



HRK LUNIS
Vermögensverwaltung

2024 Konjunktur- und Börsenblick

Wenn **Vermögensverwaltung**
in höchster Qualität gelebt wird.

hrklunis.de



THEMEN

Rückblick 2023

Ein gutes, aber auch sehr schwieriges Börsenjahr	3
Die Magnificent 7 treiben die Kurse	4 - 5
UBS übernimmt Credit Suisse	5
Neuer Wachstumsmarkt Künstliche Intelligenz	5 - 6
Inflation sinkt zum Jahresende überraschend stark	6
Gold auf einem neuen Höchststand	6
Bitcoin mit eindrucksvollem Comeback	6

Ausblick 2024

Wirtschaftliches Umfeld	7
Die globale Rezession blieb überraschend aus	7 - 8
Die Rezession ist nur verschoben	8 - 9
Das Sparpolster wird immer dünner	9 - 10
US-Wahl in 2024 besonders wichtig	10 - 11
USA	11 - 13
CHINA	13 - 15
EUROZONE	16 - 17
Kapitalmarktumfeld	18
US-Wirtschaft unerwartet stark	18 - 19
Erfolgreicher Kampf gegen die Inflation	19 - 20
Aktien	21 - 24
Anleihen	25 - 27
Rohstoffe	27 - 28
Währungen	29

Rückblick 2023

Ein gutes, aber auch sehr schwieriges Börsenjahr

Anfang 2023 saß der Schock tief. Nach einem miserablen Börsenjahr 2022 mit deutlich zweistelligen Verlusten bei den großen Aktienindizes – der MSCI World verlor 19,56 % – und einer historisch schlechten Entwicklung auf der Anleihenseite – US-Staatsanleihen verzeichneten die größten Verluste seit 1788 (!) – lag die Stimmung zum Jahreswechsel 2022/2023 am Boden. Kaum ein Experte blickte optimistisch auf das neue Börsenjahr, Skepsis überwog. Doch jetzt, zwölf Monate später, wissen

wir: Das zurückliegende Börsenjahr war ein gutes, zumindest was die Gesamtentwicklung der Indizes betrifft. Der globale MSCI World Aktienindex legte um 20,01 % zu, der S&P 500 um 22,92 und der EuroStoxx 50 um 20,19 %. Der DAX erreichte im Dezember mit 17.003,28 Punkten sogar ein neues Allzeithoch (alle Daten zum Redaktionsschluss am 15.12.2023). Auch auf der Anleihenseite herrschte wieder Sonnenschein. High-Yield-Anleihen, Unternehmensanleihen guter Qualität und US-Treasuries blicken auf ein gutes Jahr zurück.

So weit so gut, also? Nicht ganz. Denn so einfach, wie es vordergründig scheint, war das Börsenjahr 2023 keineswegs. Im Spannungsfeld von zunächst hohen Inflationsraten, steigenden Zinsen und Sorgen um die

Weltkonjunktur war die Wall Street von hohen Schwankungen gekennzeichnet. Nach einem zunächst sehr starken Jahresauftakt im Januar folgten sechs schwache Wochen, die die bisher erzielten Gewinne wieder zunichtemachten, bevor ab Mitte März eine sehr robuste Frühlings-/Sommerrally einsetzte. So stieg der S&P 500 bis Ende Juli um 20 %.

Als die Stimmung fast schon euphorisch war, folgte eine Phase der Ernüchterung. Zwischen Ende Juli und Ende Oktober verlor der US-Leitindex rund elf Prozent. Anschließend drehte sich der Wind wieder und die Aktienmärkte setzten zu einer fulminanten Jahresendrally an, die den S&P und andere Indizes wieder auf die Hochs vom Sommer hievten – oder darüber.

Performancezahlen 2023

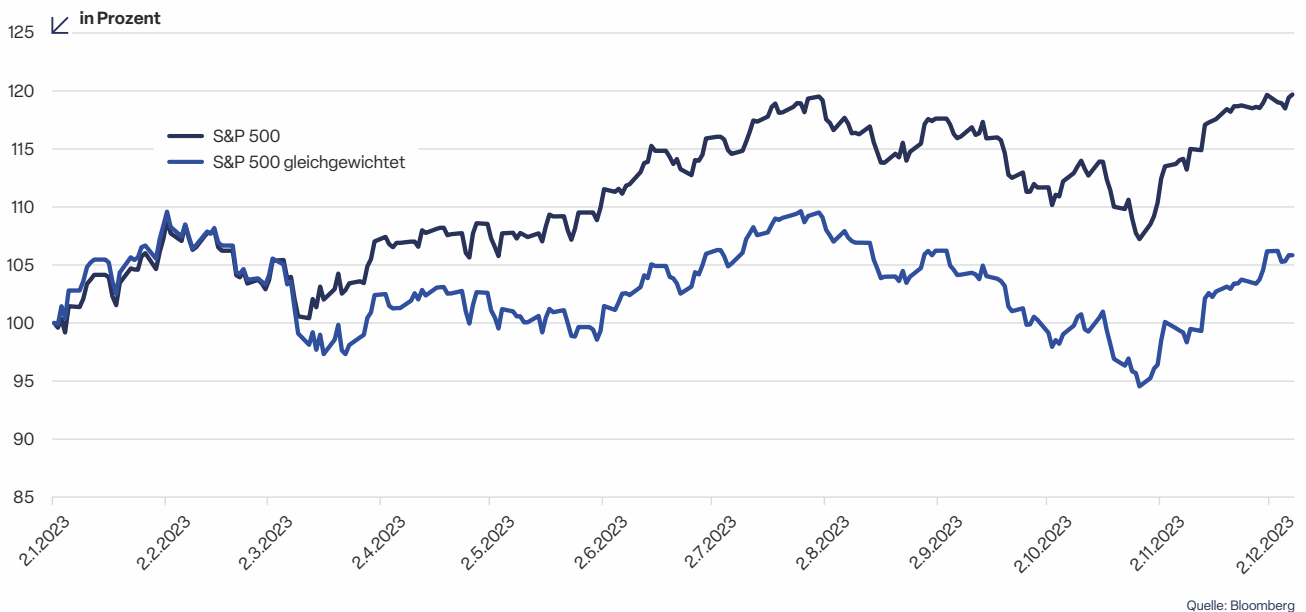
Index	Stand Ende 2022	Stand Ende 2023	Veränderung in Punkten	Veränderung in Prozent
DAX	13.923,59	16.847,04	2.923,45	21,00 %
MDAX	25.117,57	27.308,70	2.191,13	8,72 %
TecDAX	2.921,12	3.340,23	419,11	14,35 %
EuroStoxx50	3.793,62	4.559,51	765,89	20,19 %
SMI	10.729,40	11.215,22	485,82	4,53 %
Dow Jones	33.147,25	37.248,35	4.101,10	12,37 %
S&P 500	3.839,50	4.719,55	880,05	22,92 %
Nasdaq 100	10.939,76	16.537,83	5.598,07	51,17 %
Nikkei 225	26.094,50	32.951,90	6.857,40	26,28 %
MSCI World	2.607,25	3.128,89	521,64	20,01 %
REX	432,59	449,22	16,63	3,84 %

Quelle: finanzen.net / Datum: 15.12.2023



S&P 500 vs. S&P 500 gleichgewichtet

Die Grafik veranschaulicht den starken Einfluss der „Glorreichen Sieben“ auf die Performance des S&P 500. Der US-Index mit einem starken Übergewicht der großen Tech-Konzerne hat sich 2023 erheblich besser entwickelt als sein Pendant, in dem alle 500 Aktien gleichgewichtet sind.



Die Magnificent 7 treiben die Kurse

Für Investoren war 2023 also ein extrem kompliziertes Jahr, das richtige Timing zu treffen äußerst schwierig. Zumal sich die einzelnen Branchen und Sektoren sehr unterschiedlich entwickelten. Zu den Gewinnern zählten in erster Linie Wachstumswerte aus den Bereichen Technologie, Kommunikationsdienstleistung sowie zyklischer Konsum. Defensive Sektoren, darunter Versorger, Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter, waren die großen Nachzügler.

Hinzu kommt: Die gute Performance des S&P 500 verteilte sich auf sehr wenige Schultern. Man mag es kaum glauben, aber im Prinzip sorgten nur eine gute Handvoll Aktien für einen Großteil der Gesamtperformance im S&P. Diese inzwischen als „Die Glorreichen Sieben“ oder „Magnificent 7“ bezeichneten Titel sind Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia und Tesla. Ihre Jahresperformance liegt auf Dollar-Basis zwischen

52 % (Apple) und 231 % (Nvidia). Wie stark der Einfluss dieser Werte ist, zeigt ein Vergleich zwischen dem klassischen S&P 500, in dem die Magnificent 7 inzwischen auf eine Gewichtung von insgesamt fast 28 % kommen, und dem gleichgewichteten S&P 500, in dem alle 500 Titel mit jeweils 0,20 % gewichtet sind. Während der normale S&P 500 um 22,9 % zugelegt hat, notiert der gleichgewichtete Index lediglich bei 10,9 %. Selbst auf den globalen Aktienindex MSCI World haben die sieben Werte einen großen Einfluss. Wie oben genannt legte der MSCI World, der rund 1.500 Unternehmen aus 23 Industrieländern enthält, um 20,01 % zu (als Total-Return-Index sogar um 22,8 %). Betrachtet man nun den gleichgewichteten Welt-Aktienindex, liegt die Performance nur noch bei 15,03 %. Mit anderen Worten: Nur wenige Werte von insgesamt 1.500 Aktien bestimmen einen relevanten Teil der Performance.

Diese Diskrepanz beleuchtet ein weiteres Problem. Auf dem Papier sind S&P 500 und MSCI World sehr große Indizes, die eigentlich einen breiten Markt abdecken. Viele An-

leger verlassen sich darauf, vor allem auch unter dem Aspekt der Risikostreuung. Tatsächlich ist die Performance der beiden Börsenbarometer, die zu den wichtigsten Indizes der Welt zählen, aber extrem abhängig von wenigen Titeln. Es besteht also ein Klumpenrisiko.

Doch worauf beruhte die enorme Outperformance von Apple, Microsoft und Co? Ein etwas unerwarteter Grund liegt in der Krise der US-Regionalbanken, die im Frühling 2023 die Finanzmärkte belasteten. Die Krise gipfelte zunächst Mitte März in dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB), immerhin die 16. größte Bank der USA. Die eigentlich kerngesunde SVB hatte in Zeiten niedriger Zinsen in US-Staatsanleihen sowie in mit Immobilien besicherte Wertpapiere investiert. Als dann die Fed aufgrund der stark gestiegenen Inflation die Zinsen rasant anhub, verloren viele Wertpapiere, die die SVB erworben hatte, erheblich an Wert. Zugleich war die Bank offenbar gezwungen, Anlegern höhere Zinsen zu bieten, damit diese ihre Einlagen nicht abziehen. Der Versuch, über die Ausgabe neuer

Aktien frisches Geld bei Investoren einzusammeln, sorgte für weitere Verunsicherung. Die Folge: Binnen weniger Tage verlor die Silicon Valley Bank das Vertrauen von Anlegern und Kunden, schließlich übernahm die amerikanische Einlagensicherungsbehörde FDIC die Kontrolle und schloss die Bank. Es war der erste Bankenkollaps seit der Coronakrise und blieb nicht der einzige. Mit Silvergate Bank, Signature Bank und der First Republic Bank verschwanden drei weitere US-Regionalbanken vom Markt. Um eine tiefere Bankenkrise zu verhindern, stellte die Fed Notkredite für notleidende Banken bereit. Und sie sicherte den Kunden der gescheiterten Banken zu, dass sie ihre Einlagen in vollem Umfang zurückerhalten würden. Mehrere größere Banken sprangen ebenfalls ein, um Vermögenswerte der gescheiterten Banken zu erwerben. Gleichzeitig versicherten der Fed-Vorsitzende Jerome Powell und US-Finanzministerin Janet Yellen den Amerikanern wiederholt, dass der Bankensektor stabil und ihre Einlagen sicher seien.



Angesichts der US-Regionalbankenkrise kamen im Frühjahr kurzzeitig Sorgen vor einer neuen Finanzkrise auf.

© Péter Mács – stock.adobe.com

UBS übernimmt Credit Suisse

Die Turbulenzen blieben nicht auf die USA beschränkt. In Europa geriet die Credit Suisse in Schwierigkeiten, was Ende März 2023 in der Zwangsübernahme durch die UBS und dem Totalverlust von rund 17 Mrd. US-Dollar Nachranganleihen gipfelte. Binnen weniger Tage und quasi übers Wochenende wurde der Deal verhandelt. Mit dem Kauf der Credit Suisse durch die größere UBS verschmolzen die beiden größten Schweizer Banken. Es ist der bedeutendste Bankenzusammenschluss in Europa seit der Finanzkrise 2008.

Angesichts der Sorgen vor einer Finanzkrise 2.0 setzte bei Investoren eine Flucht in „sichere Häfen“ ein. US- und deutsche Staatsanleihen waren gefragt, der Goldpreis schoss um 7,8 % in die Höhe – und an den Aktienmärkten waren die großen, bilanzstarken Technologiewerte gesucht. Plötzlich galten Titel wie Apple, Amazon oder Microsoft, die hohe Cashflows generieren und riesige Cash-Reserven in der Bi-

lanz haben (Apple weist zum Beispiel 53 Mrd. US-Dollar Cash aus) als „save haven“, wo Anleger ihr Geld parken konnten.

Neuer Wachstumsmarkt Künstliche Intelligenz

Ein zweiter Grund für die gute Performance der Mega-Caps hängt mit der generativen Künstlichen Intelligenz (GenAI) zusammen. Als erster Vertreter dieser neuen KI war Ende November 2022 ChatGPT der breiten Öffentlichkeit vorgestellt worden – und beherrscht seitdem die Schlagzeilen. GenAI unterscheidet sich zu bisherigen KI-Systemen vor allem durch drei Merkmale: Sie kann allgemein und von jedermann angewendet werden. Sie ist fähig, neuartige Ergebnisse zu erzeugen, anstatt vorhandene Informationen lediglich zu beschreiben oder zu interpretieren. Und sie kann neben Sprache nun auch Bilder, Töne und Videos verstehen und darauf reagieren. Der Erfolg von

ChatGPT ist atemberaubend. Ende November, nur ein Jahr nach dem Start, nutzten eigenen Angaben zufolge wöchentlich mehr als 100 Millionen (!) Menschen das intelligente System, rund zwei Millionen Entwickler arbeiten inzwischen mit dem Tool.

Die Veröffentlichung von ChatGPT löste insbesondere bei den großen Techkonzernen ein wahres Wettrennen aus, unter Hochdruck investierten sie massiv in die Entwicklung eigener KI-Systeme. Denn schnell war klar: 2023 wird als das Jahr in die Geschichte eingehen, in dem sich Künstliche Intelligenz zu einem Massenmarkt entwickelte. Die prognostizierten Wachstumszahlen des globalen KI-Markts sind enorm. Wurde der Markt 2022 noch auf 87 Mrd.

”

100 Millionen Menschen nutzen ChatGPT jede Woche.



US-Dollar geschätzt, sollen es 2023 bereits 150 Mrd. gewesen sein. Bis 2030 soll der Markt 1.345 Mrd. Dollar groß sein, was einem jährlichen Wachstum von 36,8 % (!) entspricht. An der Börse wurde darauf gesetzt, dass es zunächst die großen Tech-Konzerne sein werden, die sich einen Großteil des Kuchens abschneiden werden, was deren Kurse (neben sehr robusten Wachstumszahlen) nach oben trieb.

Inflation sinkt zum Jahresende überraschend stark

Gesamtwirtschaftlich gesehen beherrschten 2023 zwei Themen die Märkte: Inflation und Zinsen. Nach der Rekord-Inflation von 7,9 % im Jahr 2022 wird die Inflationsrate in Deutschland für das Gesamtjahr 2023 laut Schätzung der führenden Wirtschaftsinstitute auf 6,1 % zurückfallen. Während sie im Januar noch bei 8,7 % lag, schrumpfte sie bis November auf nur noch 3,2 %. Auch in der EU (Inflation im November 2,4 %) und den USA (3,2 % im Oktober) sind die Teuerungsraten überraschend stark auf dem Rückmarsch. Dies sollte den Notenbanken im kommenden Jahr einen gewissen Spielraum für Zinssenkungen geben (siehe auch Ausblick 2024 ab Seite 7), nachdem sie in den vergangenen 24 Monaten kräftig an der Zinsschraube gedreht hatte. Um die Inflation zu bekämpfen, hatte die US-Notenbank

Fed seit Anfang 2022 den Zinssatz von 0 - 0,25 auf 5,25 - 5,50 % angehoben, die EZB von 0 auf 4,5 %.

Für Anleiheinvestoren war der Start ins Jahr 2023 schwierig. Zusätzlich zu dem aggressiven Tempo der Zinserhöhungen und den Instabilitäten im Bankensektor beeinflussten die Auseinandersetzungen um die Anhebung der US-Schuldenobergrenze die Anleihemärkte. Kurzzeitig wurde gar befürchtet, dass die USA zahlungsunfähig werden könnten. Am plakativsten zeigten sich diese Befürchtungen in dem Downgrade durch die Ratingagentur S&P, welche den Vereinigten Staaten das aus deren Sicht selbstverständliche AAA-Rating entzog. Die Volatilität am Anleihemarkt als Ausdruck der Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Zinssätze war entsprechend hoch.

Erstaunlicherweise passierte bis Mitte des Jahres im festverzinslichen Segment über das kurze Ende hinausgehend überraschend wenig. Maßgeblichen Anteil daran hatte die ausgeprägte Inversion der Kurve, die das lange Ende nach unten drückte, wodurch sich dieses trotz dramatischen Anstiegs der Leitzinsen nur geringfügig bewegte.

Dies änderte sich erst im zweiten Halbjahr, als die Notenbanken begannen, den Markt auf den Leitspruch „higher-for-longer“ einzuschwören, dass also die Zinsen wohl noch länger auf einem höheren Niveau verharren werden. Markt und Medien übernahmen dieses Motto schnell. Eine als Robustheit fehlinterpretierte Situation am US-Arbeitsmarkt sowie die haltlose Annahme, dass die US-Bürger dauerhaft viel konsumieren werden, hatten zu stark steigenden Zinsen bei längerlaufenden Anleihen beigetragen. Außerdem trugen die Inflationsraten zu den steigenden Zinsen bei, die bis September regelmäßig über den Prognosen lagen. Auch das anhaltend hohe US-Budgetdefizit sowie die Erwartung, dass ein ungewöhnlich hohes Angebot an US-Treasuries emittiert werden wird, manifestierten hohe Realzinsen. Passend hierzu wurden auf dem September-Meeting der Federal Reserve die projizierten langfristigen Zinsen um einen halben Prozentpunkt angehoben.

