass die US-Notenbank im Jahr 2024 die Zinsen ab dem zweiten Quartal aggressiver senken kann als die EZB, so dass die Differenz der kurzfristigen Zinssätze von derzeit 150 Bp (5,5 % Fed - 4 % EZB) auf etwa 100 Bp Ende 2024 sinken könnte (4,25 % Fed - 3,25 % EZB). Da dieses Niveau auch die Kosten für die Absicherung des Währungsrisikos für inländische Investoren bestimmt, die auf US-Dollar denominierte Instrumente kaufen, wird seine Abwertung die Absicherung wahrscheinlich attraktiver machen.

Um unsere Analyse zu vervollständigen, dürfen wir jedoch ein charakteristisches Verhalten des US-Dollars nicht außer Acht lassen: Er neigt dazu, in Korrekturphasen der amerikanischen Aktienmärkte stärker zu werden. Tatsächlich fiel die Periode der US-Dollar-Stärke im Jahr 2023 weitgehend mit einer Abwärtsbewegung an den Aktienmärkten zwischen Ende Juli und Ende Oktober zusammen.

Zusammenfassend gehen wir davon aus, dass sich der aktuelle Trend einer leichten Abschwächung des US-Dollars gegenüber dem Euro fortsetzen wird. Da wir jedoch das historische Verhalten des US-Dollars kennen, müssen wir versuchen, ein gutes Risikomanagement zu betreiben. Wenn wir Anleihen in US-Dollar kaufen, neigen wir deshalb dazu, das Wechselkursrisiko zumindest zum Teil abzusichern. Wenn wir jedoch Aktien an den US-Märkten kaufen, setzen wir uns lieber auch dem Wechselkursrisiko aus, da der Dollar im Falle einer Korrektur an den Aktienmärkten tendenziell aufwertet und somit den Gesamtrückgang der Position begrenzt.

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

# Österreich

## EIN HERAUSFORDERNDES JAHR GEHT ZU ENDE!

Nach dem beispiellosen Jahr 2022 war die Hoffnung an den Finanzmärkten groß, dass sich das Jahr 2023 von einer deutlich freundlicheren Seite zeigt.

Diese Hoffnung hat sich nur zum Teil erfüllt. Zwar zeigten sich viele Volkswirtschaften erstaunlich robust gegen die immer restriktivere Geldpolitik vieler großer westlicher Notenbanken. Doch die Resilienz steht auf einem brüchigen Fundament. Während die europäische Wirtschaft in eine Rezession gerutscht ist, könnte es der US-Wirtschaft gelingen, eine weiche Landung hinzulegen und ein negatives Wirtschaftswachstum zu vermeiden. Doch noch stehen sehr viele Fragezeichen hinter diesen Annahmen.

Die kommenden Quartale werden zeigen, wie sehr die geldpolitische Straffung die Realwirtschaft tatsächlich belasten wird. Noch profitieren viele Unternehmen von der historisch niedrigen Zinslast der letzten Jahre – für die nächsten Jahre ist mit wesentlich höheren Zinsausgaben zu rechnen.

An den Aktienmärkten zeigte sich schon im Verlauf dieses Jahres ein sehr uneinheitliches Bild. Einige wenige Unternehmen mit KI-Bezug (die so genannten „Glorreichen Sieben“, also Amazon, Alphabet (Google), Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia und Tesla), die ein hohes Gewicht in vielen Indizes genießen, eilten von einem Kurshöchststand zum nächsten und mutierten damit zum primären Treiber der positiven Entwicklung an den US-Börsen. Der breite Markt jedoch konnte im laufenden Jahr jedoch kaum überzeugen. Diese fehlende Marktbreite ist ungewöhnlich und birgt Risiken. Ein Blick in die Geschichte bestätigt, dass sehr einseitige Marktentwicklungen in den folgenden Jahren tendenziell eher wieder ausgeglichen werden.

Für eine positive Überraschung sorgten japanische Aktien. Ein verbessertes strukturelles Umfeld, starke Unternehmensberichte und eine günstige Bewertung haben das Interesse vieler langfristig orientierten Investoren geweckt. Getrübt wurden die deutlich höheren Erträge gegenüber anderen Aktienregionen lediglich von der schwachen Entwicklung des japanischen Yen.

