

Nr. 1: Eurozone und Deutschland vermeiden Rezession (bisher)



9. Februar 2024

Konjunktur und Geldpolitik: Die Wachstumsschwäche in der Eurozone setzt sich fort. Das vierte Quartal fiel zwar etwas besser aus als erwartet und die Stagnation der Wirtschaft bedeutete, dass die Eurozone den Eintritt in eine Rezession vermeiden konnte. Die Aussichten bleiben aber trübe und die Einkaufsmanagerindizes signalisieren auch für den Jahresauftakt keine spürbare Konjunkturbelebung. Erst danach könnten zunehmende Konsumausgaben für gewisse Wachstumsimpulse sorgen, sodass das EWU-BIP im Gesamtjahr leicht zulegen dürfte. Die Europäische Zentralbank (EZB) begrüßt den Inflationsrückgang der letzten Monate, ihr machen jedoch die hohen Lohnsteigerungen Sorgen, sodass sie vermutlich von baldigen Leitzinssenkungen absehen wird. EZB-Präsidentin Christine Lagarde hält einen ersten Zinsschritt im Sommer für wahrscheinlich.

Euro: Per Saldo war die Bewegung des Euro gegenüber dem US-Dollar in der Berichtsperiode überschaubar. Mit aktuell knapp unter 1,08 US-Dollar weist das Währungspaar ein ähnliches Niveau auf wie Anfang Dezember. Begünstigt durch Notenbanksitzungen in den USA und Europa und dadurch angefachte Leitzinssenkungserwartungen in den USA wertete der Euro zwischenzeitlich jedoch bis auf über 1,10 US-Dollar auf. Im neuen Jahr verpuffte die Leitzinssenkungsphantasie jedoch schnell wieder und bewirkte eine US-Dollar-Abwertung. Diese dürfte jedoch bald an ein Ende gelangen.

Rentenmarkt: Im Berichtszeitraum hat sich der Renditerückgang an den europäischen Rentenmärkten zunächst fortgesetzt, da die Inflationssorgen abnahmen und die Märkte auf eine baldige Leitzinswende setzten. Da sich die Kerninflation im Januar jedoch nur sehr langsam zurückbewegte und führende Notenbanker die weit fortgeschrittenen Zinssenkungserwartungen dämpften, setzte jedoch bereits im Januar ein Gegenbewegung ein, die die 10-jährige Bundrendite von 1,90% bis auf knapp 2,40% führte.

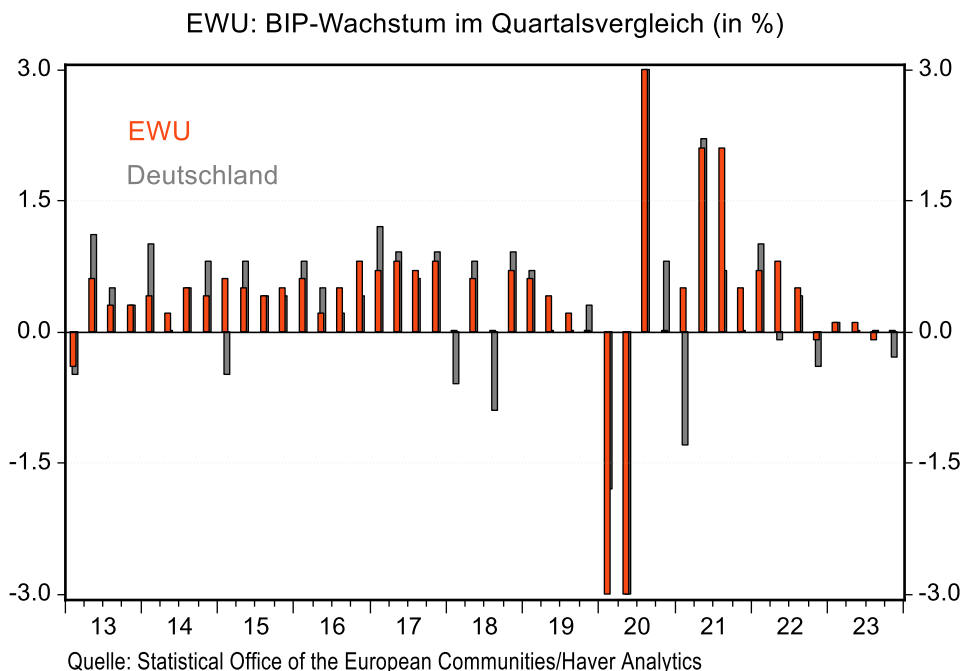
Aktienmarkt: In der ersten Dezemberhälfte haben die europäischen Aktienmärkte nochmal kräftig zugelegt und dazu beigetragen, dass der DAX im Gesamtjahr 2023 insgesamt um beeindruckende 20% angestiegen ist (Euro STOXX 50 +19%). Seitdem ist etwas Ruhe eingekkehrt und der DAX bewegte sich nun schon länger zwischen 16.500 und seinem Allzeithoch bei 17.000 Punkten, was angesichts der rezessiven Tendenzen der deutschen Volkswirtschaft nicht selbstverständlich ist. Besser lief es zuletzt für den Euro STOXX und andere europäischen Indizes, die weiterhin von der Aussicht auf sinkende Zinsen, eine überraschend positive Berichtssaison, den KI-Hype und die US-Vorgaben angetrieben wurden.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Es fehlte nicht viel, aber der Eurozone ist es im zweiten Halbjahr 2023 gelungen, eine Rezession zu vermeiden. Statt erneut um 0,1% gegenüber dem Vorquartal zu schrumpfen, was Volkswirte im Median erwartet hatten, stagnierte das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal gemäß den vergangene Woche vorgelegten vorläufigen Zahlen. Von einer (technischen) Rezession spricht man jedoch erst, wenn die Wirtschaft zwei Quartale in Folge schrumpft. Da die europäische Statistikbehörde die vorläufigen BIP-Daten mehreren Revisionen unterzieht, steht das Ergebnis zum vierten Quartal allerdings noch unter Vorbehalt und auch das Negativwachstum des dritten Quartals könnte sich noch ändern, da einige Mitgliedstaaten ihre BIP-Werte für das dritte Quartal nach oben angepasst haben.