Entgegen der scharfen Rhetorik der Notenbanken wurden die Zinsen seit Juli (Fed), August (Bank of England) und September

(EZB) nicht mehr angehoben. Der Grund liegt darin, dass ab Sommer immer offensichtlicher wurde, dass sich das Wachstum in den jeweiligen Volkswirtschaften abschwächt. In den USA beispielsweise lassen die jüngsten Zahlen des Einkaufsmanagerindex auf ein Wachstum stark unter Trend im Bereich von lediglich 1-1,5 % schließen. Treiber für die Inflation waren vor allem hohe Energie- und Rohstoffkosten, während sich die zum Teil massiven Lohnerhöhungen über Zweitrundeneffekte wohl erst später niederschlagen werden.

Gold auf einem neuen Höchststand

Apropos Rohstoffe. Gold hat ein Rekordjahr hinter sich und erreichte zum Jahresende neue Höchststände. Anfang Dezember kletterte der Preis für eine Feinunze (31,3 Gramm) auf 2.135 US-Dollar. Damit war das begehrte Edelmetall so teuer wie noch nie. Auslöser für den Preisschub war die Erwartung mittelfristig sinkender Zinsen, ein schwächerer Dollar und die anhaltenden geopolitischen Risiken, die Gold als sichere Anlage begehrt machen.

Bitcoin mit eindrucksvollem Comeback

Fast etwas in Vergessenheit geraten ist der Bitcoin, der 2023 enorme Zuwächse erlebte. Notierte der Kurs der Kryptowährung Ende 2022 noch bei 16.600 Dollar, steht er ein Jahr später (Stichtag 15.12.2023) bei 42.746 Dollar.

In diesem Fall waren es weniger die Ausichten auf wieder niedrigere Zinsen, die den Kurs nach oben trieben, sondern die erwartete Zulassung von auf Bitcoin basierenden ETFs in den Vereinigten Staaten. Fachleute rechnen damit, dass im Laufe des Jahres erste Bitcoin-ETFs auf den Markt kommen. Weitere dürften in den Monaten darauf folgen, was die Nachfrage steigern und den Preis weiter nach oben treiben dürfte.

„

In 2024 sollten die Notenbanken Spielraum für Zinssenkungen haben.

Ausblick 2024

Wirtschaftliches Umfeld

Die globale Rezession blieb überraschend aus

Vor einem Jahr erwartete eine überwältigende Mehrheit der Volkswirte eine globale Rezession, ausgehend von den USA, verstärkt durch Europas Energiemisere, jedoch abgemildert durch ein stärkeres Wachstum Chinas. Das Gegenteil trat ein: Chinas Wachstumsambitionen nach der Corona-Pandemie scheiterten an der sich ausbreitenden Krise des Immobilienmarktes, während die amerikanische Ökonomie trotz stark steigender Leitzinsen positiv überraschte und sich Europa bei kräftig sinkenden Energiepreisen besser behauptete. Die

Weltwirtschaft dürfte im Jahr 2023 voraussichtlich um etwa drei Prozent gewachsen sein, mehr als die prognostizierten zwei Prozent. Obwohl dies deutlich weniger ist als der Durchschnitt der letzten Dekade, liegt es weit entfernt von einer zyklischen Rezession mit einem Wachstum von 1,5 % bis 2,5 %.

Menschen neigen dazu, linear in die Zukunft zu denken und aktuelle Trends fortzuschreiben. Daher erwarten die meisten Ökonomen in diesem Jahr eine sanfte Landung für die Weltwirtschaft. Die allgemeine Meinung ist, dass die US-Notenbank, die Fed, es geschafft hat, die Konjunktur abzukühlen, um die Inflation auf ihr Ziel von 2 % zu senken, ohne dabei den Arbeitsmarkt und den Konsum zu beeinträchtigen. Eine Phase der Schwäche wird erwartet, aber kein signifi-

kanter Einbruch im Wachstum. Chinas Wirtschaft soll von einer expansiven Wirtschaftspolitik profitieren, wobei die steigende Binnennachfrage den negativen Einfluss des kriselnden Immobilienmarktes ausgleicht. Obwohl das Immobilienproblem nicht verschwindet, wird eine Stabilisierung erwartet. Der Industriesektor Europas verbessert sich im Gleichschritt mit dem Aufschwung in China. Bei stabilen Energiepreisen und steigenden Löhnen soll die Eurozone nach einer kurzen Durststrecke zum Wachstumspfad vor der Corona-Pandemie zurückfinden. Der Rest der Welt wird durchschnittlich um 4 % wachsen, wobei Indien und einige südostasiatische Staaten als Wachstumsinseln gelten. Der Internationale Währungsfonds schätzt, dass das weltweite Wachstum nahezu auf dem



„

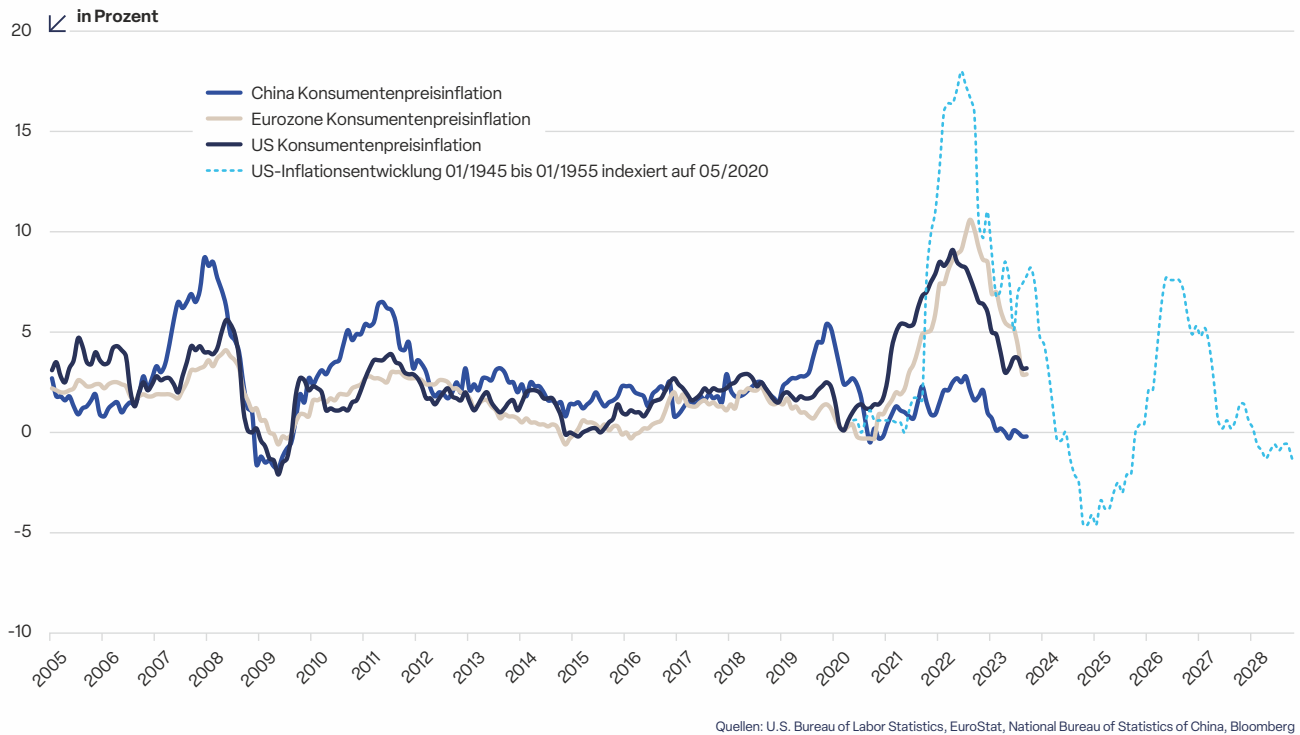
Die US-Ökonomie hat weiterhin eine große Strahlkraft.

Amerikas Wirtschaft bleibt global der wichtigste Taktgeber.

© dell – stock.adobe.com



Historische Parallele: Inflationsentwicklung der Nachkriegszeit als Blaupause



Niveau des vergangenen Jahres liegen wird.

Diesen Optimismus teilen wir mit Blick auf die US-Ökonomie, die angesichts der Konjunkturschwäche Chinas besondere Strahlkraft für die Weltwirtschaft hat, nicht. Unser Basisszenario sieht eine moderate zyklische Rezession im ersten Halbjahr vor, geprägt durch ein stärkeres Absinken der US-Wirtschaft, das Verharren der Eurozone in rezessivem Terrain, eine Stabilisierung des Wachstums in China und einen schnellen Rückgang der Inflation. Der Druck auf die Preise kommt von zwei Seiten: Mit wieder intakten Lieferketten steigt das Angebot, während der Zinsanstieg und rückläufige öffentliche Ausgaben in der entwickelten Welt zu einer schwachen Konsum- und Investitionsnachfrage führen.

Die zweite Jahreshälfte wird besser. Die etablierten Notenbanken werden spätestens zur Jahresmitte die Zinsen kräftig senken. Dies geschieht zum einen, weil sie es können – die sinkende Teuerung bietet Spielraum. Zum anderen müssen sie es, da die Dynamik des Abschwungs den Druck er-

höht, eine tiefere Rezession zu vermeiden. Die Notenbanken Europas übernehmen die Führungsrolle, da hier deutliche Eingriffe in die Konjunktur notwendig sind und die Inflation stärker zurückgeht. Nach einem zögerlichen Start, um im Wahljahr Neutralität zu wahren, wird die US-Zentralbank rasch folgen und die Zinsen in großen Schritten senken müssen. Das vielzitierte Mantra "höher(e Zinsen) für länger(e Zeit)" wird der Realität weichen. Mit der Zinswende kehrt das Vertrauen des privaten Sektors zurück. China erntet die Früchte der wirtschaftspolitischen Trendwende. Der Startschuss für einen synchronen Aufschwung der Weltwirtschaft im Verlauf des zweiten Halbjahres ist gesetzt.

Die Rezession ist nur verschoben

De facto ist die für 2023 veranschlagte Rezession also nicht verschwunden, sondern lediglich verschoben. Drei Faktoren zeich-

nen sich dafür verantwortlich: Erstens wird der Einfluss Chinas auf den Welthandel überschätzt. Zweitens hat die Corona-Pandemie zu einer Desynchronisierung des Konjunkturzyklus geführt, die drei Jahre nach dem Sieg über die Pandemie langsam verschwindet. Drittens fallen die Gründe für das bessere Abschneiden der US-Wirtschaft entweder weg oder schwächen sich merklich ab.

Unterteilt man die Welt in drei Blöcke, mit den USA und China als Zentrum eines Blocks sowie einer ungebundenen Gruppe, und ordnet die Staaten als Alliierte einer Seite zu, wird die Dominanz des US-Blocks mit zwei Dritteln der Weltwirtschaftsleistung überdeutlich. China ist für 144 Länder der wichtigste Handelspartner, die USA nur für 52 Länder. Überraschenderweise zeigt sich jedoch in den globalen Handelsströmen ein anderes Bild. Über die Hälfte des Weltgüterhandels findet innerhalb des US-Blocks statt, während gerade einmal 7 % innerhalb des China-Blocks abgewickelt werden. Nur knapp 25 % des Handels erfolgt zwischen den Blöcken, der niedrigste Wert seit der Fi-

nanzkrise. Die USA als Gravitationszentrum sind somit für exportorientierte Volkswirtschaften deutlich wichtiger als China. Dies hat Konsequenzen: Selbst eine moderate US-Rezession hätte einen stärkeren Einfluss auf Europa als die schwächelnde Konjunktur in China. Zudem stellt die isolationistische Politik der USA mit ihrer protektionistischen Industriepolitik ein ernstzunehmendes Risiko für den Welthandel dar, das sich nach einer möglichen Wiederwahl Trumps potenzieren könnte.

Die anderen beiden Faktoren sind eng miteinander verbandelt. Die Bekämpfung der Corona-Pandemie hat die Angebots- und Nachfrageseite dauerhaft aus dem Takt gebracht. Zeitpunkt und Tempo der Wiederöffnung, Anpassungen in den Lieferketten und Nachholeffekte führten zu stark differierendem Wirtschaftswachstum in den einzelnen Ländern. Die Breite, Intensität und Dauer der staatlichen Hilfsmaßnahmen fielen genauso unterschiedlich wie das Zurückdrehen der Unterstützung aus. Die Folge war, dass sich jeder Wirtschaftszweig, jedes Land und jede Region über längere Zeit

in einer anderen Phase des Konjunkturzyklus bewegte. Die Disharmonie verursachte Störungen und machte Prognosen schwierig, verhinderte zugleich aber einen stärkeren Abschwung.

Addierte man die einzelnen Wellen, erhielt man eine leicht, dafür aber stetig steigende Wachstumslinie. Mit dem Rückgang der fiskal- und geldpolitischen Corona-Hilfen sollte der Gleichlauf schrittweise zurückkehren. Die Unsicherheit weicht, doch aus der flachen Linie wird wieder die gewohnte Wellenbewegung, in der sich die Länder im gemeinsamen Rhythmus auf und ab entwickeln.

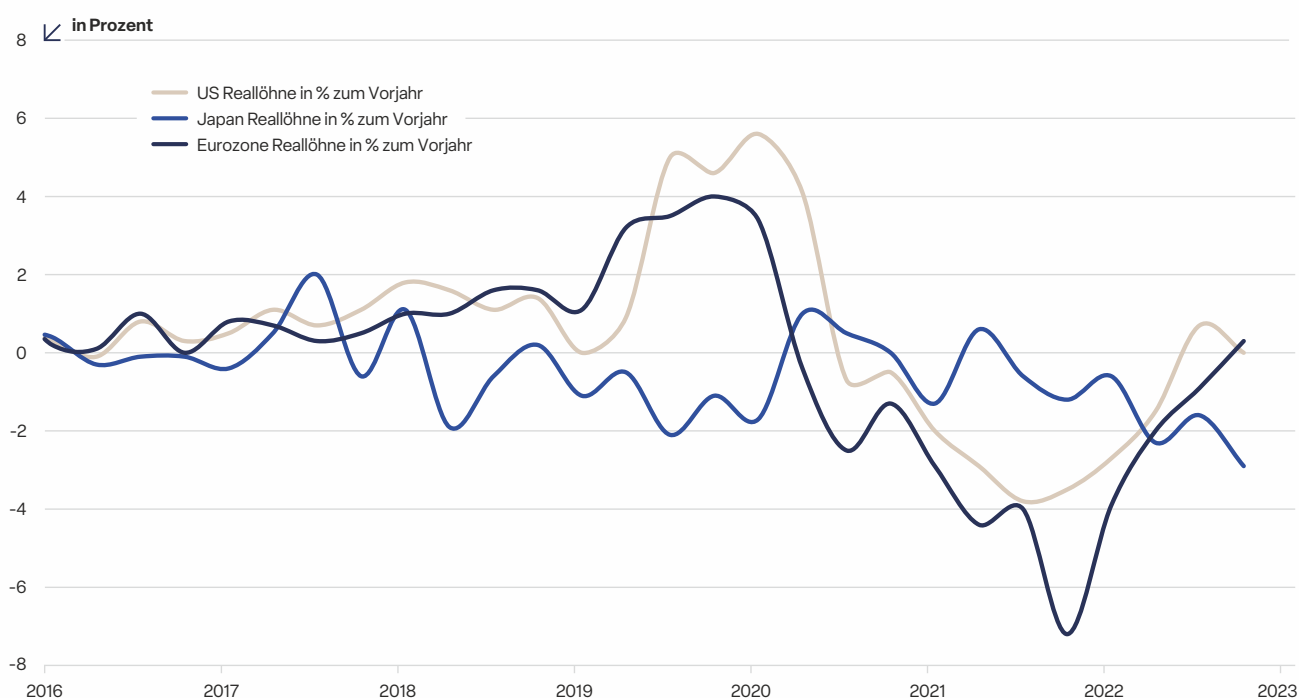
Das Sparpolster wird immer dünner

In den letzten anderthalb Jahren wurden zehn Jahre Nullzins und vier Dekaden Renditerückgang durch den schärfsten und schnellsten Zinserhöhungszyklus seit über 40 Jahren schlagartig beendet. In Kombi-

nation mit der Politik der großen Notenbanken, ihre aufgeblähten Bilanzen wieder auf ein Normalmaß zu bringen, war dies der stärkste Geldmengenrückgang seit den 1930er Jahren. Dass eine solche geldpolitische Verschiebung bisher nicht zu einer Krise geführt und sich die Weltkonjunktur viel besser als erwartet gehalten hat, hat drei Ursachen, die nun nachlassen oder sich umkehren: die Überschussersparnisse wurden weniger stark aufgebraucht als erwartet, die Fiskalpolitik in der entwickelten Welt war extrem expansiv und in Pandemiezeiten wurde klug vorgesorgt.

Über die Frage, wann die überschüssigen Ersparnisse aus Corona-Zeiten tatsächlich erschöpft sind, wird ausgiebig diskutiert. Fakt ist, dass sie höher ausfielen und sich durch Lohnerhöhungen, Subventionen, steigende Zinseinnahmen und niedrigen Schuldendienst langsamer erschöpften, als weithin erwartet wurde. Niedrige US-Sparquoten seit mehreren Monaten, rapide steigende Ausfallraten bei Konsumentenkrediten, sinkende Bankdepositen und moderatere Lohnerhöhungen deuten darauf hin, dass das Pol-

Steigende Reallöhne stützen den Konsum



Quellen: U.S. Bureau of Labor Statistics, EuroStat, National Bureau of Statistics of China



ster vor allem in den USA dünn geworden ist. Eine Normalisierung des Konsum- und Sparverhaltens steht bevor.

Die antizyklische Fiskalpolitik, die John Maynard Keynes 1930 formulierte, folgt dem Gedanken, dass einem deficit spending zur Rezession eine sparsame Haushaltspolitik in Boomphasen folgt. Bekannterweise fehlt Politikern der Wille, gewährte Vergünstigungen im Aufschwung wieder zu streichen. Dass aber in prosperierenden Zeiten derart ausufernde Staatsdefizite gefahren werden, wie dies 2023 in den USA – und mit Hilfe von Sonderhaushalten teils auch in Europa – passierte, ist höchst ungewöhnlich. Mit dem Ziel, die Energiewende zu fördern, die technologische Unabhängigkeit zu sichern oder eine politisch gewünschte Umverteilung umzusetzen, füllte die staatliche Fiskalpolitik die Lücke, die durch die restriktive Geldpolitik entstanden war. Politisch schwierige Konstellationen, ein explodierender Schuldendienst, geringere Steuereinnahmen und rechtliche Bedenken werden die Konsolidierung der Staatsfinanzen in 2024 zu einem wichtigen Thema ma-

chen. Dem Rausch folgt der Kater – und mit ihm negative Wachstumsfolgen.