Auch an den Anleihenmärkten war die Erwartung nach den Turbulenzen des vergangenen Jahres groß. Viele Anleger mussten im Jahresverlauf ihre verfrühten Zinssenkungshoffnungen begraben – zu hartnäckig war die Inflationsdynamik. Dennoch schafften die allermeisten Rentensegmente den Turnaround und erzielten im bisherigen Jahr eine leicht positive Performance. Die mittlerweile hohe laufende Verzinsung („Carry“) bietet einen ausreichenden Puffer, um leichte Renditeanstiege zu kompensieren.

Besonders Anleihen aus Schwellenländern in lokaler Währung dürften 2023 zu den Gewinnern zählen. Viele Schwellenländer haben während der Hochinflationphase sehr aggressiv ihre Zinsen erhöht. Der positive rückläufige Trend bei den Teuerungsraten ermöglicht vielen Zentralbanken in diesen Regionen nun eine rasche Zinswende. Erste Notenbanken haben bereits den Zinssenkungszyklus eingeläutet, mit steigenden Anleihenotierungen als logische Konsequenz.

Für das kommende Jahr bleiben wir vorsichtig optimistisch. Vor allem Zinspapiere dürften Nutznießer von aufkeimenden Zinssenkungsfantasien sein. Auch für Aktien könnte das nächste Jahr erfreulich verlaufen. Eine harte Landung der Wirtschaft dürfte vermieden werden, und niedrigere Zinsen und moderate Inflationszahlen dafür sorgen, dass sich ein aktienfreundliches Umfeld entwickelt. Risiken wie ein wieder stärker aufkeimender Preisauftrieb und ein Abgleiten der wirtschaftlichen Entwicklung in eine Rezession zählen nicht zu unserem Basisszenario. Sie müssen jedoch wachsam im Auge behalten werden. Wir wünschen all unseren Kunden ein erfolgreiches Anlagejahr 2024!

**OLIVER PRINZ**, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

### **WELCHE IMPLIKATIONEN HAT DAS JÜNGSTE URTEIL DES BUNDESVERFASSUNGSGERICHTS, INSBESONDERE MIT BLICK AUF DIE DEUTSCHE WIRTSCHAFT?**

Mitte November wurde die Bundesregierung vom Urteil des Bundesverfassungsgerichts kalt erwischt: Es untersagte die Umwidmung von ursprünglich für die Bekämpfung der Coronavirus-Pandemie vorgesehenen Mittel in Höhe von 60 Milliarden Euro (das sind rund 1,5 % des deutschen BIP), für den Klima- und Transformationsfonds (KTF), der unter anderem Programme für mehr Klimaschutz und die Entwicklung einer klimaneutralen Wirtschaft finanzieren soll. Auch die Ansiedlung von Technologien wie Halbleiter und Batterietechnik steht im Fokus. Gleichzeitig entschieden die Richter, dass der Staat grundsätzlich keine Notkredite für spätere Jahre reservieren darf. Die Bundesregierung hatte dies jedoch in mehreren Sonderfonds (neben dem KTF auch im Wirtschaftsstabilisierungsfonds) getan, unter anderem für die Energiepreisbremsen.

In seiner Regierungserklärung machte Bundeskanzler Olaf Scholz Ende November deutlich, dass Deutschland vor "Herausforderungen, wie unsere Republik sie in dieser Konzentration und Härte wohl noch nicht erlebt hat" stehe. Er blieb aber vage bei der Frage, wie die Ampelkoalition die nächsten zwei Jahre wirtschaften will. Die Positionen liegen dabei weit auseinander: Auf der einen Seite die FDP um Finanzminister Christian Lindner, die über ihren Schatten springen und die Schuldenbremse für 2023 noch einmal aussetzen musste – seit 2020 die vierte Aussetzung in Folge. Auf der anderen Seite SPD, die nach wie vor nicht bei sozialen Ausgaben kürzen möchte, und Grüne, für die die Klimaschutzprojekte, die aus dem KTF gefördert werden sollten, nicht zur Disposition stehen. Den Ampel-Parteien dürften entsprechend lange, intensive Debatten bevorstehen, in denen sie sich über die Ausgaben und Prioritäten für 2024 und darüber hinaus einigen müssen. Scholz will nun "vorhandene Spielräume im Haushalt" ausloten, "Schwerpunkte setzen", "natürlich auch Ausgaben beschränken", aber auch "kraftvoll in die Modernisierung Deutschlands investieren". Eine eindeutige Aussage, ob die Bundesregierung erneut beabsichtigt, 2024 eine Ausnahme zu erklären oder die Schuldenbremse einzuhalten, vermied er.