*Eurozone
vermeidet
Rezession...*



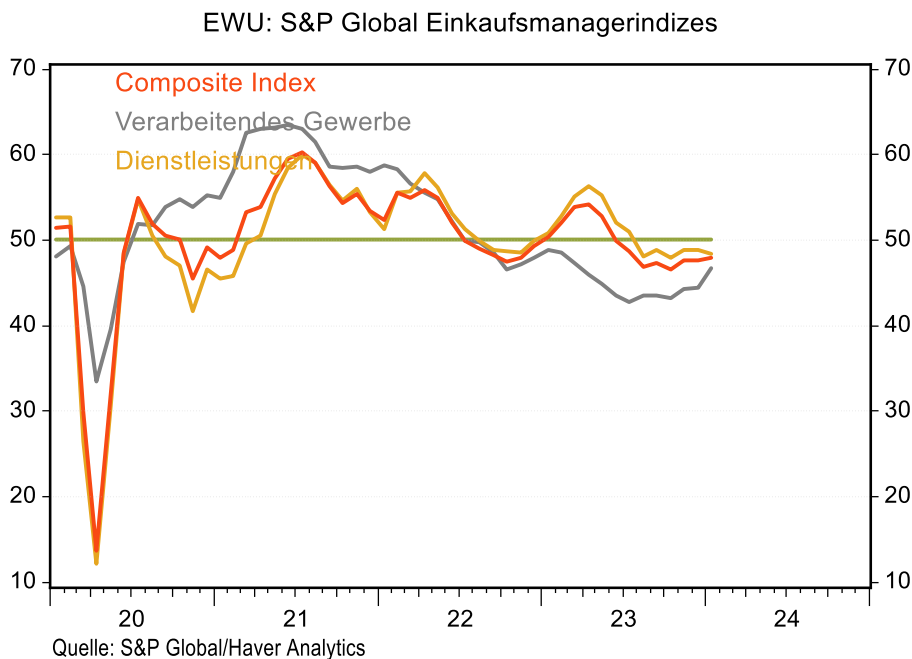
Einen wichtigen Beitrag zu der überraschend stabilen BIP-Entwicklung im vierten Quartal lieferten vor allem die südeuropäischen Mitgliedsstaaten. Die italienische Volkswirtschaft wuchs mit 0,5% deutlich stärker als wie erwartet um 0,2% und Spanien registrierte sogar ein Wachstum in Höhe von 0,6% (bei erwartet 0,2%). Weniger positiv stellte sich die Lage in Frankreich dar, wo die Volkswirtschaft stagnierte, und in Deutschland, das einen deutlichen BIP-Rückgang um 0,3% verzeichnete. Deutschland gehörte damit erneut zu den Schlusslichtern der Eurozone. Von den Ländern, die ihre Daten bisher vorgelegt haben, wiesen lediglich Litauen (-0,3%) und Irland (-0,7%) einen stärkeren Rückgang auf, wobei die Statistik für Irland durch die Bilanzierungsmethoden einzelner großer Unternehmen typischerweise erheblich verzerrt ist. Immerhin vermied auch die Bundesrepublik den Eintritt einer Rezession, da der negative Vormonatswert in Höhe von -0,1% auf 0,0% hochgesetzt wurde.

*...vor allem dank
Italien und
Spanien.*

Auch wenn es also durchaus Positives zu berichten gibt, bieten die BIP-Daten grundsätzlich wenig Anlass zu Freude. Bereits seit Mitte des vergangenen Jahres

ließ sich kein nennenswertes Wachstum für die Eurozone feststellen und für Deutschland gilt dies noch deutlich länger. Zudem deutet wenig darauf hin, dass die Eurozone ihre Wachstumsschwäche bald hinter sich lassen wird. Der Einkaufsmanagerindizes von S&P Global für das verarbeitende Gewerbe steigt zwar seit einigen Monaten wieder an. Er befindet sich aber immer noch im Rezessionsbereich und auch der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor signalisiert kein spürbares Anziehen der Konjunktur.

Wachstumsschwäche dürfte sich in der Eurozone...



Für Deutschland demonstriert der Geschäftsklimaindex des ifo-Instituts die anhaltend gedrückte Stimmung in den deutschen Unternehmen. Im Januar ist dieser wichtigste Frühindikator für die Bundesrepublik von einem ohnehin niedrigen Niveau ausgehend noch weiter gefallen und die Konjunkturforscher des Instituts weisen darauf hin, dass Unternehmen in nahezu allen Wirtschaftsbereichen über eine rückläufige Nachfrage klagen. Die umfangreichen Auftragspolster in der Industrie und der Bauwirtschaft, die lange Zeit für eine gewisse Stabilität sorgten, sind inzwischen zusammengeschmolzen und die Auftragseingänge seit vielen Monaten rückläufig. Da die Wirtschaft zu Jahresbeginn zudem durch Sondereffekte wie einen hohen Krankenstand, Streiks bei der Deutschen Bahn sowie einen kalten und schneereichen Januar belastet wurden, rechnet das ifo-Institut für das erste Quartal mit einem BIP-Rückgang um 0,2%. Die Bundesbank ist nur wenig optimistischer und kann sich nur in einem günstigen Szenario vorstellen, dass sich das BIP im ersten Quartal auf dem Niveau des Vorquartal bewegen wird.

...und Deutschland vorerst fortsetzen.