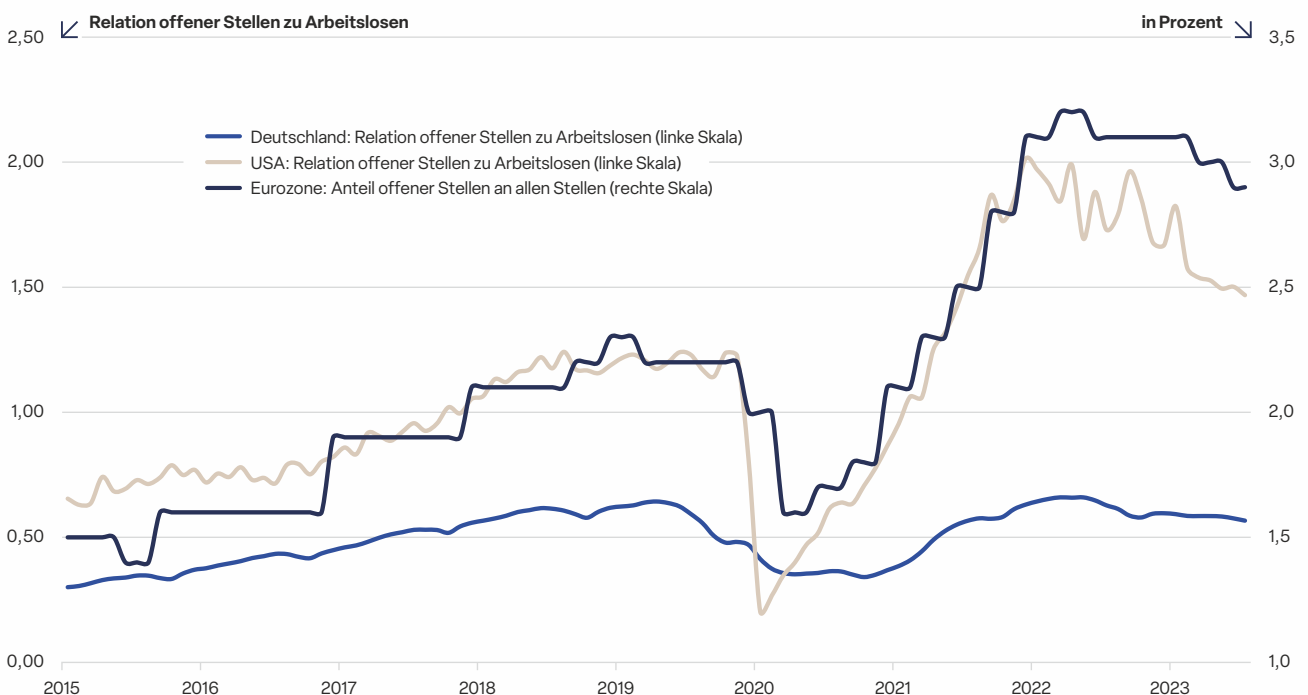
Seit der Nachkriegszeit lagen zwischen der ersten Zinserhöhung und dem Beginn einer Rezession anderthalb bis zwei Jahre. Wir befinden uns also voll im Zeitplan. Als zentraler Übertragungsweg der Geldpolitik in die Realwirtschaft gilt die Kreditvergabe: Zinserhöhungen senken Kreditangebot und -nachfrage, die Finanzierungsbedingungen verschärfen sich. Bisher sind keine tiefen Gräben entstanden, da Haushalte, Unternehmen und Banken die extrem niedrigen Zinsen der Corona-Zeit genutzt haben, um sich langfristig zu finanzieren, teilweise sogar auf Vorrat. Dies funktionierte besonders gut, je höher die Bonität und je leichter der Kapitalmarktzugang war. In vielen Fällen besteht daher (noch) kein Druck sich zu refinanzieren. Für Private und Unternehmen mit hohem Guthaben haben die Zinserhöhungen sogar einen positiven Effekt, da die Zinsen für neue Geldanlagen kräftig steigen. Je weiter aber die Zeit voranschreitet, Refinanzierungen oder Neukredite anstehen und je höher der Aufschlag auf den al-

ten Kreditzins ist, desto tiefere Löcher wird der Schuldendienst bei Staaten, Unternehmen und auch Privatpersonen reißen. Ausgabenkürzungen sind die Folge. Noch kommt der Rückenwind für die Konjunktur nur zum Erliegen, wird aber nicht zum Gegenwind.

US-Wahl in 2024 besonders wichtig

Aus politischer Sicht wird das Jahr herausfordernd. Mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung ist in diesem Jahr aufgerufen, zu wählen. Die US-Präsidentschaftswahl ist das wohl wichtigste singuläre Ereignis des Jahres. Die Beziehungen zwischen den USA und China dürften unabhängig vom Wahlergebnis frostig bleiben. Eine Eskalation um Taiwan wird es vorerst (noch) nicht geben, im Ukrainekrieg erwarten wir Verhandlungen, und dass sich der Krieg zwischen der Hamas und Israel weiter ausweitete, halten wir für unwahrscheinlich. Insgesamt bleiben

Die Enge der Arbeitsmärkte löst sich nur langsam auf



Quellen: U.S. Bureau of Labor Statistics, Deutsche Bundesagentur für Arbeit, EuroStat

wachstumshemmende Folgen daher überschaubar.

USA

Die US-Wirtschaft hat sich viel widerstandsfähiger als erwartet gezeigt und alle Prognosen eines Abschwungs Lügen gestraft. 2023 wurden durchschnittlich 240.000 Arbeitsplätze pro Monat geschaffen – weit mehr als erforderlich, um die Arbeitslosenquote stabil zu halten. Die Zahl der offenen Stellen ist zwar gesunken, aber sie liegt immer noch um 2,4 Millionen über der Zahl arbeitsloser Menschen. Die Nominallohne steigen nach wie vor überdurchschnittlich, da die Arbeitslosigkeit zunächst bei Ungelernten mit geringen Einkommen zunimmt. Bei rückläufiger Inflation führt dies zu passablen Reallohngewinnen. Gleichzeitig ist die Sorge, längere Zeit arbeitslos zu sein, gering, wodurch Haushalte bereit sind, sich stärker zu verschulden. Beide Trends stützten den privaten Verbrauch. Vor allem Dienstleistungsunternehmen, die für drei Viertel der Wirtschaftsleistung verantwortlich sind, profitierten von dieser Konsumlust und konnten ihre Preise problemlos erhöhen. Dennoch ist die Zeit großer Preisschübe vorbei. Die Inflation scheint gebändigt und dürfte weiter abwärts tendieren. Auf den ersten Blick deutet viel auf eine weiche Landung der US-Ökonomie hin. Doch das täuscht.

Schwierig ist die Lage im Industriesektor: Produktion und Kapazitätsauslastung sind spürbar gesunken. Da Industrieunternehmen meist höher verschuldet sind, ist die Zahl der Insolvenzen im Sektor auf den höchsten Stand seit der Großen Finanzkrise geklettert. Trotz allem fiel die industrielle Rezession im internationalen Vergleich mild aus, was unter anderem an günstigen Energiepreisen und einer relativ niedrigen Steuer- und Abgabenquote lag. Vor allem aber haben hohe dreistellige Milliardensubventionen zur Wiederbelebung der Industrie, zur Energiewende (Inflation Reduction Act) und zur Sicherung der technologischen Unabhängigkeit (CHIPS Act) den Abschwung abgefedert. Die Förderung ist nicht ohne Kosten, da der Staat bei der Schuldenaufnahme mit dem privaten Sektor konkurriert. Zudem wurde viel kurzfristig finanziert und



Die US-Regierung subventioniert mit riesigen Beträgen die heimische Industrie.

© Daniel Thornberg – stock.adobe.com

muss noch in 2024 refinanziert werden. Im vergangenen Jahr erreichten die Vereinigten Staaten mit rund 6,5 % des BIP ein für eine Aufschwungphase einmalig hohes Staatsdefizit. Nur während der Nachwehen der Großen Finanzkrise und der Corona-Pandemie fiel das Haushaltsminus höher aus. Separiert man diese Wachstumsinjektion der öffentlichen Hand vom Bruttoinlandsprodukt, wird deutlich, dass sich der private Sektor seit über einem Jahr in einer veritablen Rezession befindet. Selbst wenn es das Weiße Haus schafft, die Ausgaben trotz explodierendem Zinsdienst im Wahljahr nicht übermäßig stark zurückzufahren, sinkt die produktive Wirkung der Hilfen, da die lohnendsten Projekte in der Regel als erstes realisiert werden. Zudem besteht das Risiko, dass der geteilte Kongress den drohenden Regierungsstillstand durch temporäre Maßnahmen immer weiter nach hinten schiebt. Ab Mai würden dann automatische Ausgabenkürzungen greifen, die das Wachstum zusätzlich belasten.

Nicht nur seitens des Staates flaut der Rückenwind ab, auch der Verbraucher wird

sich stärker einschränken. Die Rückzahlung der Studienkredite und die Auswirkungen der strengeren Kreditbedingungen werden die Konsumlust schmälern. Die verfügbaren Einkommen wachsen nicht mehr so üppig wie noch im vergangenen Jahr, da sich der Arbeitsmarkt zunehmend entspannt. Fast der komplette Zuwachs an Arbeitsplätzen seit der Corona-Pandemie wurde durch kleine und mittelgroße Firmen realisiert. Sie sind im Schnitt höher verschuldet als große Unternehmen, verfügen über keinen Kapitalmarktzugang und müssen sich kurzfristiger finanzieren. Der Zinsanstieg trifft sie daher deutlich härter, was sich auf Wachstum und Einstellungspolitik negativ auswirken sollte. Steigende Arbeitslosigkeit, eine sinkende Bereitschaft zum Jobwechsel und eine höhere Kündigungsgefahr sollten dazu führen, dass die Menschen vorsichtiger werden und die Sparquote steigt. Per Definition schmälert das den privaten Verbrauch. Zudem wurde der jüngste Konsumrausch recht kurzfristig finanziert: Die Kreditkartenschulden pro Kopf sind auf einen neuen Rekordstand gestiegen – ein Brandbe-



schleuniger im Abschwung. Die Ausfallraten für Autokredite, Kreditkartenschulden und Konsumentenkredite haben das höchste Niveau seit über zehn Jahren erreicht, obwohl sich viele Haushalte die höhere Verschuldung derzeit sogar noch leisten können. Ihr verfügbares Einkommen ist gestiegen, die Haushaltsverschuldung gering und für die oberen Einkommensschichten addieren sich höhere Zinseinnahmen zum Lohn.

Dass die Sparquote im vergangenen Jahr so deutlich unter ihren langfristigen Durchschnitt gesunken ist, dürfte also vor allem daran liegen, dass Ersparnisse, die während der Pandemie angehäuft wurden, wieder aufgelöst wurden. Von den einst 2,1 Billionen US-Dollar verblieben laut Fed St. Francisco im September noch 430 Milliarden. Dieses Geld sollte zur Jahresmitte 2024 aufgezehrt sein. Optimistische Stimmen glauben, dass die Lohnerhöhungen diesen Effekt ausreichend kompensieren werden und der befürchtete Konsumeinbruch ausbleibt. Doch Vorsicht ist angebracht, denn der Puffer konzentriert sich nun auf das

oberste Einkommensquartil. Beginnt diese Einkommensschicht, ihr Ausgabenverhalten zu ändern, wirkt sich das deutlich heftiger aus, da sie allein für über 40 % des gesamten privaten Konsums steht.

Für die Unternehmensinvestitionen sehen wir ebenfalls überwiegend dämpfende Faktoren. Ihr Nettowachstum ging 2023 komplett auf das Konto der staatlichen Subventionspakete IRA und CHIPS. Beide Programme sind so konzipiert, dass sich die Auszahlungen ab 2024 spürbar verringern. Hinzu kommen schwierigere Finanzierungsbedingungen, wegbrechende Investitionen in Geschäftsimmobilien, vorsichtige Unternehmenserwartungen und eine gute Selbstdisziplin der Firmen bei Konjunkturschwäche. Wir erwarten, dass Investitionen in Künstliche Intelligenz und deren Anwendungen stark steigen, aber keinen vollständigen Ausgleich schaffen werden.

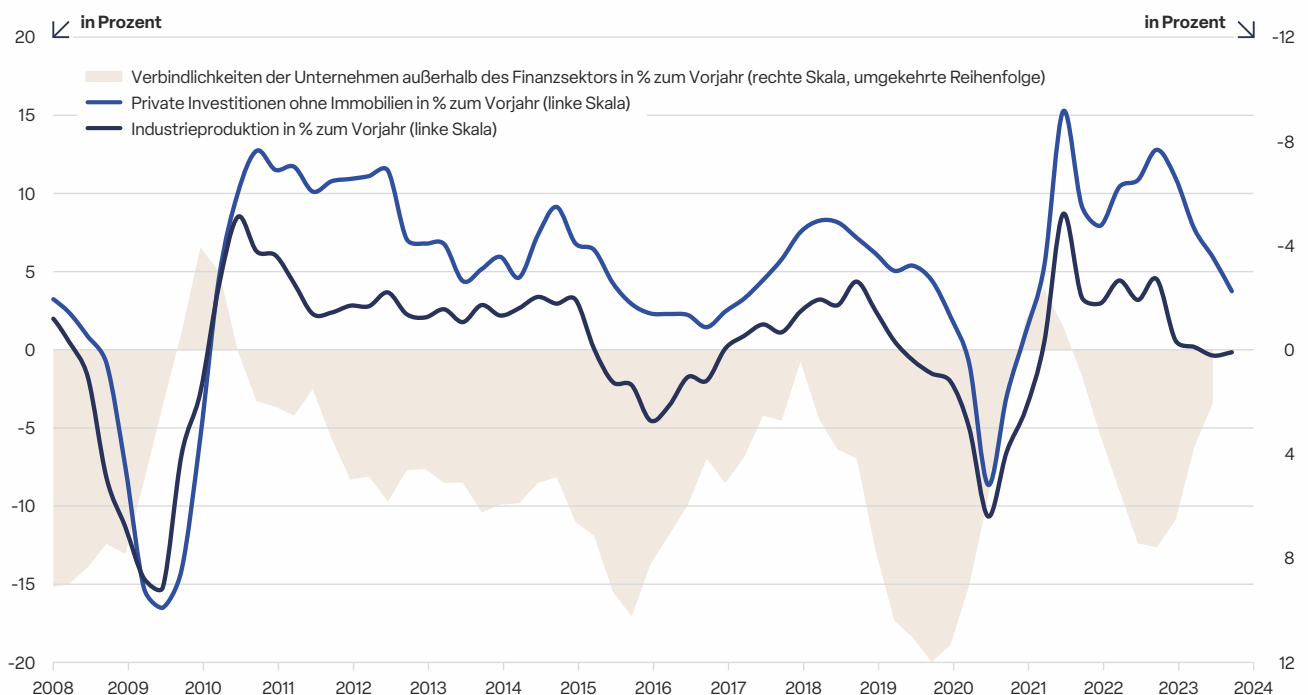
Einen entscheidenden Vorteil hat die Bereinigung, die wir in der ersten Jahreshälfte für die US-Ökonomie erwarten: Die Inflationsraten sollten schneller als von Notenbank und Anlegern prognostiziert auf Nor-

malmaß sinken. Der Abschwung im Industriesektor und wieder besser funktionierende Lieferketten dürften dazu führen, dass die Güterpreise zurückgehen. Zudem reduzieren zyklische Kräfte den Preisdruck bei Dienstleistungen. Die Zeit der großen Preisschübe ist vorbei. Hinzu kommt: Aktuelle Mietindizes laufen den offiziell gemel-

”

Die Inflationsraten sollten schnell auf ein Normalmaß sinken.

US-Unternehmen sparen an Investitionen



Quellen: U.S. Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve

deten Mieten rund ein Jahr voraus. Seit Beginn des Zinszyklus haben sich die Mietindizes gefünfelt. Diese für die Inflationskernrate dominierende Kategorie (knapp 45 %) wird daher einen erheblichen disinflationären Effekt auf die offiziellen Inflationsraten ausüben. Bei einem Leitzins, der das neutrale Niveau um mehr als 2,5 % übersteigt, hat die US-Zentralbank einen erheblichen Spielraum für Zinssenkungen. Diesen Spielraum dürfte sie nutzen. Für uns ist dies der wichtigste Grund, warum aus der moderaten Rezession kein tieferer Einbruch wird.

CHINA

Ein Jahr nach der Wiedereröffnung fehlt es Chinas wirtschaftlicher Erholung immer noch an Schwung. Seit Beginn der Dekade liegt das Wachstum deutlich unter den gewohnten „Sechs-Prozent-Plus“ vor Corona. Das Reich der Mitte befindet sich in einer Phase der strukturellen Verlangsamung, mit einem Trendwachstum zwischen 4,5 % und 5 %. In erster Linie ist dies dem Basiseffekt einer schnell wachsenden Wirtschaft ge-

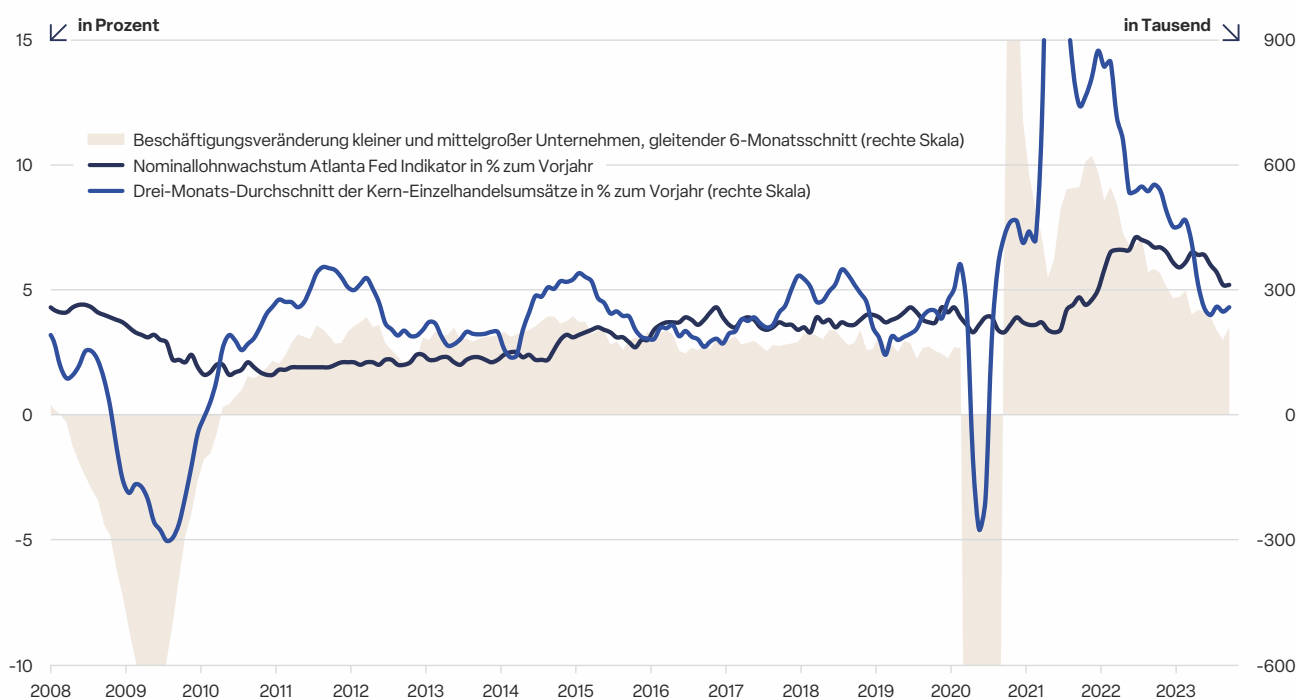
schuldet. Eine ineffiziente Ressourcenallokation, die Diversifikation von Lieferketten und die Corona-Pandemie taten ihr übriges. Fakt ist, dass die Wirtschaft deutlich unter ihrem Potenzial arbeitet und eine beträchtliche Produktionslücke entstanden ist. Die Fabriken sind wenig ausgelastet, die Produktion und der Arbeitsmarkt laufen auf Sparflamme. Die Nachfrage nach Krediten und die Deflation der Verbraucher- und Erzeugerpreise unterstreichen die massiven Überkapazitäten im Industriesektor.

