

Neujahrsbericht

Konjunktur- und Kapital- marktprognose 2023



2. Januar 2023

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

Hauptszenario:

Rezessive Tendenzen bei allmählich fallender Inflation

Wahrscheinlichkeit: 60%

Entwicklung der Weltwirtschaft:

Das vergangene Jahr war aus volkswirtschaftlicher Sicht ein besonderes Jahr. Denn erstmals seit langer Zeit stand bei der Betrachtung der ökonomischen Entwicklung nicht das Wirtschaftswachstum im Mittelpunkt des Interesses, sondern die hohe Inflation. Massive Preissteigerungen im Dienstleistungssektor nach Aufhebung der Corona-bedingten Kontaktbeschränkungen, gravierende Störungen in den globalen Lieferketten sowie rapide Preissteigerungen bei Energieträgern und Nahrungsmitteln auch als Folge des Einmarsches Russlands in die Ukraine waren die Hauptursachen dafür, dass die Preissteigerungsraten weltweit auf Niveaus anstiegen, die zumindest in den Industrieländern seit Jahrzehnten nicht mehr erreicht worden waren. Das Weltwirtschaftswachstum bewegte sich mit rund 3% hingegen im Bereich des langjährigen Durchschnittswerts. Es wurde dabei, insbesondere in der ersten Jahreshälfte, von den positiven Effekten der Aufhebung der Corona-Auflagen und einem noch sehr expansiven monetären Umfeld gestützt. Mit der Invasion Russlands in die Ukraine im Februar zogen aber dunkle Gewitterwolken am Konjunkturhimmel auf. Die resultierende Zukunftsunsicherheit, weitere Störungen bei internationalen Lieferketten und ausgeprägte Spannungen am Energiemarkt belasteten das Wachstum und die weiteren Konjunkturaussichten. Zusätzlich führte der sich ergebende Sprung bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen dazu, dass die bereits vorher hohe Inflation entgegen der Erwartung der führenden Notenbanken statt zu sinken sogar noch höher stieg und geraume Zeit auf Rekordniveaus verharrte. Dies zwang die Zentralbanken letztlich zu einer deutlich aggressiveren Geldpolitik als ursprünglich erwartet, sodass auch das monetäre Umfeld, insbesondere rasch steigende Zinsen, das Wachstum im Jahresverlauf spürbar bremsen.

Da die Geldpolitik mit beachtlichen Zeitverzögerungen auf die Wirtschaft wirkt, werden die gegenwärtigen Leitzinsanhebungen erst im Jahresverlauf 2023 ihre volle Wirkung auf die Volkswirtschaften entfalten. Dies stellt eine zentrale Ursache dafür dar, dass die Wachstumsprognosen für dieses Jahr sehr niedrig ausfallen werden und dass mit dem Auftreten rezessiver Tendenzen, also von Quartalen mit Rückgängen der Wirtschaftsleistung, in zahlreichen Staaten zu rechnen sein wird. Eine zweite wichtige Ursache stellt der Kaufkraftverlust der Privathaushalte aufgrund der außergewöhnlich hohen Inflation dar. Obwohl die Löhne 2023 überdurchschnittlich steigen werden und die meisten Regierungen über sog. Preisdeckel im Energiebereich bzw. über direkte Unterstützungszahlungen die negativen Effekte des Preisschubs zumindest abmildern werden, ist in diesem Jahr wie bereits 2022 ein Rückgang der real verfügbaren Einkommen der Privathaushalte zu erwarten. Zusammen mit den negativen psychologischen Effekten des aktuellen politischen und wirtschaftlichen Umfelds ist eine schwache Entwicklung der Konsumnachfrage zu erwarten. Im Ergebnis wird 2023 ein Weltwirtschaftswachstum von nur rund 2% prognostiziert. Zu dieser deutlich unterdurchschnittlichen Zuwachsrate trägt auch eine prognostizierte schwache Entwicklung der einstigen Wachstumslokomotive China bei. Auch wenn die bislang sehr restriktive Corona-Politik mit häufigen Lockdowns jüngst deutlich

2022: Hohe Inflation statt Wachstum zentrales ökonomisches Thema.