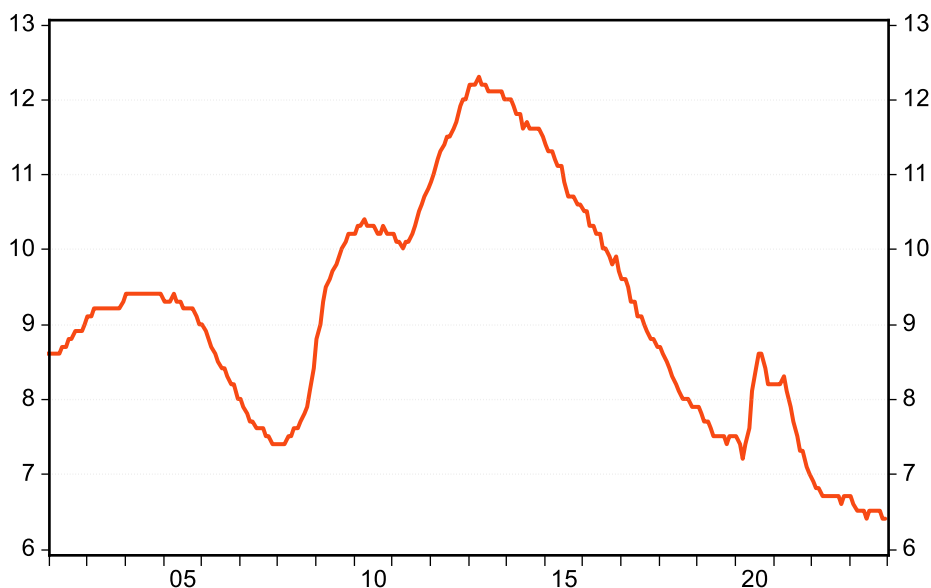
Über die kurze Frist hinaus dürfte sich die Konjunktur in der Eurozone allmählich erholen. Der stärkste Wachstumsimpuls geht dabei von der privaten Konsumnachfrage aus. Die spürbar fallende Inflation bei inzwischen kräftig gestiegenen und voraussichtlich weiter anziehenden Löhnen trägt zu einer verbesserten Kaufkraft der Haushalte bei, die für eine Ausweitung des Konsums genutzt werden dürfte. Dazu kommt, dass der robuste Arbeitsmarkt und eine entspanntere geopolitische Lage zu einer Stimmungsaufhellung bei den Verbrauchern beitragen sollten, was die Kaufbereitschaft zusätzlich unterstützt. Die Unternehmensinvestitionen und die Exporte dürften dagegen kaum

Gewisse Konjunkturerholung im Jahresverlauf erwartet.

Wachstumsimpulse generieren. Die erhöhten Finanzierungskosten, der erschwerte Kreditzugang und ein trüber Geschäftsausblick belasten die Investitionsnachfrage und die unterdurchschnittliche Entwicklung der Weltwirtschaft drückt auf die Exportnachfrage. Von staatlicher Seite sind angesichts der durch Ausgabenprogramme und hohe Zinsen zunehmend angespannten Finanzlage in vielen EWU-Mitgliedsstaaten ebenfalls keine nennenswerten Wachstumsimpulse zu erwarten.

Die Eurozone befindet sich weiterhin in einer wachstumsschwachen Phase. Die Stagnation im vierten Quartal war nur unwesentlich besser als das von Analysten erwartete Minus in Höhe von 0,1% und die Aussichten sind alles andere als rosig. Auch Anfang 2024 zeichnete sich kein nennenswertes Wachstum ab. Erst danach dürfte sich die Wirtschaft etwas beleben, vor allem dank eines höheren Privatkonsums, der von einer zunehmenden Kaufkraft, einem robusten Arbeitsmarkt und einer verbesserten Verbraucherstimmung profitieren wird.

EWU: Arbeitslosenquote (in %, saisonbereinigt)



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

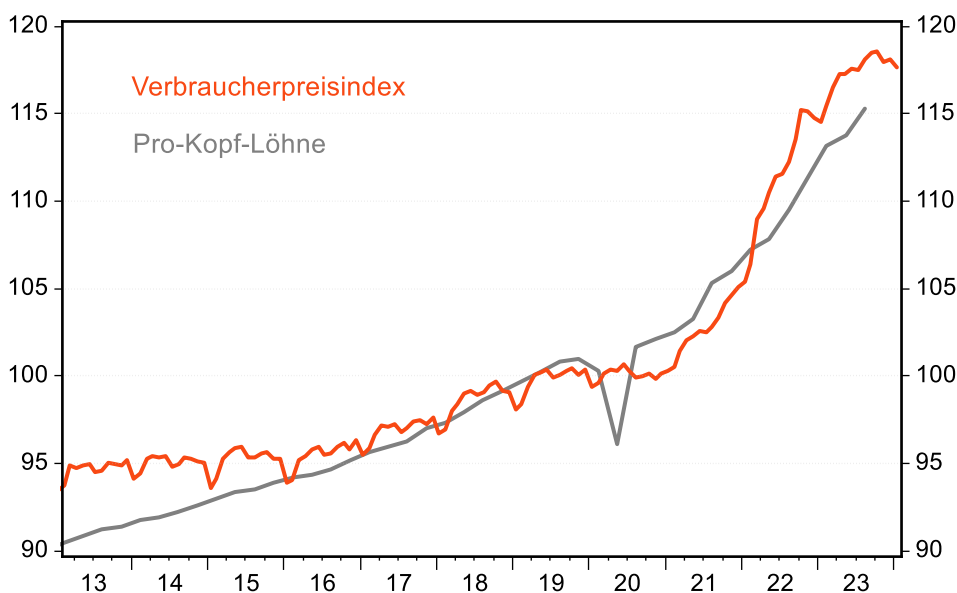
Der Arbeitsmarkt zeigt trotz der konjunkturellen Misere weiterhin kaum Schwäche. Die Beschäftigung nahm in den letzten Quartalen in der Tendenz zu, die Partizipationsquote befindet sich auf einem Rekordstand bei über 75% (der Beginn der Datenerhebung war im Jahr 2009) und die Arbeitslosenquote bewegt sich auf einem Tiefstand seit Einführung des Euro. Die Nachfrage nach Arbeitskräften geht nur langsam zurück, sodass sich die Vakanzquote bei 2,9% weiterhin auf einem historisch hohen Niveau befindet. Gleichzeitig steigen die Löhne weiter an. Zuletzt wurde für die Tariflöhne eine Steigerungsrate von 4,7% gegenüber dem Vorjahr festgestellt – die Löhne der gewerblichen Wirtschaft wuchsen sogar um 5,6% – und ein Nachlassen des Lohndrucks ist vorerst nicht zu erwarten. Die Arbeitnehmer befinden sich angesichts der niedrigen Arbeitslosenquote in einer ausgesprochen günstigen Verhandlungsposition gegenüber den Arbeitgebern und dürften großen Nachholbedarf sehen. Schließlich sind die Pro-Kopf-Löhne seit Anfang 2020 deutlich weniger stark gestiegen als die Verbraucherpreise (siehe untenstehende Grafik).