Die Erwartung, dass der Dienstleistungssektor wie in der entwickelten Welt die Lücke ausgleicht, hat sich nicht erfüllt. Durch den lang anhaltenden Abschwung im Immobiliensektor ist ein Teufelskreis entstanden. In China ist ein sehr hoher Anteil des Haushaltsvermögens in Immobilien gebunden, da alternative Anlagemöglichkeiten begrenzt sind. Zudem sorgte der Anstieg der Immobilienpreise seit der Jahrtausendwende für eine trügerische Sicherheit. Der Preisverfall der letzten beiden Jahre beschädigte daher nicht nur das Vertrauen in die Immobilienanlage, sondern in die wirt-

schaftliche Entwicklung insgesamt. Folge: Der Konsumwille der privaten Haushalte sank. Noch dazu haben Chinas Bürger während Corona nicht die monetäre Unterstützung erhalten wie in der entwickelten Welt. Die Überschussersparnis, die den Konsum hätten nähren können, fiel deutlich geringer aus, und die Erholung der Binnennachfrage

„
Das Vertrauen von Chinas Konsumenten ist erschüttert.

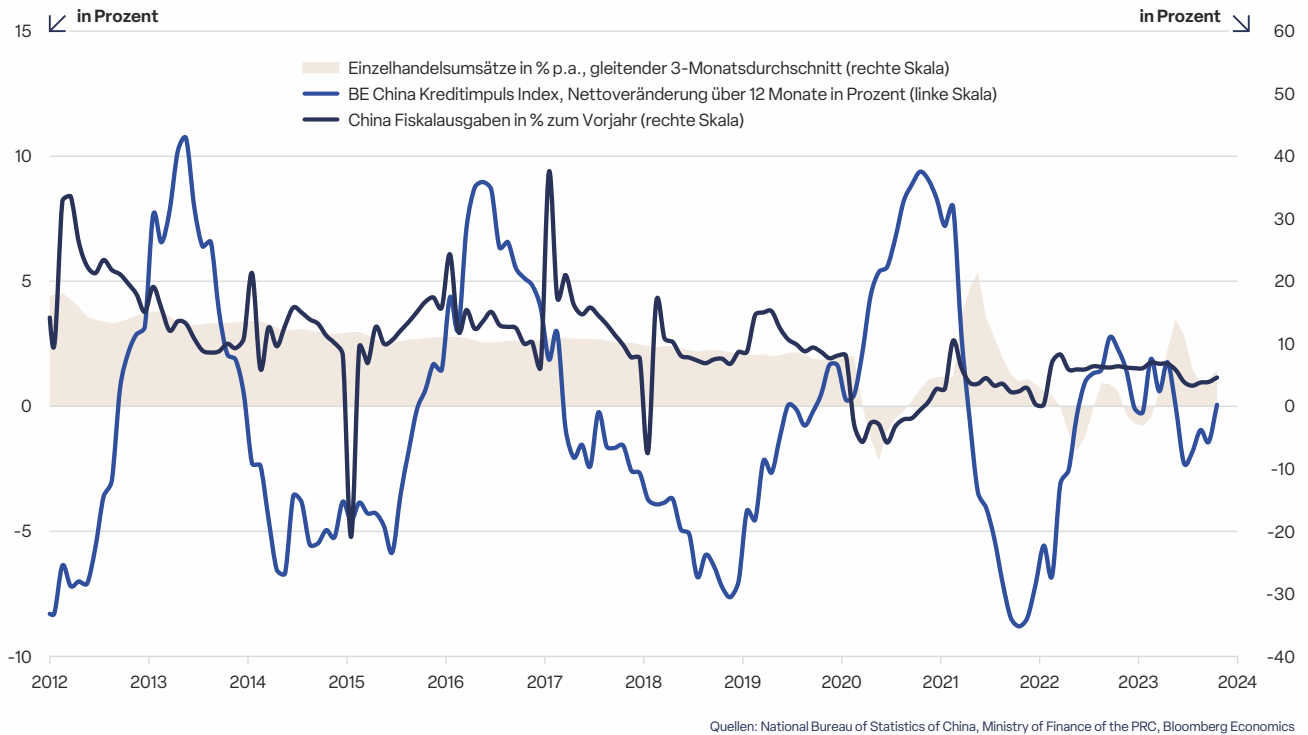
Kleine und mittelgroße Unternehmen reduzieren ihre Einstellungen



Quellen: U.S. Census Bureau, Federal Reserve Bank of Atlanta, U.S. Bureau of Labor Statistics



Chinas Regierung muss den Binnenkonsum stärker fördern



währte nur kurz. Die folgende Deflation belastete die Unternehmensgewinne. Die Firmen investierten weniger, das Lohnwachstum der Vorjahre konnte nicht gehalten werden. Dies erschütterte erneut das Vertrauen der Bürger in ihr ökonomisches Wohlbefinden. Um diesen unheilvollen Kreislauf zu durchbrechen, sind koordinierte wirtschaftspolitische Maßnahmen erforderlich. In dieser Situation ist eine expansive Fiskalpolitik das wirksamste politische Instrument, um die Nachfrage anzukurbeln und die Preise zu steigern. Im vergangenen Jahr sanken die öffentlichen Ausgaben jedoch über weite Strecken und verstärkten den Abwärtsdruck, vor allem aufgrund der Immobilienkrise. Jahrelang hatten Chinas Immobilienentwickler Wohnungen vorab verkauft, die Gelder zweckentfremdet und als günstige Finanzierung für Neuprojekte genutzt. Nun trocknete eine geänderte Regulierung das Schneeballsystem aus. Für viele Neubauprojekte stand die Finanzierung nicht mehr, sie wurden eingestampft. Da die Steuerhoheit in China weitgehend in den Händen der Zentralregierung liegt, ge-

nerieren die Kommunen ihre Einnahmen überwiegend aus Landverkäufen. Doch die Nachfrage nach neuem Bauland ist massiv eingebrochen. Die Gelder fehlen für die sich aufstürmenden Anschlussfinanzierungen

von Infrastrukturprojekten. Zwar hat die Zentralregierung die Banken inzwischen angewiesen, derartige Verbindlichkeiten günstig zu refinanzieren. Die lokalen Finanzen sind jedoch so angespannt, dass nur wenig Neu-



Der Verfall der Immobilienpreise ist für China ein großes Problem.

© ronstik | Generiert mit KI – stock.adobe.com

projekte gestartet werden. Hinzu kommt, dass die Zentralregierung im Gegensatz zu früher auf ein großes Konjunkturpaket verzichtet hat.

Vieles deutet darauf hin, dass die zögerliche Haltung aufgegeben und Peking ein Wachstumsziel am oberen Ende des Trends festlegen wird. Chinas Administration wird verhindern wollen, dass sich eine negative Entwicklung wie im Japan der 1990er Jahre bildet. Setzt sie die Wachstumserwartungen zu niedrig an, besteht diese Gefahr. Es stellt sich die Frage, wie hoch der fiskalische Impuls sein muss, um das ambitionierte Wachstumsziel zu erreichen. Die jüngsten Aktionen der Regierung sprechen eine klare Sprache: Die Begrenzung des Haushaltsdefizits auf 3 % der Wirtschaftsleistung wurde gestrichen, Konjunkturpakete für Infrastrukturinvestitionen und den Wohnungsbau ankündigt. Die Verschuldung auf Ebene der Zentralregierung liegt unter 50 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und ist somit kein Problem. Ein großflächiger Ausfall der lokalen Finanzierungsvehikel (LGFV) ist nicht zu befürchten. Obwohl sich Peking

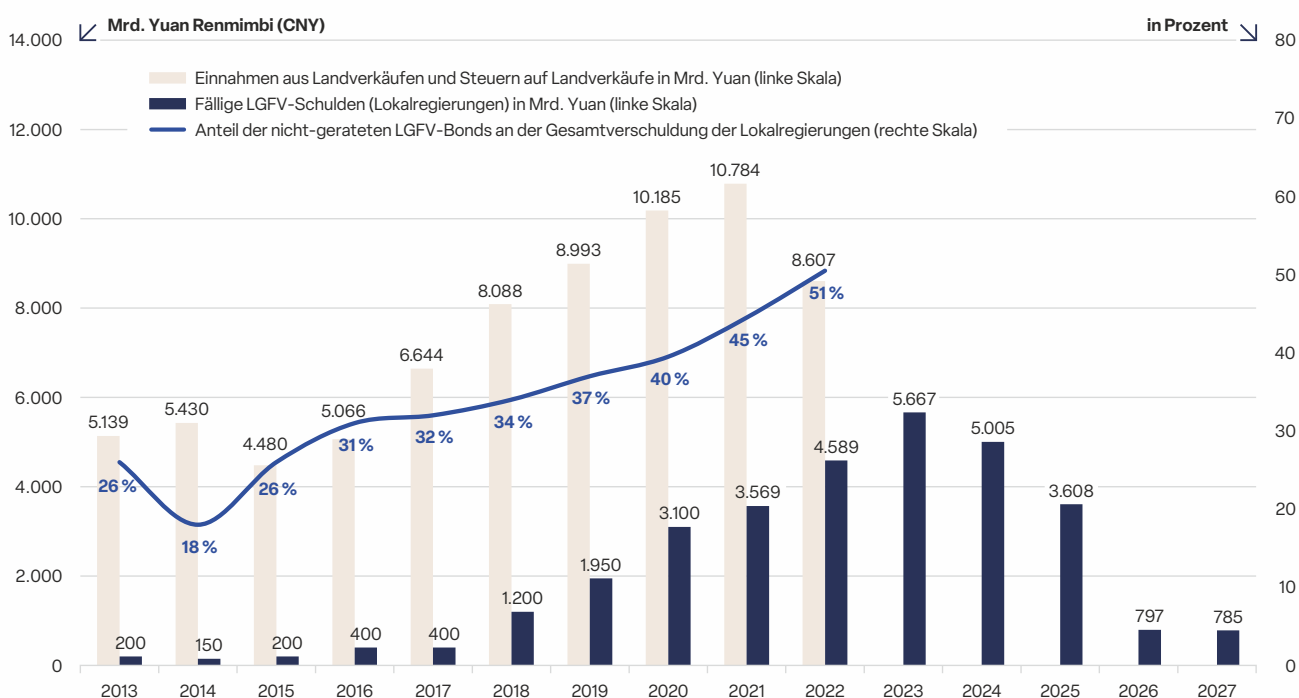
noch reserviert zeigt, dürfte der Zentralstaat am Ende einspringen und eine Refinanzierung sicherstellen. Allmählich sollte sich zudem die im Fünfjahresplan 2021 beschlossene Anpassung der Strukturreformen auf die industrielle Ausbreitung in die inneren Provinzen auswirken. In diesen unterentwickelten Regionen weisen Infrastrukturmaßnahmen noch eine deutlich höhere Effizienz auf.

Wir sind überzeugt, dass die expansive Geldpolitik fortgeführt und Leitzins wie Reservehaltung der Banken weiter gesenkt werden, um die deflationären Tendenzen auszumerzen. Banken dürfen inzwischen kurzfristige Kredite an ausgewählte Immobilienentwickler vergeben und sollen günstigere Konditionen für Hypotheken auch an Bestandskunden weitergeben. Es ist davon auszugehen, dass das Finanzsystem ausreichend Liquidität erhält, damit die Wirtschaft wachsen kann. In der zweiten Jahreshälfte sehen wir somit Spielraum für positive Wachstumsüberraschungen. Dann sollte eine anziehende Auslandsnachfrage den Aufschwung unterstützen und den Optimismus

der Firmen stärken.

Ein Inflationsschub wie in der westlichen Welt ist nicht zu befürchten. Die Konsumentenpreis-inflation wird trotz geballter fiskal- und geldpolitischer Maßnahmen deutlich unter dem 3 %-Ziel der Regierung bleiben, da sich der private Konsum und das Verbrauchervertrauen nur langsam verbessern. Auf dem Immobilienmarkt sind die Neubaubeginne um fast zwei Drittel gesunken, die im Bau befindliche Gesamtfläche aber nur um 15 %. Die Bautätigkeit dürfte weiter nachlassen, zumal die offiziell gemeldeten Immobilienpreise den tatsächlichen Verfall wohl um das Dreifache unterschätzen. Chinas Immobilienkonzerne dürfen von dem Preis, den sie zur Vermarktung festgelegt haben, nicht abweichen. Sie sitzen dadurch auf unverkauften, überteuerten Wohnungen. Bis sich diese Lücke zwischen offiziellen und inoffiziellen Preisen spürbar schließt, wird es dauern. Viele potentielle Käufer warten deshalb ab. Steigende Immobilienpreise sind von einer Rückkehr des Vertrauens abhängig. Das braucht seine Zeit.

Refinanzierungsbedarf und wegbrechende Einnahmen belasten Chinas Kommunen



Quellen: Peterson Institute of International Economics, Ministry of Finance of the PRC, National Bureau of Statistics of China



EUROZONE

Die Wirtschaft der Eurozone überraschte und enttäuschte im vergangenen Jahr zugleich. Zunächst sorgten stark steigende Energiepreise für einen Schock. Durch Subventionen für Unternehmen und Privathaushalte und neue Versorgungswege für Gas und alternative Energiequellen trotzte die Wirtschaft diesem Problem. Dennoch folgte die Ernüchterung: Die Inflation stieg unerwartet hoch und übertraf die Lohnstei-

”

Der Weg aus dem Abschwung wird holprig.

gerungen. Dadurch sanken unter dem Strich die Haushaltseinkommen, die Konsumfähigkeit und -bereitschaft gingen zurück. Zugleich belasteten die höheren Zinsen, das gedämpfte Wachstum Chinas, Investitionen in eine nachhaltigere Produktion, der Verlust von Wettbewerbsfähigkeit durch die hohen Energiepreise und Handelsspannungen den Unternehmenssektor. Somit wurde die Wirtschaft des Euroraums doppelt gebremst und blieb deutlich hinter der US-Ökonomie zurück. Im Herbst fiel sie sogar erneut in eine leichte Rezession.

Der Weg aus dem konjunkturellen Abschwung wird holprig, da den positiven Faktoren anhaltende Belastungen gegenüberstehen. Wir sehen aber ein leichtes Übergewicht wachstumsfördernder Einflüsse und erwarten, dass sich die Eurozone im späteren Jahresverlauf besser entwickelt als prognostiziert. Auf der Habenseite stehen steigende Reallöhne, gesunde Bilanzen der Unternehmen und privaten Haushalte, bisher kaum abgeschmolzene Überschussersparnisse, eine steigende Produktivität, nachlassender Anpassungsdruck an hohe Energiepreise und sinkende Zinsen ab der Jahresmitte. Dem entgegen stehen die not-



Europas Industrie ist besonders stark vom Export abhängig.

© m.mphoto – stock.adobe.com

wendige Konsolidierung der Staatsfinanzen, eine bevorstehende Rezession in den USA, die nachgelagerten Wirkungen der straffen Geldpolitik sowie geopolitischen Unsicherheiten.

In der EU begannen die Löhne deutlich später zu steigen als in den USA. Inzwischen sind die Lohnerhöhungen aber so stark, dass sie die Inflationsrate übertreffen. Erstmals seit der Coronakrise dürften die Bürger kaufkraftbereingt wieder über mehr Einkommen verfügen. Gleichzeitig lassen der Krieg in der Ukraine, die Energiekrise und die wirtschaftliche Stagnation den europäischen Verbraucher sorgenvoll in die Zukunft blicken. Die während der Pandemie aufgebauten Ersparnisse sind deswegen nie in größerem Umfang aufgelöst worden, wobei es von Land zu Land Unterschiede gibt: In Frankreich, Großbritannien und Spanien stiegen 2023 die Ersparnisse relativ zum BIP an, in Deutschland blieben sie konstant. Lediglich die Italiener gingen an ihre Ersparnisse ran. In der Eurozone werden noch immer über eine Billionen Euro, rund 7 % der jährlichen Wirtschaftsleistung, zurückgehalten. Studien zufolge wurde das Gros zinstragend investiert und schafft somit ein zu-

sätzliches Einkommen. Zugleich ist die private Verschuldung relativ zum BIP auf den niedrigsten Stand seit 19 Jahren gefallen. Es schlummert daher ein enormes Potenzial für den privaten Konsum, das bei einer besseren Verbraucherstimmung abgerufen werden kann.

Die Stimmung im Industriesektor der Eurozone ist zu Recht denkbar schlecht. Klammert man die Finanzkrise 2008 und die Corona-Pandemie aus, sank die Industrieproduktion so stark wie zuletzt vor dreißig Jahren. Zwar wird das erste Halbjahr infolge der US-Rezession und einer nur langsamen Erholung der chinesischen Konjunktur schwierig bleiben. Die Anpassung an höhere Energiepreise, der weltweite Lagerabbau und die Diversifikation der Lieferketten sind jedoch weit fortgeschritten, so dass von dieser Seite kaum Druck auf die Margen zu erwarten ist.