2023: Rezessive Tendenzen in der Weltwirtschaft zu erwarten.

gelockert wurde, stellen die Pandemie-Strategie (mit aktuell sehr hohen Infektionszahlen), die Krise am Immobilienmarkt, die Eingriffe der Regierung im Technologiesektor und die Handelsspannungen mit den USA gravierende Wachstumsbelastungen dar. Unter der erwarteten schwachen konjunkturellen Entwicklung der Weltwirtschaft dürfte auch der Ölpreis etwas leiden. Dieser hatte zu Jahresbeginn 2022 noch von der Ukraine-Krise und resultierenden Sanktionen gegen das bedeutende Exportland Russland profitiert und war kurzzeitig auf Werte von über 130 US-Dollar je Barrel gestiegen, fiel dann im Jahresverlauf aufgrund zunehmender Rezessionserwartungen auf ein Niveau von unter 90 US-Dollar ab. 2023 rechnen wir mit einem jahresdurchschnittlichen Ölpreis im Bereich von 80 US-Dollar.

Konjunkturausblick für die USA und Euroland:

Die höchste Inflation seit rund 40 Jahren sowie ein fortdauernder Mangel an Arbeitskräften waren die beiden wichtigsten Kennzeichen der US-Wirtschaft 2022. Mit dem Ende der Corona-bedingten Einschränkungen im Frühjahr setzte erwartungsgemäß ein Nachfrageschub im Bereich der Dienstleistungen ein, der die ohnehin schon Ende 2021 bei 7,0% liegende Teuerung weiter antrieb. Der kurze Zeit zuvor begonnene Krieg in der Ukraine belastete die geographisch weit entfernten und hinsichtlich russischer Energieimporte kaum betroffenen USA zwar weniger stark als Europa. Der international gestiegene Rohölpreis sorgte aber auch hier für einen zusätzlichen Inflationsschub, sodass die Headline-Rate bis Juni anstieg und in diesem Monat mit 9,1% ihren Zenit erreichte. Gleichzeitig kam es zu keiner nennenswerten Entspannung am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote sank ausgehend von 3,9% Ende 2021 wieder auf das kurz vor der Corona-Krise erreichte 50-Jahres-Tief von 3,5% in den Monaten Juli und September und stieg erst zuletzt leicht auf 3,7% an. Im Verlauf des Jahres kamen ungefähr zwei offene Stellen auf eine arbeitslose Person. Die vor diesem Hintergrund im Jahresverlauf stetig restriktivere Geldpolitik sorgte dann gegen Jahresende für gewisse Bremseffekte, beispielsweise in den Quartalsberichten der Unternehmen, die sich aber noch nicht voll im Wirtschaftswachstum niederschlugen. So stieg das Bruttoinlandsprodukt nach einem Rückgang im ersten Halbjahr 2022 im 3. Quartal wieder an, und im Gesamtjahr dürfte das Wachstum knapp 2% betragen haben.

Wie oben bereits erwähnt, stellt die zeitliche Wirkungsverzögerung der restriktiven US-Geldpolitik den wichtigsten absehbaren Einflussfaktor für die Konjunktur-entwicklung in diesem Jahr dar. Und angesichts von Leitzinserhöhungen im sehr hohen Gesamtumfang von 425 Basispunkten 2022 ist für 2023 eine Rezession wahrscheinlich. Ein sogenanntes „soft landing“, also eine Konjunkturabkühlung ohne schrumpfende Wirtschaftsleistung, wurde zuletzt sogar von Notenbankchef Powell als unwahrscheinlich bezeichnet. Da die Konjunktur jedoch nicht automatisch mit dem Jahreswechsel einbricht, gehen wir für das Gesamtjahr von einem weit unterdurchschnittlichen BIP-Wachstum in Höhe von 0,3% aus.

Dank eines kräftigen statistischen Wachstumsüberhangs und den schrittweisen Aufhebungen der Corona-Beschränkungen, insbesondere im Dienstleistungssektor, konnte die deutsche Wirtschaft im Vorjahr einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Höhe von voraussichtlich 1,8% erzielen. Diese überdurchschnittliche Zuwachsrate verdeckt aber, dass bereits Ende Februar dunkle Wolken am Konjunkturhimmel aufzogen. Denn mit dem russischen Einmarsch in die Ukraine trübte sich das politische Umfeld für die Wirtschaft dramatisch ein. Neben den negativen psychologischen Effekten und den direkten Störungen des

Die Arbeitslosenquote sank in den USA erneut auf ein 50-Jahres-Tief.

2023 ist für die USA mit einer Rezession zu rechnen.

Statistische Effekte überdecken 2022 zunehmenden Dynamikverlust aufgrund des Ukraine-Kriegs.