*Arbeitsmarkt
trotz Konjunkturschwäche.*

Das starke Lohnwachstum könnte grundsätzlich ein weiteres Absinken der Inflationsrate erschweren. Im Januar begünstigten Basiseffekten bei Energiepreisen und ein schwächerer Preisanstieg bei Nahrungsmitteln jedoch einen Rückgang der EWU-Inflation von 2,9% auf 2,8%. Der Einfluss sinkender Energiepreise auf die Inflation verliert aber allmählich an Stärke. Die Jahresveränderungsraten der Preise der wichtigsten Energieträger (insbesondere Erdöl) befinden sich inzwischen nicht mehr im negativen Bereich, sodass deren Basiseffekte nicht mehr inflationsdämpfend wirken. Da aber die Energieversorgung der Privathaushalte üblicherweise über befristete Verträge mit Preisbindung erfolgt, werden die tatsächlichen Endverbraucherpreise im Energiebereich zu einem bedeutenden Anteil erst im Jahresverlauf 2024 sinken, wenn die im Großhandel gesunkenen Preise zeitverzögert an die Endverbraucher weitergegeben werden. Bei den Nahrungsmitteln, die in den letzten Monaten ebenfalls überdurchschnittliche Teuerungsraten aufwiesen, ist in diesem Jahr ebenfalls eine Entspannung zu erwarten. Auf der anderen Seite wird der Preisdruck bei den Dienstleistungen aufgrund der steigenden Löhne erhöht bleiben. In den kommenden Monaten ist also nur ein leichtes Nachlassen der Inflation realistisch.

Inflation dürfte 2024 nur leicht von aktuell 2,8% zurückgehen.

EWU: Lohnentwicklung und Inflation (2020 = 100)



Quelle: Eurostat, ECB/Haver

Die Lohnentwicklung ist eine wichtige Kennzahl, die in die geldpolitischen Entscheidungen der Europäischen Zentralbank (EZB) einfließt, da sie einen starken Einfluss auf die zukünftige Inflation hat. Lagarde begrüßte jüngst den anhaltenden Rückgang der Teuerungsrates, machte jedoch eine erste Leitzinssenkung von den Ergebnissen der aktuellen Lohnverhandlungen abhängig, zu denen die Daten erst ab dem zweiten Quartal vorliegen werden. Eine Leitzinssenkung im März, an die nicht wenige Marktteilnehmer bis vor Kurzem noch geglaubt hatten, scheint deshalb nun ausgeschlossen. Auch andere Äußerungen der EZB-Präsidentin lassen den Schluss zu, dass unmittelbar bevorstehende Leitzinssenkungen nicht zu erwarten sind. So gab Lagarde wiederholt an, dass eine Senkung im Sommer wahrscheinlich sei und auf der Pressekonferenz nach der Ratssitzung Ende Januar erklärte sie, dass im Rat Einigkeit herrsche, dass eine Diskussion über Zinssenkungen verfrüht sei. Der Einlagezinssatz dürfte daher noch einige Zeit auf dem aktuellen Niveau bei 4,0% verharren (und der Hauptrefinanzierungssatz bei 4,5%).

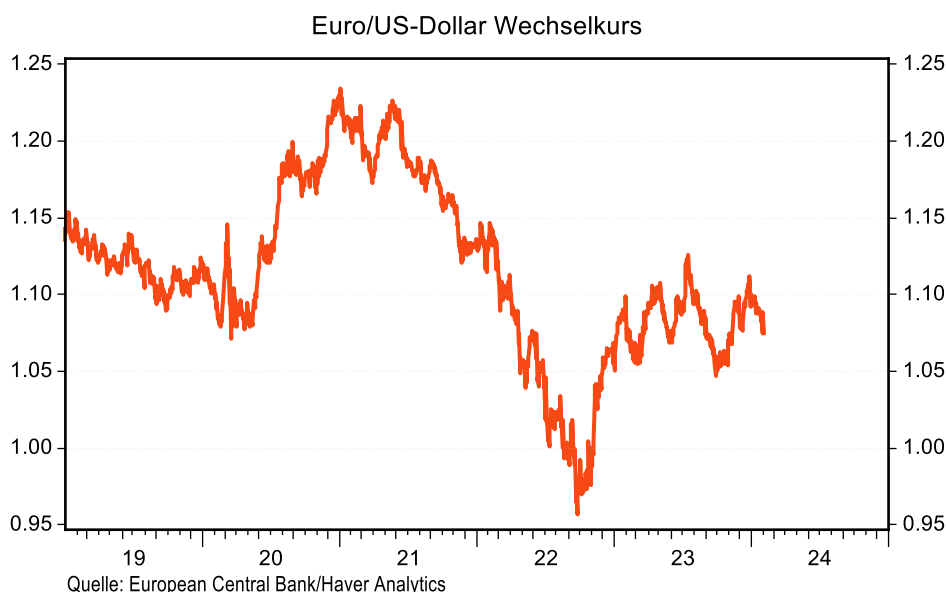
Baldige Leitzinssenkungen unwahrscheinlich.