Der Kreditimpuls, der die Kreditvergabe an Privathaushalte und Unternehmen misst, ist ein hervorragender Indikator für Anlageinvestitionen (und den privaten Konsum). Er sank zuletzt auf Werte, die nur während der Eurokrise und der globalen Finanzkrise tiefer lagen. Kein Wunder, denn die Kreditbe-

dingungen waren so straff wie zuletzt im März 2009. Diese enorme Bremse für Investitionen und Wachstum sollte mit rückläufiger Inflation und ersten Zinssenkungen schrittweise gelöst werden. Das Wirtschaftswachstum reagiert in der Regel mit kurzer Verzögerung darauf. Gemeinsam mit dem Europäischen Wiederaufbaufonds, energiebezogenen Initiativen und der Notwendigkeit, die Digitalisierung, Automatisierung und Produktionseffizienz durch KI zu forcieren, sollten die Unternehmensinvestitionen in der zweiten Jahreshälfte merklich anziehen. Spanien und Italien als primäre Nutznießer des EU-Programms dürften besonders profitieren.

Neben der schwachen globalen Nachfrage, die exportorientierte Volkswirtschaften wie Deutschland, die Benelux-Staaten und viele osteuropäische Länder spürbar hemmt, bedeutet die Konsolidierung der Finanzpolitik massiven Gegenwind. Die Rückkehr zu den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts, die Abschaffung von Strom- und Gaspreissubventionen ab der Jahresmitte, verfassungsrechtliche Schuldenbremsen

und das Auslaufen von Steuervorteilen aus Pandemiezeiten dürften die Eurozone zwischen 0,8 % und 1 % Wachstum kosten. Inwieweit Klimaschutzinvestitionen, die durch das Urteil des deutschen Bundesverfassungsgerichts gekippt werden könnten, diese Belastung erhöhen, ist noch unklar.

Im rezessiven Umfeld wird sich der Arbeitsmarkt abschwächen, die Arbeitslosenquoten werden steigen. Seit anderthalb Jahren ist das Beschäftigungswachstum in der Eurozone rückläufig, nun dürfte es zum Erliegen gekommen sein. Allerdings sollte der Fachkräftemangel den Anstieg der Arbeitslosenquote dämpfen. Die Schwäche am Arbeitsmarkt wird dazu führen, dass höhere Lohnsteigerungen nicht mehr durchzusetzen sind, zumal die Inflation als wichtigstes Argument weiter nachgeben wird. Die Gefahr von Zweitrundeneffekten auf die Preisentwicklung stufen wir daher als gering ein. Kein Wirtschaftswachstum, eine restriktive Geld- und Fiskalpolitik und eine pessimistische Stimmung der Unternehmen und Haushalte sprechen nicht für eine Rückkehr der Inflation (sofern es keinen exogenen

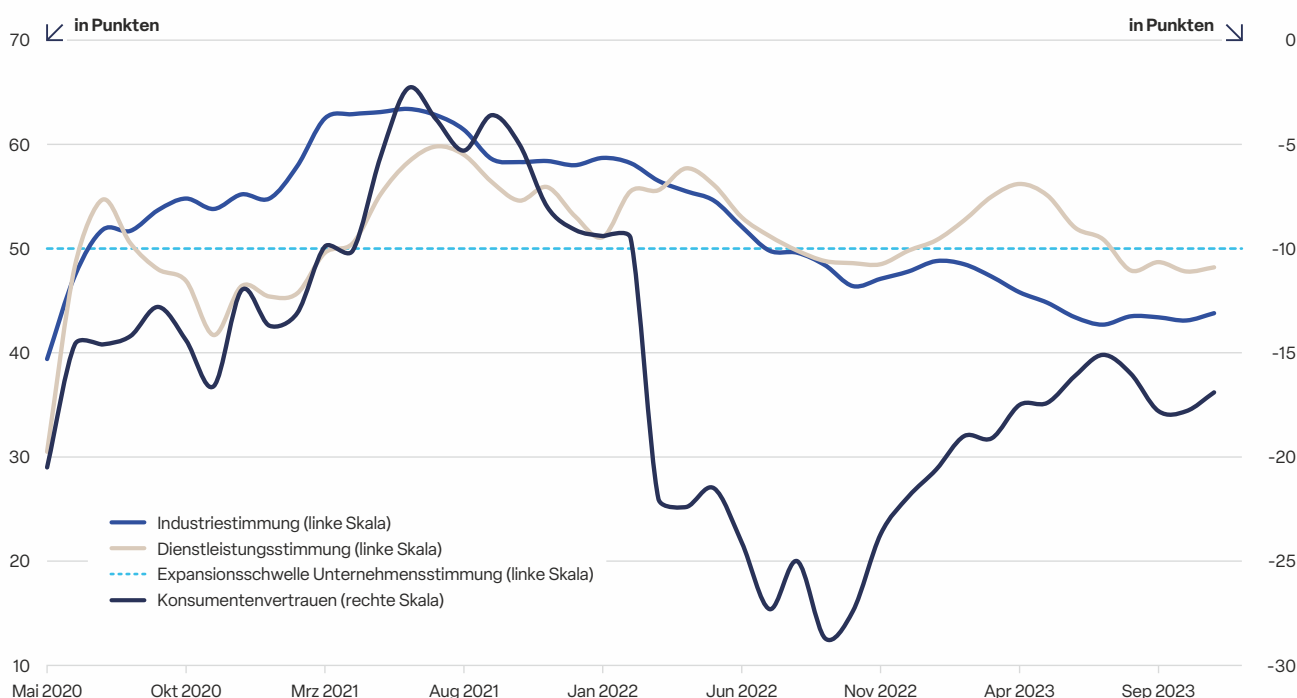
”

Deutschland wird am langsamsten wachsen.

Ölpreisschock gibt). Im Gegenteil: Die zyklischen Kräfte dürften stärker als vom Markt und den Notenbanken prognostiziert auf die Kern- und Gesamtinflationsraten drücken. Die EZB wird den Einlagensatz unseres Erachtens daher bis auf 3 % zum Jahresende senken.

Wir erwarten, dass Deutschland unter den großen Ländern mit 0,5 % im Gesamtjahr am langsamsten wächst, da der Außenhandel einen Teil der einkommensbedingten Konsumverbesserung aufzehrt. Ähnliches gilt für Italien. Frankreichs Konsum ist traditionell stärker, was sich positiv auf das Wachstum auswirkt. Spanien profitiert von starkem Investitionswachstum durch nationale und EU-Programme und anhaltend robustem Konsum.

Die EU leidet unter einer milden Rezession



Quellen: S&P Global, EU Kommission



Ausblick 2024

Kapitalmarktumfeld

US-Wirtschaft unerwartet stark

Die unerwartete Resistenz der amerikanischen Wirtschaft und die anhaltenden Leitzinserhöhungen in der westlichen Welt sorgten auch an den Kapitalmärkten für Überraschungen. Anleihen galten nach den verheerenden Verlusten im Jahr 2022 als attraktive Alternative zu Aktien. Doch erst im Schlusspurt des vergangenen Jahres retteten sie sich in die Gewinnzone. Gegenüber Aktien dominierte vor einem Jahr die Skepsis. Hohe, weiter steigende Zinsen und ein schwaches Gewinnwachstum sprachen nicht dafür, dass die Aktienbewertungen

steigen und Wachstums- und Technologietitel wiederentdeckt werden. Doch die Konzentration der Investoren auf relativ wenige (Technologie)Titel und eine überraschend starke Ausweitung der Bewertung sorgten dafür, dass Aktien unter dem Strich doch ein erfolgreiches Jahr ablieferten.

Da sich Aktien und Anleihen in 2023 völlig unerwartet entwickelten, gab es auch eine bemerkenswerte Veränderung in ihrer relativen Bewertung. Klammert man eine kurze Phase im Jahr 2009 aus, liegt die Rendite globaler Unternehmensanleihen nun erstmals seit zwanzig Jahren über der Gewinnrendite von Aktien. Mit anderen Worten: Hohen Anleiheprämien stehen (zu) niedrige Risikoprämien für Aktien gegenüber. In

Krisenzeiten ist eine solche Konstellation nicht ungewöhnlich. Meist korrigiert sie sich selbst, da eine Flucht der Investoren in die Sicherheit der festverzinslichen Anlage einsetzt und gleichzeitig die Aktienkurse sinken. Folge: Die Anleihenrendite fällt rasch wieder unter die Gewinnrendite. Diesmal war es anders: Der Renditevorsprung von Anleihen fiel, weil deren Renditen sanken, während die Gewinnrenditen relativ konstant blieben. Die steigenden Leitzinsen und höheren Aufschläge für längere Laufzeiten (Laufzeitprämie) belasteten in erster Linie die Anleihenkurse und nicht die Aktienkurse. Stabil ist eine solche Situation mittelfristig nicht, da die Investoren für das höhere Risiko einer Aktienanlage nicht adäquat ent-



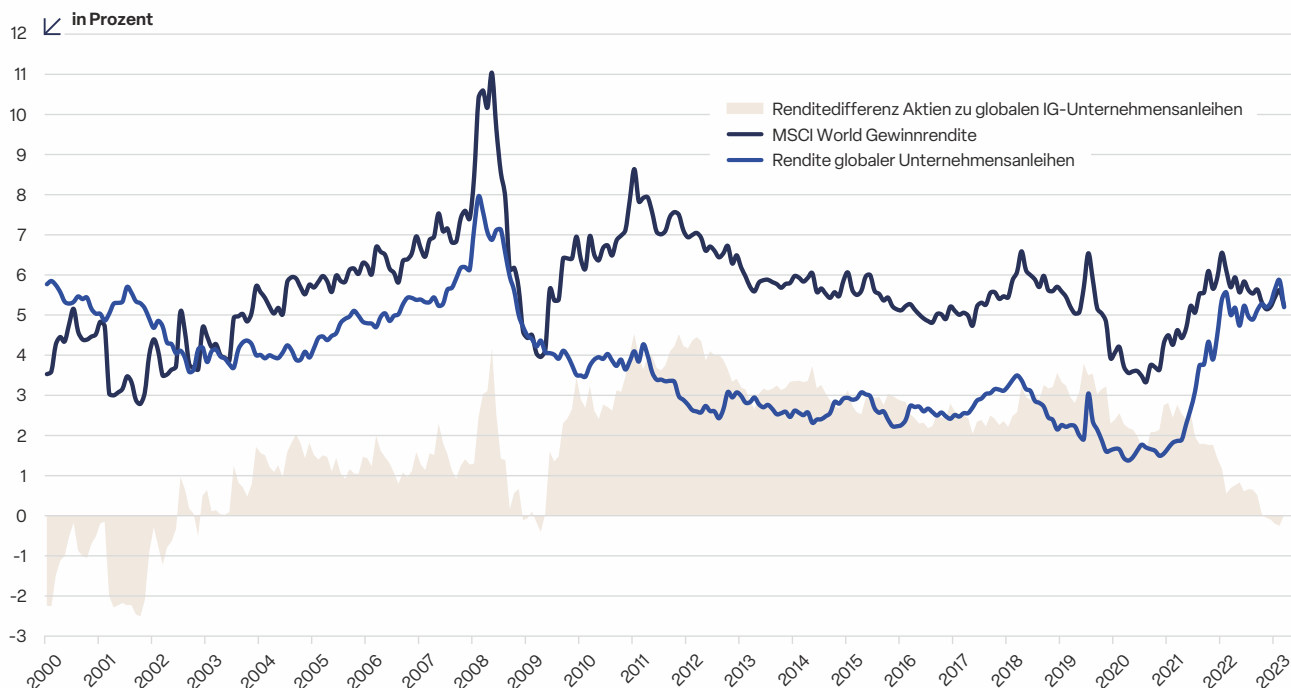
„

Die hohen Zinsen belasteten in erster Linie die Anleihenkurse und nicht die Aktienkurse.

Auch die EZB in Frankfurt hob die Leitzinsen deutlich an.

© curtbauer – stock.adobe.com

Globale Unternehmensanleihen günstiger als Aktien



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen / Stand: 29.11.2023

schädigt werden. Das gestiegene Vertrauen in die Fähigkeiten der Notenbanken, steigende Gewinnmargen und der Umstand, dass im Laufe des Jahres die Sorgen vor einer spürbaren globalen Rezession verschwunden sind, haben die Risikoprämien erodieren lassen. Lassen diese Kräfte nach, ist die Fallhöhe beträchtlich.

Erfolgreicher Kampf gegen die Inflation

Die Historie liefert eine Warnung: Steigende Unternehmensgewinne zu Beginn einer Phase sinkender Zinsen gab es in den vergangenen 50 Jahren außerhalb von Rezessionen nur einmal, und zwar 1985. Kommt es nun tatsächlich zu einem schwächeren Wirtschaftswachstum, würde dies die Unternehmensgewinne belasten. Die Folge wären fallende Aktienkurse und Anleiherenditen, wodurch die relative Bewertung wieder ins Lot käme. Daher erscheinen uns unter Ri-

siko-Ertrags-Aspekten Investitionen in Anleihen attraktiver als ein Aktienengagement. Konservativen Investoren empfehlen wir aus strategischer (langfristiger) Sicht eine Übergewichtung der Rentenseite.

Nachdem sich gezeigt hat, dass die Notenbanken die Inflation erfolgreich bekämpfen konnten, werden die Investoren dieses Jahr ihren Fokus weniger auf das Thema Inflation legen, sondern stärker darauf achten, wie sich das Wirtschaftswachstum entwickelt. Mit diesem Blickwechsel kippt in der Regel auch die Reaktion der Kapitalmärkte auf Neuigkeiten. In Zeiten ökonomischer Stärke werden Signale, dass die Konjunktur nicht überhitzt und sie womöglich sogar leicht schwächer wird, als hilfreich interpretiert. Anleihen- und Aktienkurse steigen. Überwiegen dagegen Wachstumszweifel und die Inflation sinkt, reagieren risikoreiche Anlagen wie Aktien auf Anzeichen einer konjunkturellen Schwäche „normal“, d.h. mit Kursverlusten. Wird ein geldpolitischer Richtungswechsel (also perspektivisch wieder sinkende Leitzinsen) von den Anlegern als

Beleg gewertet, dass es um die Wirtschaft schlechter bestellt ist als angenommen, ist damit zu rechnen, dass zu Beginn der Zinsenkungsphase die Aktien- und Kreditmärkte mit Verlusten reagieren.

Ein solches, auf den ersten Blick paradox anmutendes Verhalten war in der Vergangenheit eher die Normalität als Seltenheit. Die negative Reaktion war dabei umso stärker, je vehementer die Notenbank zuvor ihren restriktiven geldpolitischen Kurs verteidigt hatte und je sorgloser die Investoren bezüglich der Konjunktur waren. Beide Aspekte sind aktuell erfüllt. Wir glauben zudem, dass die US-Notenbank tendenziell zu spät auf eine stärkere konjunkturelle Eintrübung reagieren wird, um im US-Wahljahr so lange wie möglich Neutralität zu wahren. Zudem wird sie bei der Inflationsbekämpfung ihre Glaubwürdigkeit bewahren wollen. Historische Auswertungen untermauern dieses Szenario. Sie zeigen, dass Rezessionen an den Aktienmärkten selten im Voraus eingepreist sind. Rund 80 % der rezessionsbedingten Verluste fallen während der tat-



sächlichen Rezession an und nicht in den Monaten davor. Gleichzeitig war es auch entscheidend, wie stark sich Zinssenkungen bereits in den Anleihen- und Aktienkursen widerspiegelt hatten. Nach der alten Börsenregel „Kaufe die Gerüchte, verkaufe die Nachrichten“ (Buy the rumors, sell the facts) waren die Rückschläge umfangreicher, wenn es nur wenige Anleger gab, die von der Zinswende überrascht wurden und ihre Positionen anpassen mussten.

Diesen Gedanken folgend erwarten wir, dass die positive Stimmung gegenüber Aktien noch einige Zeit anhält, so dass aus taktischer Sicht eine höhere Gewichtung von Aktien und risikoreicheren Anleihe-segmenten zunächst beibehalten werden sollte. Ab dem Frühjahr erwarten wir angesichts schwächerer Konjunkturdaten und steigender Rezessionssorgen eine Seitwärtsbewegung, die eine höhere Gewichtung von Anleihen und Gold gegenüber Aktien nahelegt. Generell sollte in kritischen Marktphasen darauf geachtet werden, viel Qualität im Portfolio zu haben.

Im Sommer, sobald unserer Einschätzung

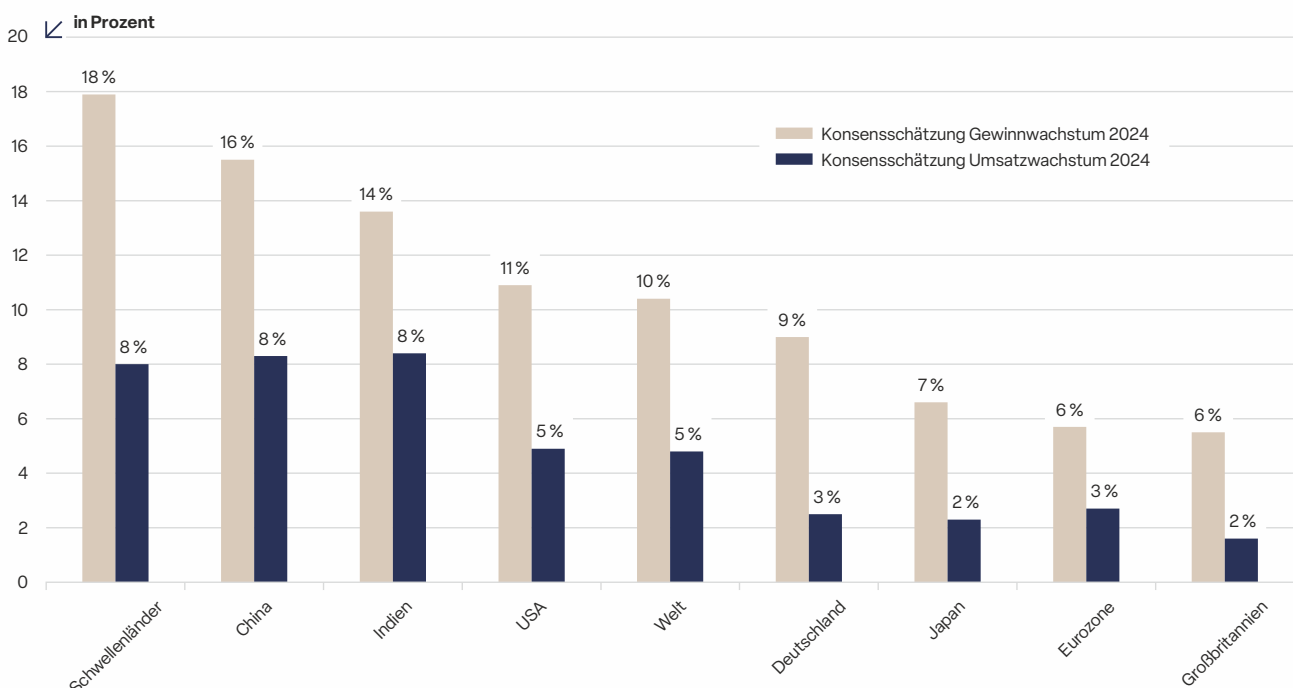
nach ausgeprägtere Zinssenkungen starten, empfehlen wir verstärkt in Anleihen zu investieren. Sobald sich die wirtschaftliche Lage nach einer Reihe von Zinssenkungen wieder verbessert, sehen wir im Spätherbst den Wendepunkt zugunsten von Aktien, deren Kurse bis zu diesem Zeitpunkt spürbar nachgegeben haben sollten. Gold und Anleihen werden dann untergewichtet.