In ihrer aktuellen Herbstprognose rechnet die Bundesregierung damit, dass das BIP in diesem Jahr um 0,4 % sinken wird, während für das nächste Jahr bislang ein Anstieg von 1,3 % vorausgesagt wurde. Das Wegfallen der 60 Milliarden Euro könnte laut Bundesregierung für das nächste Jahr einen Rückgang des Wirtschaftswachstums um etwas mehr als 0,5 Prozentpunkte bedeuten. Auch wenn die Risiken, dass die deutsche Wirtschaft im Falle einer weiteren Straffung der Finanzpolitik in der Stagnation oder leichten Rezession stecken bleibt, zugenommen haben, erwarten wir für 2024 eine leichte Erholung mit einem BIP-Wachstum von 0,4 %. Sparmaßnahmen und fehlende Investitionen dürften das Wirtschaftswachstum dämpfen, während angesichts der Konjunkturlaute von staatlicher Seite fiskalpolitische Impulse eigentlich dringend notwendig sind. Die größere Gefahr liegt in den potenziell negativen Auswirkungen auf das längerfristige Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft – wenn die öffentlichen Investitionen nach Jahren, die bereits von zu geringen Ausgaben in den grünen Umbau des Landes geprägt waren, gekürzt werden. Denn das Beschneiden von Ausgaben für Investitionsprojekte, deren positive Effekte häufig erst (weit) in der Zukunft zu sehen sind, dürfte bei vielen Wählern auf weniger Widerstand stoßen als etwa eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge heute. Damit die Bundesrepublik nicht in eine hartnäckige Investitionskrise hineinfließt, müssen also Wege gefunden werden, wie das Land in seine Infrastruktur, die nachhaltige Transformation der Wirtschaft sowie in die Fähigkeiten seiner Bevölkerung investieren kann.