Auch in diesem Jahr dürfte es der EZB nicht gelingen, die Inflation auf ihre Zielrate von rund 2% zu drücken. Zwar werden die im Warenkorb der Verbraucher erfassten Energiepreise auch 2024 voraussichtlich sinken. Steigende Löhne dürften jedoch Dienstleistungen verteuern und verhindern, dass die Inflation nennenswert fällt. Die Jahresdurchschnittsraten sehen wir daher bei 2,7%, was nur leicht unter dem jüngst ausgewiesenen Januar-Wert von 2,8% liegt. Die Stabsmitarbeiter der EZB rechnen mit einer Rate von 2,6% und erst in der zweiten Jahreshälfte 2025 mit einem Erreichen des Inflationsziels. Vor dem Hintergrund der von Lohnsteigerungen ausgehenden Inflationsgefahr zögert die EZB noch, die Leitzinsen zu senken und sie hat die Markterwartungen eines ersten Zinsschrittes etwas nach hinten gedrängt. EZB-Präsidentin Lagarde hält jedoch eine Zinssenkung im Sommer für wahrscheinlich.

Euro

Zum Zeitpunkt des Versands des letzten Kapitalmarktberichts zur Eurozone Anfang Dezember wechselte der Euro zwischen 1,07 und 1,08 US-Dollar und auch heute, zwei Monaten später, befindet sich der Wechselkurs auf diesem Niveau. Zwischenzeitlich war es der Gemeinschaftswährung aber gelungen, bis auf über 1,11 US-Dollar aufzuwerten.

*Euro kann
zwischenzeitlich
deutlich
aufwerten...*



Besonders markant war die durch die Zinssitzungen der Fed und der EZB Mitte Dezember ausgelöste Bewegung. In den USA haben die Währungshüter ihre Erwartungen an das Leitzinsniveau Ende 2024 im Rahmen der sogenannten Dot Plots signifikant um 50 Basispunkte nach unten angepasst und rechnen nun ungefähr mit drei Senkungen in diesem Jahr. Außerdem verringerte die Fed ihre Inflationsprognose von 2,6% auf 2,4%. Wichtiger für die US-Dollar Abwertung dürfte aber gewesen sein, dass Notenbankpräsident Jerome Powell nichts unternahm, um die ausgesprochen fortgeschrittenen Leitzinssenkungserwartungen der Märkte einzufangen. Stattdessen gab Powell an, dass die Notenbanker auf ihrer Sitzung bereits über Leitzinssenkungen diskutiert hätten und es ein Risiko gäbe, die Zinsen zu lange zu hoch zu belassen. Weiterhin stellte er fest, dass die Fed zu

*...dank Powell-
Aussagen...*

Zinssenkungen übergehen dürfe, lange bevor das Inflationsziel erreicht ist. Die Marktteilnehmer fühlten sich durch die Aussagen in ihrer Erwartung baldiger Zinssenkungen bestätigt und der Devisenmarkt quittierte dies mit einem Kursrutsch des US-Dollars in Höhe von 1% innerhalb kürzester Zeit.

Während Powell auf der Fed-Sitzung mit taubenhaften Äußerungen überraschte und damit den US-Dollar unter Druck brachte, unterstützte die EZB-Präsidentin den Euro-Kurs. Wie oben bereits dargestellt, gab Christine Lagarde an, dass die EZB vermutlich erst im Sommer die Leitzinsen absenken würde, was deutlich später wäre als am Terminmarkt eingepreist. Für die Märkte kristallisierte sich durch die Notenbanksitzungen in den USA und Europa heraus, dass sich die EZB deutlich mehr Zeit lassen würde, die Zinswende einzuläuten, als die Fed. Für den Euro-US-Dollar-Kurs ging es daher steil aufwärts. Kurz vor dem Jahreswechsel erreichte der Kurs ein Hoch bei 1,114 US-Dollar.

...und den Ergebnissen der EZB-Sitzung.

Die Einschätzung der Märkte, dass die Fed bereits kurz vor einem ersten Leitzinsschritt stehen könnte, bekam jedoch bald erste Risse. Die Aussage von Powell, wonach der Offenmarkausschuss erste Senkungen diskutiert habe, wurde von anderen Notenbankern dementiert. Gleichzeitig zeigten sich einige wichtige EZB-Notenbanker nicht mehr ganz so ablehnend gegenüber bald beginnenden Zinssenkungen. Bestes Beispiel ist der französische Zentralbankchef Villeroy de Galhau, dessen Aussagen häufig sehr treffend die Stimmung innerhalb EZB-Rats widerspiegeln. Er wollte Ende Januar die Möglichkeit einer baldigen Leitzinssenkung nicht mehr ausschließen.

Powell-Aussagen wurden jedoch bald in Frage gestellt.

US-Dollar-positiv wirkten im Januar auch die bemerkenswert robusten Konjunkturdaten zur US-Wirtschaft wie ein BIP-Wachstum im vierten Quartal in Höhe von annualisiert 3,3% und ein Stellenaufbau um zuletzt 353.000. Vor diesem Hintergrund verschoben die Märkte ihre Erwartung an Leitzinssenkungen deutlich nach hinten. Am Devisenmarkt erholte sich der US-Dollar daraufhin, sodass sich der Euro gegenwärtig bei 1,077 US-Dollar auf dem Niveau von vor zwei Monaten bewegt.

Euro aktuell wieder auf Niveau von Anfang Dezember.