Rohstoffe reagieren in der Regel frühzyklisch und gelten bei erhöhten geopolitischen Risiken als wichtiger Diversifikator. Nach heftigen Verlusten im vergangenen Jahr sehen wir zunächst eine Stabilisierung, die in der zweiten Jahreshälfte mit anziehendem Wirtschaftswachstum den Grundstein für steigende Rohstoffpreise und attraktive Opportunitäten bietet. Die Liquidität halten wir das ganze Jahr über gering. Mit sinkenden Inflationsraten und dem Ende der Zinserhöhungen sollte die negative Korrelation zwischen Anleihen und Aktien zurückkehren. Freiwerdende Liquidität durch den Abbau von Aktienrisiken kann daher gewinnbringender in Anleihen investiert werden, anstatt sie auf dem Konto zu par-

ken. Überdies erwarten wir keine tiefe Rezession, so dass sich die temporären Verluste am Aktienmarkt in Grenzen halten und keine strategisch erhöhte Kassehaltung erforderlich ist.

Änderungen dieses Fahrplans ergeben sich, wenn die Weltwirtschaft einem positiveren oder negativeren Pfad folgt. Eine weiche Landung der globalen Konjunktur halten wir für deutlich wahrscheinlicher als eine tiefe Rezession. In erstem Fall würden Wachstumsrückgang und Zinswende schwach ausfallen, so dass sich Aktien deutlich besser als Anleihen entwickeln. In beiden Anlageklassen wären risikoreichere Segmente, längere Duration und stärkere zyklische Ausprägung zu bevorzugen. Sollte es dagegen doch eine kräftige Rezession geben, ist mit aggressiven Zinssenkungen, hohen Ausfallraten bei (Hochzins-)Anleihen und deflationären Tendenzen zu rechnen. Qualität, defensive Eigenschaften und geringe Liquiditätsrisiken wären in diesem Szenario Trumpf, ebenso eine markante Untergewichtung in Aktien zugunsten langlaufender Staatsanleihen, Gold und Liquidität.

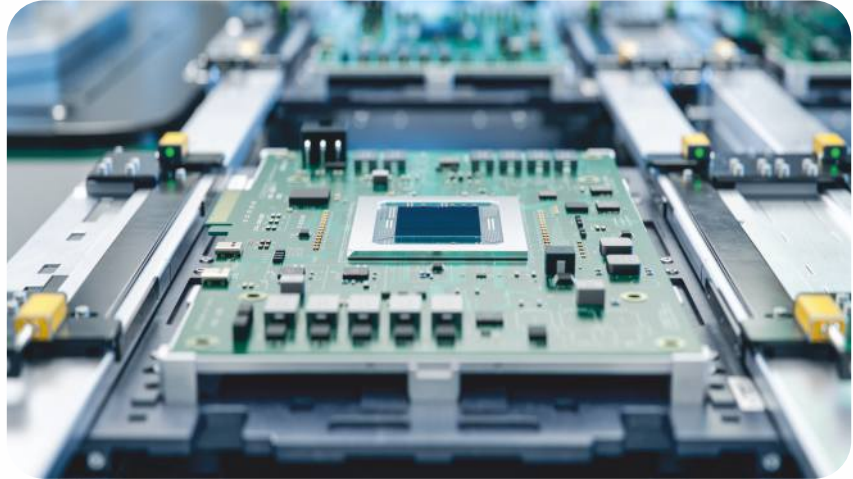
Gewinnerwartungen bergen nur leichtes Enttäuschungspotenzial



Quellen: Yardeni Research, Thomson Reuters, I/B/E/S / Stand: 29.11.2023

Aktien

An den Aktienmärkten ist eine Rezession kein Thema mehr. Im Gegensatz zu den Zinsmärkten haben sich die Anleger hier vollends auf eine sanfte Landung der Weltwirtschaft eingestellt. Die Kurse sind in den letzten Wochen des Jahres 2023 nach oben geschossen und haben die Bewertungen der Unternehmen mitgerissen. Die Gewinnerwartungen für dieses Jahr blieben jedoch nahezu unverändert. Rund 90 % der 500 größten US-Titel liegen inzwischen über ihrem 50-Tage-Durchschnitt. Die Aktienrückkäufe sind im letzten Quartal auf den höchsten Stand seit 2019 gesprungen. In den USA ist die Euphorie so groß, dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse wieder das Niveau vor der Zinswende erreichten. Das gilt sogar für die Nachzügler, insbesondere gering kapitalisierte Unternehmen, die besonders unter dem Zinsanstieg und den engen Arbeitsmärkten leiden. Nicht nur in den Indizes hat die Konzentration auf die größten US-Technologietitel (siehe auch Rückblick 2023) besorgniserregende Züge angenommen. Auch die Positionierung der großen Anleger ist homogener geworden: Zwei Drittel aller Multimanager-Hedgefonds sind in denselben Aktien investiert. Viele dieser Titel, insbesondere die Technologie-Lieblinge der Anleger, sind inzwischen auf Perfektion gepreist. Gleichzeitig ist das Angstbarometer des Marktes, der Volatilitätsindex VIX, auf den niedrigsten Stand seit 2014 gesunken.



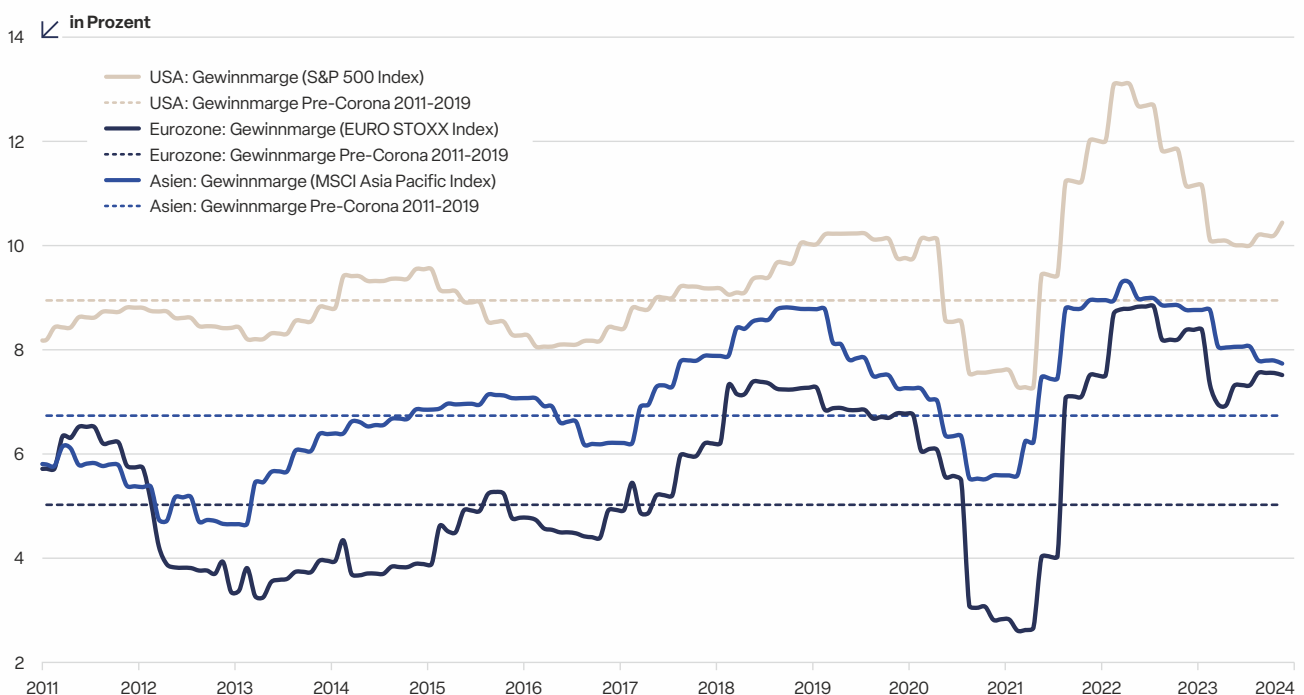
Aktien der großen Tech-Konzerne waren 2023 besonders gefragt.

© IM Imagery – stock.adobe.com

he auch Rückblick 2023) besorgniserregende Züge angenommen. Auch die Positionierung der großen Anleger ist homogener geworden: Zwei Drittel aller Multimanager-Hedgefonds sind in denselben Aktien investiert.

Viele dieser Titel, insbesondere die Technologie-Lieblinge der Anleger, sind inzwischen auf Perfektion gepreist. Gleichzeitig ist das Angstbarometer des Marktes, der Volatilitätsindex VIX, auf den niedrigsten Stand seit 2014 gesunken.

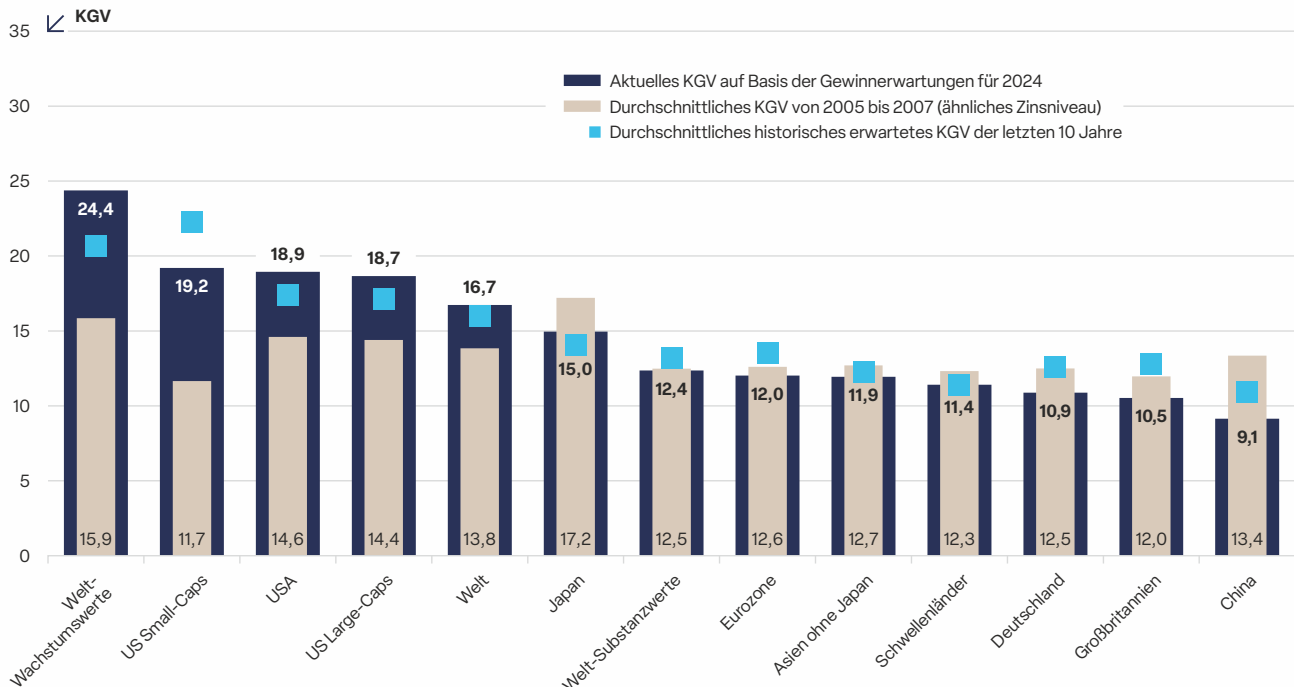
Gewinnmargen im Aufwind



Quellen: Yardeni Research, Thomson Reuters, I/B/E/S / Stand: 29.11.2023



Wachstumswerte sind (zu) ambitioniert bewertet



Quellen: Bloomberg / Stand: 29.11.2023

ten Stand seit 2019 gefallen. Das hat jenen Strategien, die Volatilität verkaufen und durch die Coronakrise totgeglaubt waren, zu einem unerwarteten Comeback mit massiven Zuflüssen und hohen Gewinnen verholfen. All diese Puzzlestücke zeigen, dass die massive Aufwärtsbewegung in jüngster Zeit weit mehr auf dem Zustrom von Kapital als auf verbesserten Fundamentaldaten beruhte. Gerade an den US-Aktienmärkten stuften Anleger das Risiko als äußerst gering ein.

Droht also eine Katastrophe, falls die optimistischen Annahmen fehlschlagen? Der Blick in die Vergangenheit beruhigt. Nicht jede Rezession wird zwingend von dramatischen Abwärtstendenzen begleitet. In den vergangenen 100 Jahren unterbrachen vor allem milde Rezessionsphasen einen Bullenmarkt für Aktien nur für kurze Zeit, anstatt ihn umzukehren. Die Nachkriegsrezessionen 1945, 1949 und 1953/54 sind eine interessante Blaupause für dieses Jahr, da es einige wirtschaftliche Parallelen gibt: Nach einem einschneidenden Ereignis, dem Welt-

krieg, brauchten die Unternehmen Zeit, um das Angebot von der Kriegsproduktion umzustellen und damit die boomende Nachfrage als Folge des neu gewonnenen Wohlstands zu befriedigen. Diese Angebotslücke sorgte für eine steigende Inflationsrate. Doch während des wirtschaftlichen Abschwungs fiel die Teuerung rasch bis in die Deflation zurück.

Obwohl es in allen drei Fällen temporäre, teils auch heftigere Kursverluste gab, warfen Aktieninvestitionen, die zu Beginn der Konjunkturflaute eingegangen wurden, am Ende der Rezession respektable Gewinne ab. Zwar darf nicht übersehen werden, dass immer, wenn die Märkte einen Wirtschaftsabschwung derart galant abschüttelten, die Zentralbanken mit geldpolitischen und Staaten mit fiskalpolitischen Schritten den Molltönen frühzeitig und angemessen begegneten. Genauso wenig sollte aber die operative und finanzielle Situation der Unternehmen vergessen werden – und die sieht, entgegen der allgemeinen Wahrnehmung, richtig gut aus.

Die Gewinne der 1.500 größten Unternehmen der Welt stagnierten im vergangenen Jahr, US- und Eurozonen-Firmen werden 2023 im Schnitt voraussichtlich mit einem leichten Plus zwischen zwei und vier Prozent abschließen. Die niedrige Wachstumsrate mag enttäuschen. Doch Gewinne und Cash-flows liegen damit immer noch 30 % über dem Vor-Corona-Niveau. Sie haben sich seit dem Beginn der letzten Dekade, als die Märkte aus der großen Finanzkrise kamen und ein ähnliches Zinsniveau voranden, fast verdoppelt. Bei den Gewinnmargen liegt der Aufschlag gegenüber 2019 bei 1,5 %, mit steigender Tendenz. Die Nettoverschuldung hat sich nach 15 Jahren Abwärtstrend beim 1,6fachen zum Bruttoge-

”

Viele Unternehmen stehen finanziell gesund da.

winn (EBITDA) auf einem sehr moderaten Niveau eingependelt. Kurzum: Das Gros der Unternehmen ist finanziell so gesund, dass es eine milde Rezession recht unbeschadet überstehen dürfte.

Das für dieses Jahr erwartete Gewinnwachstum von rund zehn Prozent erscheint uns angesichts der wirtschaftlichen Eintrübung nur leicht überhöht. Studien belegen, dass die vermutete positive Beziehung zwischen Inflationsraten und Margen nur schwach ausgeprägt und nicht stabil ist. Wir schließen uns der Mehrheitsmeinung, dass sinkende Inflationsraten die Gewinnspannen belasten werden, daher nicht an. Vielmehr erwarten wir, dass sie infolge von Effizienzgewinnen durch technologischen Fortschritt (KI) und steigende Arbeitsproduktivität auch bei schwächerer Konjunktur und geringerem Potenzial für Kostensenkungen mindestens gehalten werden können. Das bedeutet: Selbst wenn die Gewinnerwartungen noch um 20 % abwärts korrigiert und die Bewertungen moderat sinken sollten (in der Vergangenheit implizierte ei-

ne 20 % negative Gewinnrevision eine Rezession und dies resultiere meistens mit deutlichen Abschlüssen in den Kursen), ergäbe sich immer noch eine Aktienmarktentwicklung im mittleren einstelligen Prozentbereich. Zudem zeigt die Vergangenheit, dass auf kurze Phasen sinkender Gewinne wie im letzten Jahr meist längere Zeiträume mit höheren Aktienmarktrenditen folgen. Quintessenz: Investoren sollten in Abschwungphasen nicht vor Aktieninvestments zurückschrecken, aber selektiver hinsichtlich Regionen, Sektoren und Unternehmensgröße vorgehen.

Mittelgroße und kleinere Unternehmen halten wir für interessant. Solide Wachstumsaussichten, niedrigere Bewertungen und ein attraktives Nachholpotenzial sprechen für beide Segmente. Zwar geraten gering kapitalisierte Werte in einer Rezession stärker unter Druck, da sie ihre Schulden mit höheren Aufschlägen refinanzieren müssen und nicht über das Kostensparpotenzial größerer Firmen verfügen. Dies dürfte aber erst zur Jahresmitte ein Thema werden. Ak-

tuell sind die Gewinn- und Umsatzerwartungen an kleine Unternehmen gering. Im Gegensatz zum breiten Markt sind sie auf eine Rezession gepreist. Setzt sich der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten bis ins Frühjahr fort, erwarten wir eine überdurchschnittliche Wertentwicklung. Zum Jahresende, wenn die Zinsen deutlich gefallen sind, sehen wir erneut Potenzial für das Segment kleinerer Titel.