**PHILIP GISDAKIS**, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

## ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	27.11.22	27.11.18	27.11.19	27.11.20	27.11.21	27.11.22	27.11.18	01.01.23
Bis	27.11.23	27.11.19	27.11.20	27.11.21	27.11.22	27.11.23	27.11.23	27.11.23
<b>Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
MSCI World (in USD)	13,7	18,1	15,4	23,2	-13,8	13,7	67,6	17,9
MSCI Emerging Markets (in USD)	7,1	10,7	20,2	1,9	-22,4	7,1	15,4	5,0
MSCI US (in USD)	15,2	20,3	20,0	27,9	-14,8	15,2	85,3	20,7
MSCI Europe (in EUR)	7,7	18,2	-2,6	21,6	-4,4	7,7	48,7	11,6
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	7,5	12,4	19,8	2,9	-19,3	7,5	21,9	6,1
STOXX Europe 600 (in EUR)	7,5	18,9	-1,4	21,7	-5,6	7,5	49,1	11,4
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	9,8	17,5	0,7	14,8	-8,7	9,8	40,6	14,7
MSCI Italy (in EUR)	25,2	25,8	-5,6	18,9	-3,4	25,2	76,3	30,2
ATX (Österreich, in EUR)	4,4	9,5	-16,4	44,8	-10,0	4,4	28,2	9,1
SMI (Schweiz, in CHF)	-0,1	22,3	3,2	19,6	-7,7	-0,1	41,5	4,0
S&P 500 (USA, in USD)	14,9	20,0	17,5	28,4	-13,0	14,9	85,5	20,3
Nikkei (Japan, in JPY)	20,8	9,1	16,1	10,2	-2,0	20,8	69,5	30,7
CSI 300 (China, in Yuan)	-4,6	26,4	31,7	0,6	-21,2	-4,6	24,5	-7,1
<b>Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-1,6	15,2	11,9	-3,0	-15,0	-1,6	3,0	-0,9
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-0,1	10,2	7,8	-2,1	-12,0	-0,1	1,0	0,1
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	3,6	15,7	9,4	0,0	-14,6	3,6	10,8	3,6
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-2,0	7,9	2,4	-1,9	-17,2	-2,0	-12,7	3,0
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-1,7	9,2	4,0	-2,1	-15,4	-1,7	-8,1	2,8
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	3,0	6,5	2,5	-1,0	-12,9	3,0	-2,9	4,5
<b>Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	69	-128	-94	60	208	69	133	57
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	52	-118	-119	52	288	52	169	47
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	33	-148	-106	41	306	33	138	28
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	55	-72	-22	25	222	55	216	-4
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	68	-91	-39	28	227	68	200	3
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	29	-94	-29	35	321	29	259	-13
<b>Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)</b>								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-26	-29	2	-13	44	-26	-24	-24
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-63	-32	36	-71	120	-63	-37	-90
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-21	-29	-7	21	57	-21	14	-9
Euro-Unternehmensanleihen ICE BofA Euro High Yield)	-60	-119	27	-8	150	-60	-25	-62
<b>Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)</b>								
Libor (USD, 3 Monate)	92	-79	-168	-5	456	92	295	89
Euribor (EUR, 3 Monate)	203	-8	-13	-4	250	203	427	182
<b>Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)</b>								
US-Dollar (EUR-USD)	5,6	-2,8	8,3	-5,1	-7,6	5,6	-3,6	2,7
Britisches Pfund (EUR-GBP)	0,9	-3,7	5,0	-5,1	1,9	0,9	-2,0	-2,3
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-2,0	-2,9	-1,5	-3,4	-6,1	-2,0	-14,9	-2,1
Japanischer Yen (EUR-JPY)	12,6	-6,6	3,1	3,9	11,8	12,6	26,5	15,8
<b>Rohstoffe (Veränderung in %)</b>								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	14,2	19,0	19,2	-2,1	-2,0	14,2	56,2	10,2
Industriemetalle (GSCI, in USD)	-5,8	-2,6	19,2	28,2	-12,5	-5,8	22,8	-10,1
Gold (in USD pro Feinunze)	14,8	19,9	22,6	-0,6	-2,2	14,8	64,2	10,7
Röhlöl (Brent, in USD pro Fass)	-4,9	5,0	-23,7	52,6	2,1	-4,9	31,4	-5,8

Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Die Rendite bei Anlagen in Fremdwährungen kann auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt „passendste“ reale (echte) Bundesanleihe herangezogen und als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe genommen. Abgebildet ist die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit (Yield to maturity) unter folgenden Voraussetzungen: bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung sowie Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikoeinschätzungen der Anleger zu den jeweiligen Produkten bzw. Ländern wieder (höhere Renditechance=höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und/oder Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Quelle: Refinitiv Datastream. Stand: 27.11.23.

# Disclaimer

## **Wichtige rechtliche Information – bitte lesen.**

Unsere Darstellungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlungen der Bank dar. Diese Information genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die UniCredit Bank GmbH deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank GmbH kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Informationen dienen lediglich der Information im Rahmen der individuellen Beratung durch Ihren Berater und können diese nicht ersetzen. Alle Angaben sind ohne Gewähr.

Sofern in diesem Internetauftritt die UniCredit Bank AG genannt ist, handelt es sich dabei um die UniCredit Bank GmbH. Die UniCredit Bank AG hat ihre Rechtsform von einer AG in eine GmbH geändert und ist jetzt die UniCredit Bank GmbH. Sämtliche Inhalte dieses Internetauftritts sind trotz der Änderung der Rechtsform unverändert gültig. Die Umstellung von UniCredit Bank AG auf UniCredit Bank GmbH ist in diesem Internetauftritt bereits weitgehend vollzogen worden. Noch nicht aktualisierte Inhalte werden sukzessive angepasst.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 27. November 2023.



**UniCredit Bank GmbH**  
Client Solutions



**Address**  
Arabellastraße 12  
81925 München



**Kontakt**  
Investment Management & Strategy  
Dr. Philip Gisdakis  
+49 89 378-13228



**Online**  
[kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de](http://kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de)