Nach der jüngsten US-Dollar Aufwertung werden weitere Kursgewinne für den US-Dollar immer schwieriger. Die in den letzten Wochen veröffentlichten Konjunkturdaten fielen teilweise deutlich positiver aus als von den Analysten erwartet. Diese dürften nun geneigt sein, ihre Prognosen eher höher anzusetzen, um nicht erneut von der Stärke der US-Konjunktur überrascht zu werden. Damit werden negative Datenüberraschungen wahrscheinlicher. Gleichzeitig wird es auch für die Notenbanker immer schwieriger, falkenhafter zu klingen, als ihre Vorredner, die wir in den letzten Wochen gehört haben. Zusätzlich ist die US-Währung auf einem Niveau von unter 1,10 US-Dollar je Euro im historischen Vergleich immer noch recht hoch bewertet. Dies erhöht die Verkaufsbereitschaft der bisherigen Dollaranleger und dämpft zugleich das Interesse an Neuanlagen in US-Dollar. Zusammenfassend rechnen wir mit einer baldigen Bodenbildung beim Euro-US-Dollar-Währungspaar und im Jahresverlauf wieder mit Kursen über der Marke von 1,10 US-Dollar.

Nach kräftiger US-Dollar-Aufwertung nun Bodenbildung erwartet.

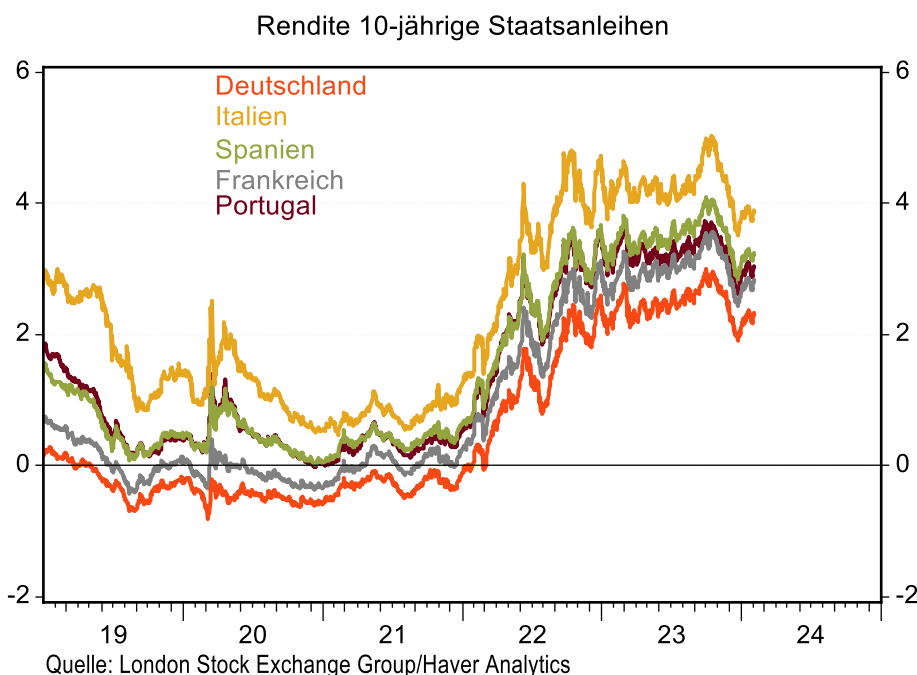
Die Notenbanksitzungen der Fed und der EZB Mitte Dezember verschafften dem Euro ein kräftigen Schub, denn von ihnen ging das Signal aus, dass die Zinswende in den USA deutlich früher eingeläutet werden würde als in Europa. Mit diesem Rückenwind durchbrach der Euro Ende Dezember erstmals seit Juli 2023 die Marke von 1,11 US-Dollar. Der Höhenflug währte

jedoch nicht lange, da wichtige Aussagen von Lagarde und vor allem Powell in Frage gestellt wurden und die US-Wirtschaft im Januar mit robusten Wirtschaftsdaten aufwartete. Inzwischen befindet sich der Euro wieder auf dem Niveau von Anfang Dezember, wobei sich die US-Dollar-Aufwertung nun ihrem Ende nähern und in eine Bodenbildung übergehen könnte.

Rentenmarkt

Am europäischen Rentenmarkt setzte sich im Dezember der bereits im Oktober begonnene Renditerückgang fort, unterstützt durch kräftig sinkende Inflationsraten und einen US-Notenbankpräsidenten, der die Leitzinssenkungserwartungen befeuerte. Christine Lagarde trat der Hoffnung auf baldige Zinssenkungen in der Eurozone zwar entgegen, konnte damit den Abwärtstrend der Renditen jedoch nicht aufhalten. Auch die Konjunkturdaten, die wenig Argumente für eine unmittelbar bevorstehende Zinswende lieferten, wurden am Rentenmarkt ausgeblendet. So rutschte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von 2,45% Anfang Dezember auf unter 1,90% Ende Dezember ab.

Renditerückgang setzt sich im Dezember fort.



Erst zum Jahreswechsel drehte sich die Renditebewegung um. Die wiederholten Versuche von verschiedenen EZB-Notenbankern, die Zinssenkungserwartungen zu dämpfen, drangen letztlich doch zu den Rentenhändlern durch und die Wirtschaftsdaten taten ihr Übriges. Die Kerninflation bewegte sich nur noch zäh weiter abwärts und die Arbeitslosenquote verharrte auf einem historischen Tiefstand, sodass sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen wieder bis auf 2,29% erholte.

Gegenbewegung erst zum Jahreswechsel...

Möglicherweise hat auch ein hohes Volumen an Neuemission zu dem Renditeanstieg beigetragen. Traditionell nutzen die Schatzämter die ersten Wochen des Jahres, um einen Großteil ihres Fundingbedarfs zu stillen und in diesem Jahr waren sie mit einem Volumen in Höhe von 62 Mrd. (Vorjahr: 50 Mrd.) besonders aktiv. Gleichzeitig hat die Europäische Zentralbank ihre Anleihekäufe

...unterstützt durch hohes Volumen an Neuemissionen.

spürbar zurückgefahren und kauft im Rahmen des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) nur noch Anleihen in der Höhe von monatlich rund 13 Mrd. Euro.