Werte aus defensiven Sektoren wie Basiskonsum, Versorger, Pharma und Gesundheit verfügen meist über attraktive Dividendenrenditen, hohe wiederkehrende Erträge und eine gute Preissetzungsmacht. Sie sind trotz ihrer Qualität günstig bewertet und bieten oft langweilige, aber stabile Geschäftsmodelle. Im Wirtschaftsabschwung halten sie sich typischerweise gut, selbst bei einer tieferen Rezession. Als Verlierer des letzten Jahres profitieren sie nun davon, dass viele Anleger ihnen den Rücken zugekehrt haben und unterinvestiert sind. Der relative Bewertungsvorteil sollte sich spätestens (wenn nicht schon gleich zu Beginn des Jahres, da viele Investoren die letztjährigen Verlierer Anfang des Jahres ins Portfolio legen) ab dem Frühjahr auszahlen, wenn sich die Wachstumsaussichten eintrüben. Wir empfehlen, ihre Gewichtung zu Lasten zyklischer Titel auszubauen.

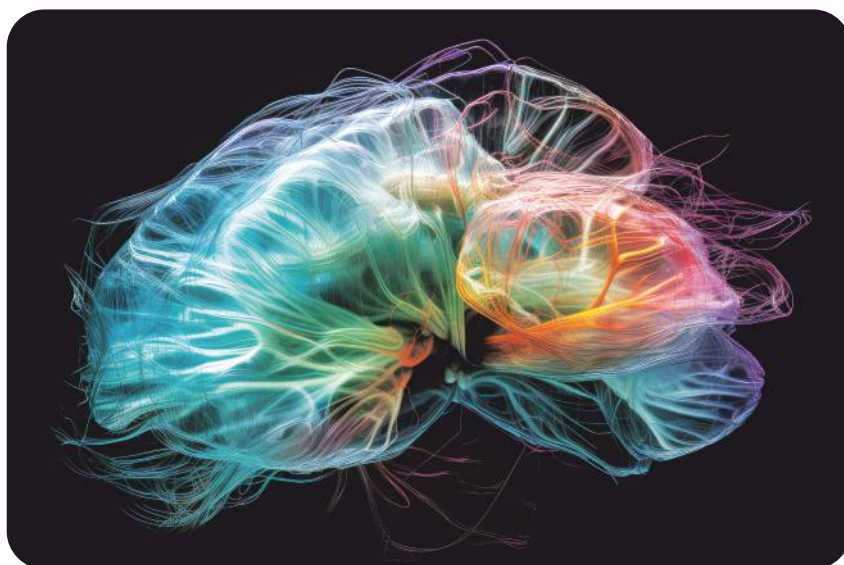
Bei den großen Technologiewerten spiegelt sich das überdurchschnittlich hohe Gewinnwachstum in den sehr hohen Bewertungen wider. Die „Winner takes it all“-Mentalität ist auf lange Sicht selten erfolgreich. Spannender finden wir daher Technologiewerte aus der zweiten Reihe, insbesondere wenn sie dem Thema KI zugewandt sind. Sie sollten von einer zweiten KI-Welle profitieren, die sich stärker auf Software-Entwicklung und die Optimierung industrieller Prozesse fokussiert.

Energie- und Rohstofftitel sind zwar zyklischer Natur, haben aber als Absicherung gegen geopolitische Risiken ihren Wert. Trotz hoher Cash-flows, sehr günstiger Bewertung, hoher Investitionsdisziplin und attraktiven Ausschüttungen sind sie bei Anlegern unter Nachhaltigkeitsaspekten unbeliebt. Diese Vernachlässigung und ihre relative Stärke im späten Zyklus machen sie für uns interessant.

Auf regionaler Ebene erwarten wir bis in

”

Bei Aktien wird die zweite Reihe wieder interessant.

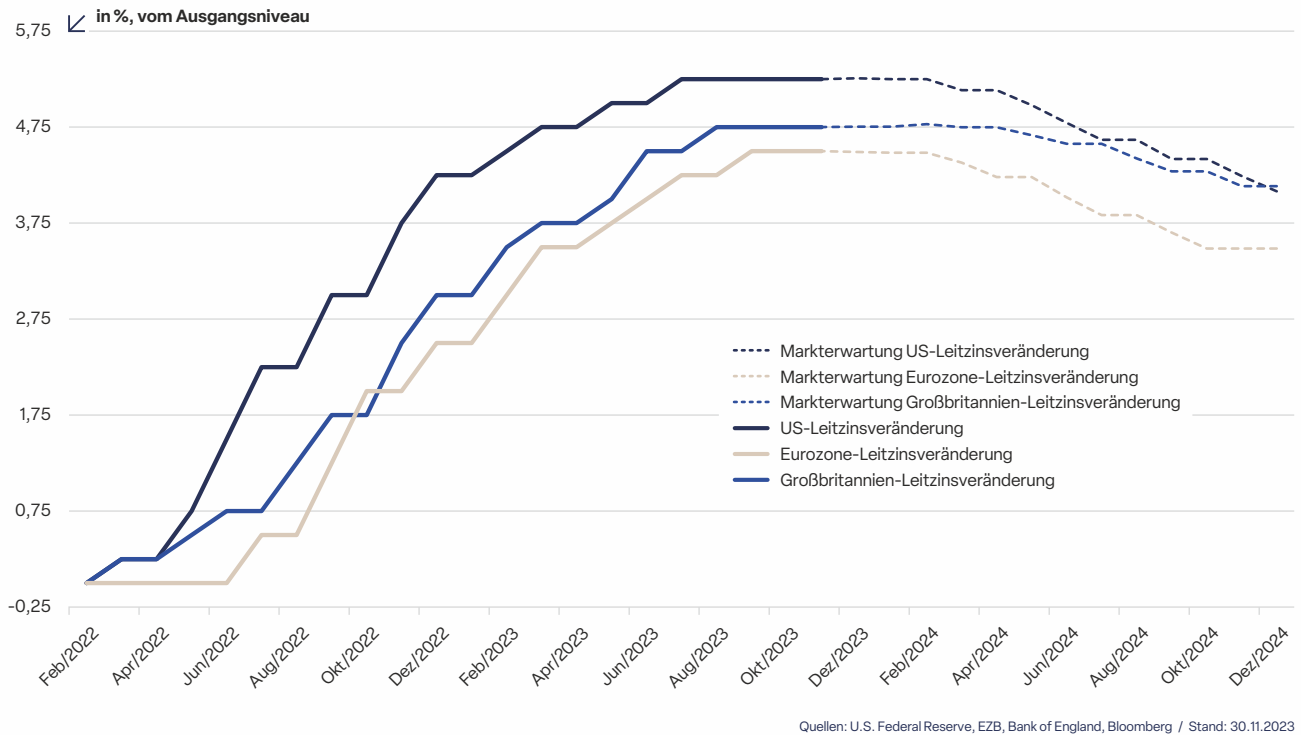


Dieses Bild soll Künstliche Intelligenz illustrieren – und wurde mit einer KI geschaffen.

© Leo | Generiert mit KI – stock.adobe.com



Leitzinserwartungen implizieren weiche Landung der westlichen Wirtschaften



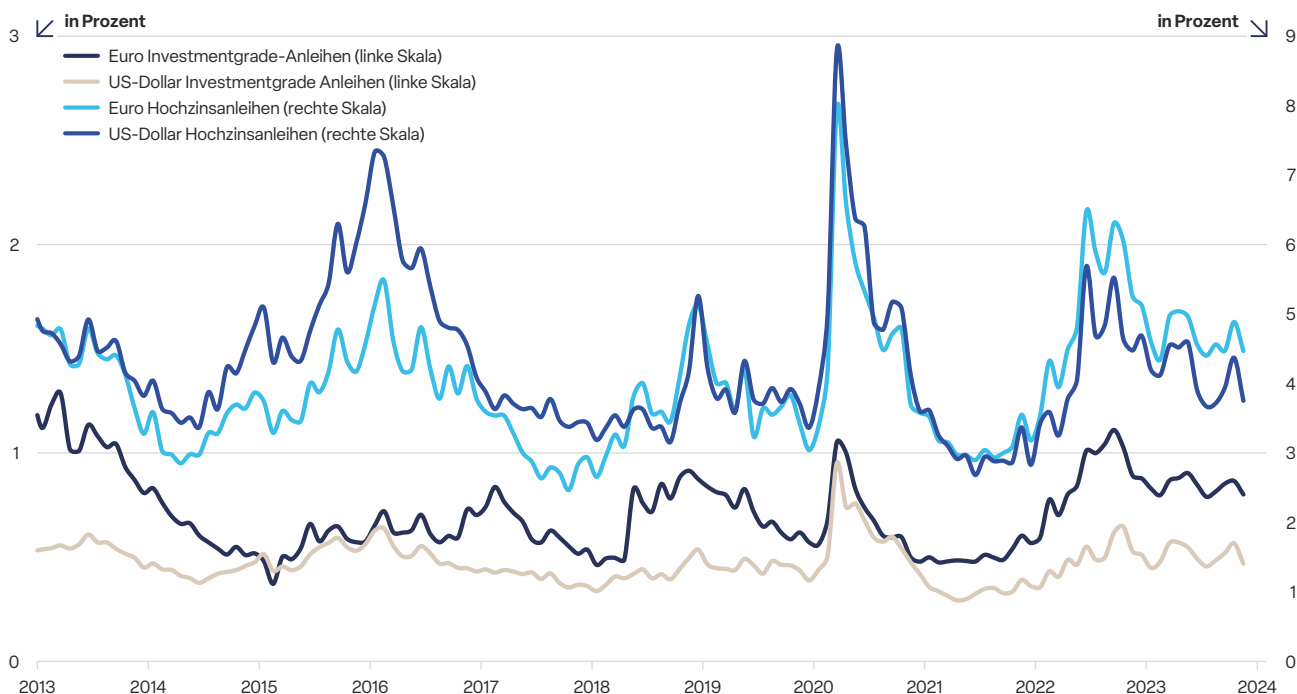
den Sommer eine bessere Wertentwicklung europäischer Aktien. Der Hauptgrund liegt in der deutlich günstigeren Bewertung und den niedrigen Erwartungen an das Gewinnwachstum. Sie spiegeln wider, dass sich die Eurozone bereits in einer Rezession befindet. Der Vorteil: Das Abwärtspotenzial bei Enttäuschungen ist gering. In der Vergangenheit entwickelten sich US-Aktien jedoch stets besser, sobald sich eine stärkere wirtschaftliche Schwäche manifestierte. Auch das höhere Zinssenkungspotenzial und der Präsidentschaftswahlzyklus sprechen für eine Übergewichtung amerikanischer Werte in der zweiten Jahreshälfte. Als interessante, aber spekulative Beimischung sehen wir chinesische Aktien. Kaum ein Anleger ist in Chinas Aktienmarkt investiert, der sehr günstig geworden ist. Stabilisiert sich das Wachstum und wird die Regulierung gelockert, verfügen chinesische Valoren über enormes Aufholpotenzial. In einer Rezession gilt Indien als Markt mit guten defensiven Qualitäten und einer losen Bindung an den globalen Zyklus.



Der chinesische Aktienmarkt könnte 2024 wieder interessant werden.

© f11photo – stock.adobe.com

Gute Qualitäten sind fair bewertet - schlechte sind überbewertet



Quellen: Bloomberg / Stand: 29.11.2023

Anleihen

Ohne die Dramatik der letzten sechs Wochen des vergangenen Jahres wäre der Ausblick auf die Rentenmärkte für dieses Jahr sehr einfach gewesen. Drei Jahre mit negativer Wertentwicklung für Staats- und gute Unternehmensanleihen, das Ende des schärfsten geldpolitischen Straffungszyklus der vergangenen vier Dekaden und Leitzinsen, die deutlich über ihren neutralen Niveaus liegen, hätten eine komfortable Ausgangsbasis geliefert. Mit einer globalen Rezession vor Augen, hohen, aber stark rückläufigen Inflationsraten und vernünftigen Leitzinserwartungen der Märkte wären nur drei Aspekte für 2024 entscheidend gewesen: Wann schwenken die Notenbanken um und senken wieder die Zinsen, in welchem Tempo senken sie diese und wann beginnen die Investoren, diesen Kurswechsel einzupreisen. Nach dem gravierenden Anstieg der Prämien für längere Laufzeiten im Herbst letzten Jahres waren sinkende Ren-

diten – ergo Kursgewinne – für Anleihen aller Laufzeiten so gut wie ausgemacht. Eine so lange und ausgeprägte Verlustperiode festverzinslicher Papiere wäre historisch derart außergewöhnlich, dass allein die häufig zu beobachtende Rückkehr zum langfristigen Mittelwert für ein sehr gutes Rentenjahr 2024 gesprochen hätte.

In den vergangenen Wochen überraschten

„
Die US-Notenbank sorgte mit ihrer neuen Rhetorik für einen Paukenschlag.

deutlich sinkende Inflationsraten die (Anleihen)Investoren, starke Kursbewegungen waren die Folge. In den Industrieländern näherte sich der Wert der Drei-Prozent-Marke, die trägeren Kernraten gaben ebenfalls nach und auch die Erzeugerpreise stiegen kaum noch (USA) oder sanken auf Jahressicht massiv (Eurozone und China). Trotz anhaltend positiver Konjunkturdaten schlugen die Notenbanker unerwartet sanfte Töne an. Den Paukenschlag lieferte jedoch die US-Zentralbank, indem sie Investoren und Analysten mit einer rhetorischen geldpolitischen Wende überraschte. Bis Ende November hatte die Fed gebetsmühlenartig einen längeren Zeitraum anhaltend hoher Leitzinsen avisiert. Plötzlich erklärte ihr Vorsitzender öffentlich, dass man über den richtigen Zeitpunkt für sinkende Leitzinsen diskutiert habe. Ohne ersichtlichen Grund legitimierte Jerome Powell damit Erwartungen, dass die Fed die Zinsen früher und stärker senken werde. Aus den im Konsens erwarteten drei kleinen Zinsschritten bis zum Jahresende 2024 wurden schlagartig fünf



bis sechs. Powells Verbeugung vor dem Markt – und, Gerüchten zufolge, auch vor dem Weißen Haus – hatte Signalwirkung. Rund um den Globus, in der Eurozone, Großbritannien und sogar Kanada und Australien, setzten Anleger plötzlich auf zwei bis drei mehr Zinssenkungen. Die langfristigen Renditen brachen so stark ein, dass aus dem recht sicher geglaubten Rentenverlustjahr 2023 gerade für die risikoreicheren Segmente ein ansehnliches Plus wurde. Um es klarzustellen: Wir erwarten weiterhin, dass Anleihen guter Qualität in diesem Jahr eine starke Wertentwicklung zeigen und unter Risikogesichtspunkten deutliche Vorteile gegenüber anderen Anlageklassen bereithalten. Das Kurspotenzial, vor allem für längerlaufende Titel, fällt jetzt jedoch schmaler aus. Die Zinssenkungsfantasien sind ambitionierter und der Zeitpunkt für den Beginn des neuen Zyklus im März/April für die USA und die Eurozone erscheint uns nun zu früh.

Wir erwarten, dass sich die Inflationsraten dies- und jenseits des Atlantiks erst dann stärker zurückbilden, wenn ihre zyklischen Komponenten für Güter und Dienstleistungen beschleunigt nachgeben. Das ist zur Jahresmitte mit einer schneller abnehmenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wahrscheinlich. Strukturelle Gründe wie das Verlagern von Lieferketten, demographische Aspekte oder Anpassungen infolge des Klimawandels sorgen dafür, dass der azyklische Teil der Teuerung tendenziell hoch bleibt. Momentan sind die Kerndienstleistungen in vollem Umfang für die US-Gesamtinflation verantwortlich. Die Sub-Kategorien mit dem weitaus höchsten Beitrag zur Kerndienstleistungsinflation sind Wohnkosten und Autoversicherungen.

Auf den hoch disinflationären Einfluss der Wohnkosten in diesem Jahr hatten wir im wirtschaftlichen Ausblick bereits hingewiesen. Auch bei den Autoversicherungen dürfte eine Entspannung anstehen. Die Prämien waren unter anderem durch hohe Neu- und Gebrauchtwagenpreise und teure Reparaturen infolge von Lieferengpässen – beides indirekte Folgen der Pandemie – gestiegen. Fallen die nachlaufenden Effekte mit der zyklischen Deflation zusammen, sollten die Kernraten schneller sinken als erwartet.

Dann wäre nicht nur die ökonomische Notwendigkeit für ein beherzteres Eingreifen der Notenbanken gegeben. Die geldpolitisch begründete Argumentation, den Preisauftrieb zu begrenzen, verhilft den Geldhütern zu einer wichtigen Verteidigungslinie, falls die Inflation einige Jahre später wieder steigen sollte. Auch aus politischen Gründen dürfte die Fed eher zu spät agieren. Im Wahljahr zeigen sich die Geldpolitiker traditionell zurückhaltender.

Die zögerliche Haltung der US-Notenbank wird auf die Geldpolitik in den anderen Regionen ausstrahlen, da Anreize bestehen, synchron zu agieren. Obwohl die Notwendigkeit für eine lockere Geldpolitik in Europa dringender ist, erwarten wir nicht, dass die europäische, die englische und die Schweizer Notenbank der amerikanischen weit vorseilen werden.

Wir rechnen zwar damit, dass die Zinsen später gesenkt werden als allgemein erwartet, dann aber schneller und in größeren Schritten als allgemein erwartet. Trotz massiv verschärfter Finanzierungsbedingungen, robust verankerter Inflationserwartungen und der Unsicherheit, wann die geldpolitischen Maßnahmen ihre Wirkung entfalten, gehen Anleger aktuell von einem eher sanften Lockerungszyklus aus. Da die Notenbanken die Leitzinsen während einer Rezession erfahrungsgemäß unter die neutralen Niveaus absenken, diese aber derzeit deutlich über den aktuellen Sätzen liegen, dürften die Leitzinssenkungen in Summe wesentlich höher ausfallen als prognostiziert.