Die an den Terminmärkten eingepreiste Wahrscheinlichkeit für eine erste Leitzinssenkung im März hat sich in den vergangenen Wochen deutlich verringert. Lag sie zu Jahresbeginn noch bei 60%, befindet sie sich aktuell bei nur noch knapp über 10%. Für die Sitzung im April liegt sie bei circa 50% und erst für die Juni-Sitzung scheint mit 96% eine größere Überzeugung der Marktteilnehmer vorzuliegen. Für das Gesamtjahr sind fünf Zinssenkungen eingepreist. Dies erscheint uns angesichts der immer noch zu hohen Kerninflation und dem zuletzt nur langsamen Rückgang zu aggressiv. Wir halten lediglich zwei Senkungen für wahrscheinlich. Sollte sich die Markteinschätzung in den kommenden Monaten unserer Prognose annähern – sei es aufgrund einer hartnäckigen Inflation, erfreulicher Wachstumsraten oder aufgrund von US-Vorgaben – könnten die Renditen höher tendieren. Bis zum Jahresende rechnen wir aber im Zuge der Leitzinswende mit einem Absinken auf 2,25% für die 10-jährige Bundrendite.

*Leitzinssenkungs-
erwartungen
erscheinen immer
noch überzogen.*

Im Berichtszeitraum hat sich der Renditerückgang am europäischen Rentenmarkt zunächst fortgesetzt und die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bis zum Jahresende auf unter 1,90% geführt. Eine sich nur sehr langsam zurückbewegende Inflationsrate und wiederholte Notenbankkommentare, wonach eine baldige Leitzinswende nicht zu erwarten sei, sorgten im Januar jedoch für eine Gegenbewegung bis auf knapp 2,40%. Da an den Märkten weiterhin fünf Leitzinssenkungen bis zum Jahresende eingepreist sind, was uns überzogen erscheint, können wir uns noch höhere Renditen in den kommenden Monaten vorstellen, wenn sich die Senkungserwartungen reduzieren. Bis zum Jahresende rechnen wir aber mit einer etwas niedrigen Rendite in Höhe von 2,25% bei 10-jährigen Bundesanleihen.

Aktienmarkt

Im Dezember setzte sich die Aktienmarktrallye zunächst fort und der deutsche Leitindex DAX durchbrach Mitte des Monats die Marke von 17.000 Punkten. Auch wenn in der Folge etwas Ruhe einkehrte, lagen die Kursgewinne zwischen Ende Oktober und Ende Dezember bei beeindruckenden 13%. Im Gesamtjahr kam der DAX sogar auf ein Plus in Höhe von 20% und der Euro STOXX 50 schloss das Jahr mit einem Ergebnis von 19% ab.

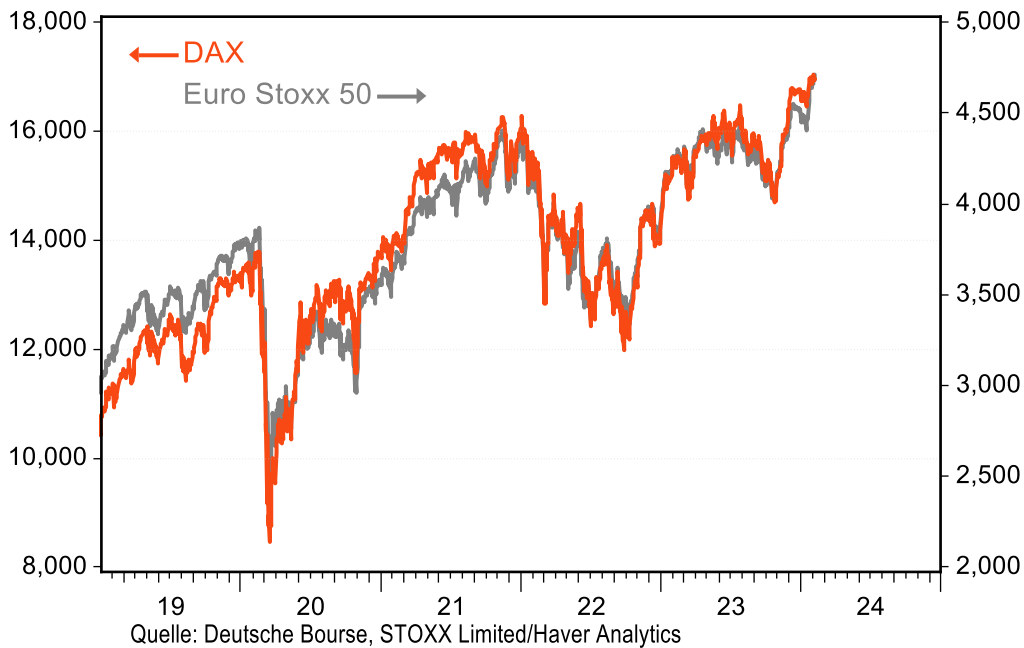
*DAX mit Kursplus
von 20% im Jahr
2023.*

Während der DAX im neuen Jahr nicht richtig vom Fleck kommt und sich immer noch unterhalb der bereits Mitte Dezember erreichten Marke von 17.000 Punkten bewegt, geht es für den Euro STOXX 50 nach einer Konsolidierungsphase seit Ende Januar weiter aufwärts. Im Gegensatz zum DAX folgt der Euro STOXX damit den äußerst positiven Vorgaben aus den USA, wo die Aktienindizes von Rekord zu Rekord jagen. Auch wenn der DAX in den letzten Wochen nicht an die Kurssteigerungen des Euro STOXX, S&P 500 oder NASDAQ Composite-Index heranreichte, ist der Höhenflug der letzten Monate und das Erreichen eines neuen Allzeithochs vor dem Hintergrund der rezessiven Tendenzen der deutschen Wirtschaft auf den ersten Blick erstaunlich. Der DAX ist jedoch alles andere als ein Spiegelbild der deutschen Wirtschaft. Die im DAX gelisteten Unternehmen mögen

*DAX nun auf
Rekord trotz
rezessiver
Tendenzen in dt.
Wirtschaft.*

zwar ihre Heimat in Deutschland haben, ihre Umsätze kommen größtenteils aus anderen Regionen. Nur etwa 20% der Umsätze erwirtschaften die Unternehmen in Deutschland. 30% werden dagegen in den USA generiert, wo die Wirtschaft den hohen Zinsen zum Trotz boomt, und weitere 15% der Umsätze steuert China bei, das zwar momentan weniger stark wächst als in den vergangenen Dekaden, aber dennoch problemlos mit Europa und den USA mithalten kann.