Für Anleihen bedeutet dieser Fahrplan, dass den (geringfügigen) Enttäuschungen in der ersten Jahreshälfte beträchtliche Kursgewinne gegenüberstehen, sobald deutlich wird, dass die Notenbanken schneller und stärker agieren müssen. Staatsanleihen und Unternehmensanleihen guter Qualität werden von diesem Überraschungspotenzial am stärksten profitieren. Die Kreditaufschläge bei Unternehmensanleihen guter Qualitäten (also die Renditedifferenz gegenüber risikolosen Anleihen wie Bundes- oder US-Staatsanleihen) sind im historischen Vergleich zwar nicht sonderlich hoch. Dennoch sehen wir selbst bei einer moderaten Rezession wenig Gefahren für eine massive Ausweitung der Kreditaufschläge und stark steigende Ausfallraten. Die Grün-

”

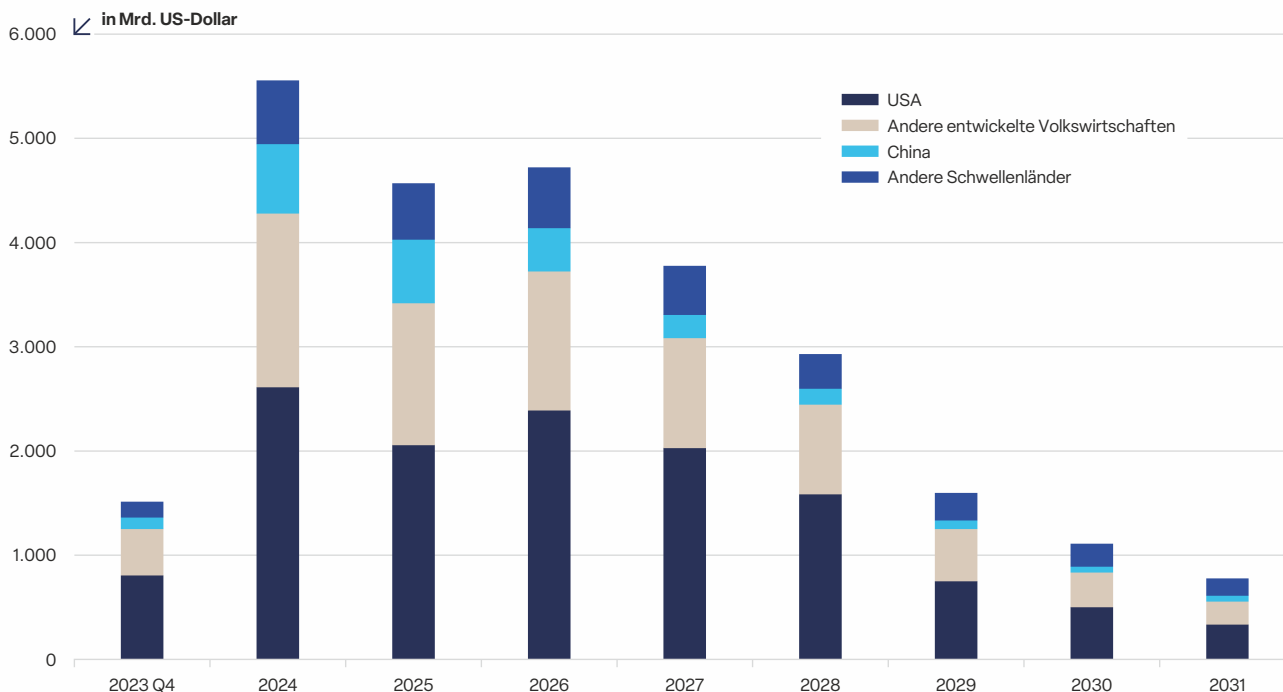
**Die
Leitzinssenkungen
dürften 2024
höher ausfallen
als bisher
erwartet.**

de dafür liegen in den gesunden Bilanzen der meisten Emittenten, einer nach wie vor niedrigen effektiven Zinsbelastung, starken absoluten Gewinnen und nur moderaten Refinanzierungsnotwendigkeiten.

Anders sieht es bei Hochzinsanleihen aus. Hier haben sich die Kreditaufschläge sich im letzten Jahr spürbar eingengt, obwohl die Ausfallraten sukzessive anstiegen, eine Rezession dieses Segment stärker belasten würde und die Refinanzierungskosten und -erfordernisse um einiges höher ausfallen. Allein in diesem Jahr müssen Unternehmen mit Sub-Investmentgrade-Rating doppelt so viel refinanzieren wie in 2023. Das wird nicht ohne Einfluss auf die Gewinne und die Kreditwürdigkeit bleiben. Wir empfehlen daher, bei zunehmender wirtschaftlicher Schwäche stärker auf Unternehmensanleihen besserer Qualitäten zu setzen und Hochzinsanleihen zu meiden.

Aus historischer Sicht hat das Ende des Zinserhöhungszyklus stets zu deutlichen Zuflüssen in Anleihen geführt. Sie waren am stärksten, wenn Rezessionsorgen und Risikoaversion zunahmen. Die Positionierung der Anleger spricht dabei weiterhin für Anleihen. Zwar haben sich viele institutionelle Investoren bereits der neuen Realität angepasst. Die privaten Haushalte in den USA – und in geringerem Maße auch in der Eurozone – sind aber nach wie vor in Aktien

Steigender Refinanzierungsbedarf treibt die künftige Zinsbelastung



Quellen: IMF Global Financial Stability Report Okt. 2023, Dealogic, Fed of St. Louis / Stand: 30.11.2023

über- und Anleihen untergewichtet. Ebenso haben ausländische Investoren ihre Bestände in US-Staatsanleihen in der jüngeren Vergangenheit abgebaut. Obwohl es meist die Staaten waren, die sich kurzfristig finanzierten und jetzt den Großteil der Refinanzierung schultern müssen, wird der Markt mit zunehmendem Appetit auf Staatsanleihen das steigende Angebot unseres Erachtens viel problemloser als im vergangenen Jahr aufnehmen.

Da wir eine steilere Zinsstrukturkurve erwarten und aus unserer Sicht am langen Ende schon viel eingepreist ist, bevorzugen wir in der ersten Jahreshälfte kurze und mittlere Laufzeiten und tauschen im zweiten Halbjahr in spätere Fälligkeiten. Unter Berücksichtigung des Währungsrisikos erwarten wir keine signifikant andere Wertentwicklung europäischer und amerikanischer Papiere. Zwar besteht in den USA das höhere Zinssenkungspotenzial, höhere Ausfallquoten und eine geringere Entlohnung des Bonitätsrisikos dürften diesen Vorteil aber ausgleichen.

Rohstoffe

Sinkende Inflationsraten und steigende Zinsen haben dazu geführt, dass die realen Renditen in den USA im letzten Jahr um rund 3,5 % nach oben kletterten. Es war das höchste Niveau seit der großen Finanzkrise. Dadurch verteuerten sich die Opportunitätskosten der Goldhaltung massiv, sprich: Investments in Gold waren verhältnismäßig unattraktiv. Dennoch markierte das Edelmetall neue Allzeithochs und schloss 2023 mit einer besseren Wertentwicklung als Anleihen ab. Auch gegenüber sämtlichen Energie- und Industrierohstoffen schnitt Gold besser ab. Dass der Goldpreis einem enormen Anstieg der realen Verzinsung trotz, war in der Vergangenheit nicht ungewöhnlich. In den letzten drei Jahrzehnten traten solche Phasen aber stets auf, wenn die Inflationsraten rapide abnahmen und die Zinsen der Entwicklung hinterherliefen. In der Regel lösen einschneidende Ereignisse oder Finanzkrisen, verbunden mit hohen

Risiken sowie politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit, solche Bewegungen aus. Die (Opportunitäts)Kosten der Goldhaltung spielen dann keine Rolle mehr. Stattdessen tritt für Anleger die Suche nach einem sicheren Hafen in den Vordergrund und/oder Zentralbanken versuchen, ihre „Kriegskasse“ aufzustocken. Das zurückliegende Jahr war anders und die Wertentwicklung von Gold in diesem Kontext daher etwas Besonderes. Man konnte beobachten, dass die Zentralbanken Singapurs, Chinas, der Türkei, Russlands und Indiens ihre Goldbestände spürbar erhöhten. Ziel war es, die Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern, der bei den Sanktionen gegen Russland als

„

Das Interesse an Gold dürfte weiter anhalten.



Waffe eingesetzt wurde. Bei anhaltenden geopolitischen und Handelsspannungen dürften derartige Umschichtungen anhalten und den Aufwärtstrends des Goldes unterstützen. Da sich viele Investoren auf eine sanfte Landung der Weltkonjunktur einstellen, stellt dies ein positives Überraschungspotenzial für die Goldnachfrage dar, sofern es (wie von uns erwartet) doch zu einer zyklischen Rezession kommt.

Die Nominalzinsen sollten deutlich sinken, die realen Renditen zumindest in eine Seitwärtsphase übergehen. Zudem erwarten wir keine ausgeprägte Stärke der US-Devisen, so dass sich Gold außerhalb der USA nicht währungsgetrieben verteuert. Gleichwohl profitieren viele traditionelle Goldnachfragerländer wie Indien oder der Nahe Osten von einem steigenden Pro-Kopf-Wohlstand.

Nach den Terrorangriffen der Hamas auf Israel sprach viel dafür, dass sich die Ölpreise in Richtung 100 US-Dollar bewegen und die Welt vor einem erneuten Inflationsschub steht. Die Öllager der OECD-Länder waren kaum gefüllt, die Produktionsdisziplin der OPEC+ hoch. Chinas Ölnachfrage war trotz Immobilienkrise auf ein Rekordniveau geklettert, da die boomende Reise- und Freizeitindustrie große Mengen an Kraftstoff benötigte. Gleichzeitig sahen alle gro-



Die globale Ölproduktion stieg 2023 gegenüber dem Vorjahr leicht an.

© Cavan | Generiert mit KI – stock.adobe.com

ßen Energieagenturen ein zunehmendes Angebotsdefizit. Dass diese Mixtur keinen perfekten Preissturm hervorrief, hat fundamentale Gründe.

Erstens ist das Produktionswachstum der USA unterschätzt worden. Die US-Schieferölproduktion ist effizienter geworden, die hohen Ölpreise der letzten Jahre haben genug Cash-flows zur Finanzierung des Produktionsausbaus generiert. Andere Nicht-

OPEC-Produzenten wie Kanada und Brasilien haben ihre Kapazitäten ebenfalls ausgebaut. Gleichzeitig wuchs die Ölnachfrage in China angesichts des mauen Binnenwachstums und der starken Förderung der Elektromobilität nicht so stark wie prognostiziert. Und schließlich sanken die Lagerbestände der Industrieländer nicht auf die erwarteten kritischen Niveaus. Diese Trends dürften 2024 anhalten, so dass das Wachstum der globalen Ölnachfrage vollständig durch eine steigende Produktion außerhalb der OPEC bedient werden sollte.

Der Einfluss des Öl-Kartells als Produzent „letzter Instanz“ dürfte abnehmen, da dessen hohe Produktionsdisziplin vermutlich schwächer wird. Saudi-Arabien hat über Produktionskürzungen bislang die Hauptlast der Anpassung getragen. Die Öleinnahmen sind kräftig gefallen und haben das Haushaltsdefizit in die Höhe getrieben. Der Golfstaat benötigt einen Ölpreis über 85 US-Dollar, um den Mengenrückgang auszugleichen. Je länger der Rohölpreis unter dieser Marke liegt, desto größer wird der Anreiz, mit einer höheren Produktionsmenge einen Ausgleich zu schaffen. Auf der anderen Seite wird das schwächere Weltwirtschaftswachstum die Ölnachfrage aus dem Transportsektor begrenzen. Wir erwarten einen Brent-Ölpreis zwischen 65-85 Dollar je Fass, mit einem Jahresendpreis am oberen Ende der Spanne.



Der Goldpreis erreichte im vergangenen Jahr ein neues Rekordhoch.

© Björn Wylezich – stock.adobe.com

”

Der Euro/Dollar-Kurs sollte sich auch 2024 relativ wenig bewegen.

Währungen

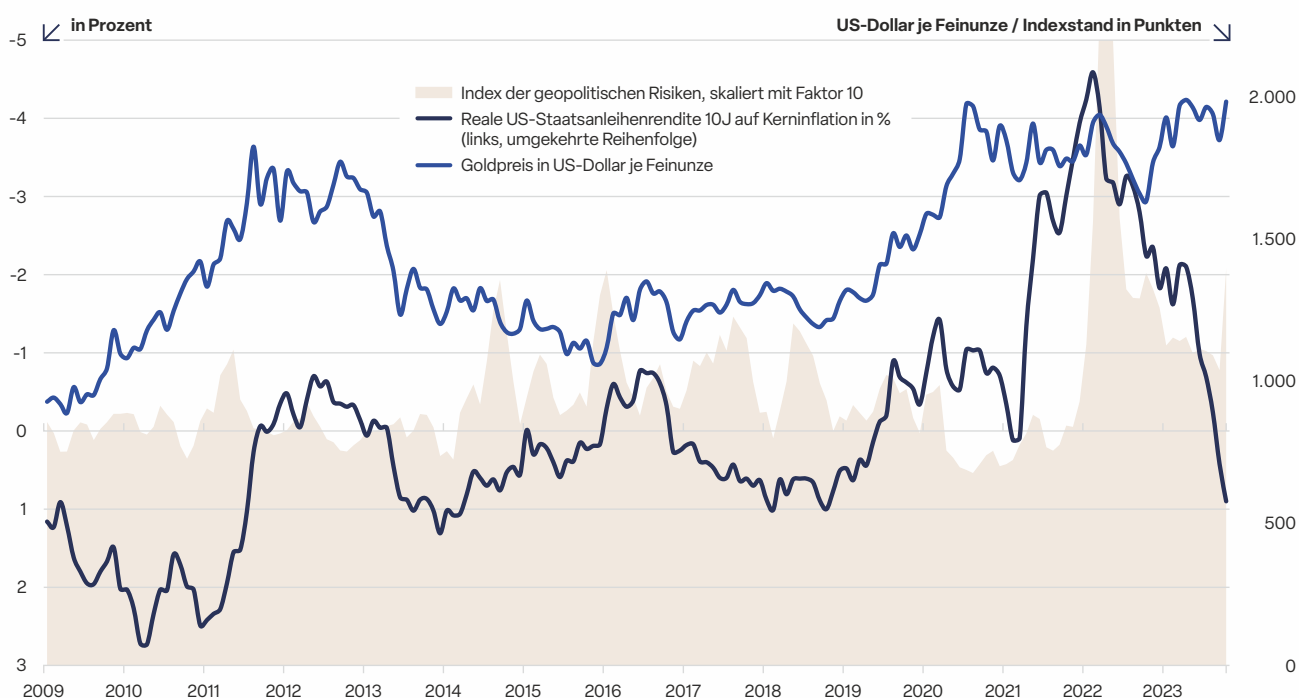
Aufgrund der Tatsache, dass sich die geldpolitische Straffung in den USA und der Eurozone mehr oder weniger im Gleichschritt bewegte, waren die Schwankungen beim Währungspaar Euro/Dollar sehr gering. Das Verhältnis bewegte sich 2023 in einer Spanne zwischen 1,05 und 1,12 seitwärts. Obwohl die US-Devisen nach traditionellen Maßstäben weiterhin überbewertet erscheint, halten wir es für wahrscheinlich, dass diese Handelsspanne in etwa auch 2024 gelten dürfte. Zwar dürften rascher sinkende Inflationsraten in Europa und die schwächere wirtschaftliche Aktivität in der Eurozone die EZB dazu zwingen, schneller die Zinsen zu senken. Die Folge wäre eine Aufwertung des Greenbacks gegenüber der Gemeinschaftswährung. Auch eine Rezession der Weltwirtschaft führt traditionell dazu, dass Kapital in die USA zurückfließt und der Status des „sicheren Hafens“ den US-Dollar aufwerten lässt. In der ersten Jahreshälfte dürfte sich das Verhältnis zwischen Dollar und Euro da-

her stärker an den unten Rand der Spanne bewegen.

Gleichwohl wird die US-Notenbank Fed das höhere Zinssenkungspotenzial in der zweiten Jahreshälfte nutzen und angesichts des höheren Startpunkts das geldpolitische Momentum auf ihre Seite ziehen. Zudem erfordert das höhere US-Staatsdefizit und die kurzfristige Finanzierung der Staatsschulden eine deutlich aktivere Emissionstätigkeit. Der Aufwärtsdruck auf die Laufzeitprämie sollte anhalten, was in der Vergangenheit stets zu einer Abwertung des Dollars führte. In der zweiten Jahreshälfte dürfte die Euro-Dollar-Relation daher Richtung 1,12 tendieren.

Eine ausgeprägte Dollar-Schwäche halten wir aber für unwahrscheinlich. Dafür müsste entweder das Weltwirtschaftswachstum deutlich höher als erwartet ausfallen oder der Status des Greenbacks als Weltleitwährung ernsthaft in Frage gestellt werden. In letzterem Fall könnte ein Käuferstreik für US-Staatsanleihen die US-Notenbank dazu zwingen, ihr Anleihenkaufprogramm zu reaktivieren.

Gold profitiert vom Status als »Sicherer Hafen«



Quellen: Bloomberg, Index: Caldara/Iacoviello (U.S. Federal Reserve) / Stand: 30.11.2023



HRK LUNIS Frankfurt

HRK LUNIS AG
Friedrichstraße 31
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 66773835-0
E-Mail: frankfurt@hrklunis.de

HRK LUNIS Hamburg

HRK LUNIS AG
Cölln-Haus / Brodschangen 3 - 5
20457 Hamburg

Telefon: +49 (0)40 82217750-0
E-Mail: hamburg@hrklunis.de

HRK LUNIS Berlin

HRK LUNIS AG
Lassenstraße 23
14193 Berlin

Telefon: +49 (0)30 72621512-0
E-Mail: berlin@hrklunis.de

HRK LUNIS Hannover

HRK LUNIS AG
Ernst-August-Platz 10d
30159 Hannover

Telefon: +49 (0)511 9368970-0
E-Mail: hannover@hrklunis.de

HRK LUNIS Stuttgart

HRK LUNIS AG
Panoramastraße 17
70174 Stuttgart

Telefon: +49 (0)711 2070207-0
E-Mail: stuttgart@hrklunis.de

HRK LUNIS München

HRK LUNIS AG
Steinsdorfstraße 13
80538 München

Telefon: +49 (0)89 216686-0
E-Mail: muenchen@hrklunis.de

HRK LUNIS Ingolstadt

HRK LUNIS AG
Theodor-Heuss-Straße 53
85055 Ingolstadt

Telefon: +49 (0)89 216686-0
E-Mail: ingolstadt@hrklunis.de

HRK LUNIS Schonungen

HRK LUNIS AG
Am Brauhaus 2
97453 Schonungen

Telefon: +49 (0)9727 90792-60
E-Mail: schonungen@hrklunis.de

Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch auf vollständige Darstellung erhebt.

Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung/Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und ersetzt nicht die Beratung und Risikoaufklärung durch Ihren persönlichen Berater.

Individuelle Steuer- und/oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen. Obwohl diese Unterlagen mit großer Sorgfalt erstellt wurden, kann die HRK LUNIS AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen. Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.

Wenn **Vermögensverwaltung** in höchster Qualität gelebt wird.



HRK LUNIS AG

Friedrichstraße 31
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 66773835-0
E-Mail: info@hrklunis.de

[hrklunis.de](https://www.hrklunis.de)



HRK LUNIS
Vermögensverwaltung

Wenn **Vermögensverwaltung**
in höchster Qualität gelebt wird.