Aktienindizes



Die Aktienmärkte befinden sich momentan auf einem Höhenflug und werden angetrieben von der Aussicht auf sinkende Zinsen und einem überraschend positiven Verlauf der Berichtssaison zum vierten Quartal. Eine Rolle spielt auch der Hype um die Anwendungsmöglichkeiten der sogenannten „Künstlichen Intelligenz“, wobei dies vor allem die Kurse der Tech-Giganten in den USA befeuert. Da hierzulande nur wenigen Unternehmen zugetraut wird, das Thema „Künstliche Intelligenz“ entscheidend voranzutreiben, beeinflusst der Hype vor allem indirekt – über die positiven US-Vorgaben – die europäischen Kurse.

Aktien profitieren von Aussicht auf sinkende Zinsen, Berichtssaison und KI-Hype.

Im Zuge der Börseneuphorie der vergangenen Monate haben sich auch die europäischen Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) nach oben bewegt, da die Gewinnentwicklung der Unternehmen bzw. die Gewinnerwartungen nicht mit der Kursentwicklung Schritt halten konnten. Das KGV des DAX, basierend auf den Gewinnschätzungen der Analysten, liegt nun bei 12,6 und für den Euro STOXX 50 bei 13,5. Damit hat die kräftige Ausweitung der Bewertungen seit November das KGV wieder an die langjährigen Durchschnittswerte herangeführt.

KGV nun wieder auf langjährigem Durchschnitt.

Auch wenn offenbar keine extremen Bewertungen für die Indizes vorliegen, dürfte es den europäischen Aktienmärkten dennoch schwerfallen 2024 an die Entwicklung im vergangenen Jahr anzuknüpfen. Die EWU-Wirtschaft dürfte allenfalls leicht wachsen, was eine Gewinnausweitung der Unternehmen erschwert. Die Gewinnprognosen der Analysten, die bei circa 10% Wachstum liegen, könnten sich in einem Stagnationsszenario als zu optimistisch erweisen und Abwärtsrevisionen

DAX 2024 nur mit moderatem Kurswachstum erwartet.

zur Folge haben. Dazu kommt, dass vom monetären Umfeld Gegenwind ausgeht. Die hohen Zinsen auf Anleihen stellen für viele Anlegergruppen eine interessante Alternative zu Aktien dar und 2024 werden wichtige Zentralbanken ihren Bilanzabbau intensivieren und damit dem Aktienmarkt zusätzliche Liquidität entziehen. Allerdings scheint an den Aktienmärkten momentan die Freude darüber zu dominieren, dass die Zinswende in diesem Jahr bevorsteht und auch ansonsten sind keine unmittelbaren Faktoren zu erkennen, die der aktuell laufenden Börsenhausse eine Ende bereiten können.

An den europäischen Aktienmärkten dominiert momentan die Zuversicht. Seit Anfang November geht es in der Tendenz aufwärts, wobei der DAX zuletzt in eine Seitwärtsbewegung übergegangen ist. Dennoch kann sich die Performance des DAX in den letzten Monaten sehen lassen, vor allem vor dem Hintergrund der rezessiven Tendenzen der deutschen Volkswirtschaft. Im Gesamtjahr hat der DAX 20% zugelegt, während der Euro STOXX auf eine nur etwas niedrigere Performance kam. 2024 dürfte ein schwächeres Aktienjahr werden, wir rechnen aber immerhin mit einem Anstieg des DAX auf 18.100 Punkte und des Euro STOXX 50 auf 4.800 Punkte.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e
EWU	-6,5	5,3	3,5	0,5	0,4	0,3	2,6	8,4	5,5	2,7	8,0	7,7	6,7	6,5	6,7
- DE	-4,1	2,6	1,9	-0,1	0,0	0,5	3,1	6,9	6,0	2,8	5,9	5,7	5,3	5,7	6,1
UK	-9,7	7,4	4,1	0,5	0,2	0,9	2,6	9,0	7,4	3,0	4,5	4,6	3,7	4,1	4,3
USA	-3,4	5,7	2,1	2,5	1,4	1,2	4,7	8,0	4,1	2,8	8,1	5,4	3,6	3,6	4,1
Japan	-4,7	1,7	1,0	2,0	1,0	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,5	2,8	2,8	2,6	2,6	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	1,8	2,8	-0,7	1,2	1,4	-7,1	-5,3	-3,6	-3,5	-2,7	1,22	1,14	1,07	1,10	1,13
- DE	7,1	7,7	4,2	6,0	6,6	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-3,2	-1,5	-3,8	-3,7	-3,7	-13,0	-8,3	-5,5	-4,5	-3,9	1,37	1,35	1,21	1,27	1,26
USA	-2,8	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-14,0	-11,6	-3,7	-8,2	-7,4	-	-	-	-	-
Japan	3,0	3,9	2,1	3,3	3,7	-9,1	-6,2	-6,9	-5,6	-3,7	103	115	131	141	135

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JPY gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	0,0	0,0	2,5	4,5	4,0	-0,26	-0,18	3,2	2,02	2,25
UK	0,1	0,25	3,5	5,25	4,5	0,20	0,97	3,67	3,54	3,2
USA	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,25-4,5	0,91	1,51	3,87	3,88	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,04	0,07	0,422	0,61	0,95

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Hauptrefinanzierungssatz; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

Rohstoffe

	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	31.01
CRB-Index**	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	273,6
Ölpreis (Brent)*	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	81,7

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.