Handels (z.B. aufgrund von Sanktionen) sowie internationaler Lieferketten belastete insbesondere der resultierende massive Anstieg der Energiepreise aufgrund der sich ergebenden Minderung der verfügbaren Einkommen der Privathaushalte und damit der Konsumnachfrage sowie Produktionskürzungen in energieintensiven Branchen das Wirtschaftswachstum. Im Ergebnis ließ die konjunkturelle Dynamik im Jahresverlauf zunehmend nach, sodass sich für das Schlussquartal sogar ein Rückgang der Wirtschaftsleistung abzeichnete.

Die ökonomischen Folgen des Ukraine-Kriegs prägen auch noch in diesem Jahr den konjunkturellen Ausblick für die deutsche Wirtschaft. So weisen die bisherigen Lohnabschlüsse in Deutschland, z.B. in der bedeutenden Metall- und Elektroindustrie, darauf hin, dass die Gehaltserhöhungen zwar im historischen Vergleich überdurchschnittlich ausfallen, aber dennoch spürbar niedriger als die gegenwärtigen Preissteigerungsraten. Dies führt im Ergebnis dazu, dass die Arbeitnehmer Reallohnverluste und damit einen Kaufkraftentzug hinnehmen müssen. Diese Realeinkommenseinbußen werden auch dieses Jahr hoch ausfallen, da die Unternehmen und Versorger einen großen Teil der Preissteigerungen auf vorgelagerten Produktionsstufen noch gar nicht an die Endverbraucher weitergegeben haben. In welchem Umfang die von der Bundesregierung beschlossene „Gaspreisbremse“ und andere staatliche Transferleistungen an die Privathaushalte die Realeinkommensverluste begrenzen und damit die Konsumnachfrage stützen können, wird sich zeigen müssen. Auch die in den ersten Lockdown-Phasen der Corona-Krise unfreiwillig gebildeten Sparguthaben sind inzwischen bei der großen Mehrheit der Haushalte schon wieder aufgebraucht und werden dieses Jahr nicht mehr als Puffer zur Abfederung von Realeinkommensverlusten und zur Stützung der Konsumnachfrage zur Verfügung stehen. Stabilisierend auf die Konsumlaune der Verbraucher wird sich hingegen die sehr gute Verfassung des Arbeitsmarkts auswirken. Trotz der prognostizierten Rezession ist u.E. angesichts des Fachkräftemangels und der der Regierung zur Verfügung stehenden Arbeitsmarktinstrumente nicht mit einer gravierenden Verschlechterung der Arbeitsmarktlage zu rechnen. Das rekordhohe Beschäftigungsniveau dürfte somit die Konsumnachfrage stabilisieren. Zusammenfassend zeichnet sich 2023 eine zurückhaltende Konsumnachfrage der Privathaushalte ab, wodurch die Wachstumsprognose entsprechend belastet wird.

Hohe Inflation belastet 2023 zum einen direkt den Konsumausblick...

Ein zweiter, die Konjunktur bremsender Effekt der sehr hohen Inflation besteht in der zwar späten, aber dafür sehr entschiedenen Reaktion der führenden Notenbanken. Aus Sicht der deutschen Wirtschaft spielen dabei naturgemäß die inzwischen bereits erfolgten und die im laufenden Jahr noch zu erwartenden Leitzinsanhebungen der Europäischen Zentralbank (EZB) die zentrale Rolle. Zwar kann die Geldpolitik der EZB trotz der inzwischen vollzogenen und noch zu erwartenden Zinsschritte angesichts des sehr hohen Inflationsniveaus nicht wirklich als restriktiv bezeichnet werden, sie ist aber zumindest nominell weniger expansiv als noch in der jüngeren Vergangenheit. Dass die Zinsanhebungen der EZB tatsächlich bereits die Konjunktur belasten, zeigt die Entwicklung des deutschen Immobiliensektors. Hier haben die deutlich gestiegenen Hypothekenzinsen kreditfinanzierte Immobilienvorhaben kräftig verteuert, sodass der Boom am deutschen Immobilienmarkt bereits 2022 sein Ende gefunden hat. Beispielsweise verzeichnen die Auftragseingänge in der Bauwirtschaft zuletzt prozentual zweistellige Rückgänge. Im laufenden Jahr dürften die Bremsspuren noch deutlicher ausfallen, sodass die langjährige Wachstumslokomotive Bau-sektor 2023 das gesamtwirtschaftliche Wachstum sogar belasten dürfte.

...zum anderen über die geldpolitische Reaktion der EZB das Wirtschaftsgeschehen.

Die Investitionen der Unternehmen wurden lange Zeit durch Lieferengpässe bei Investitionsgütern gebremst, sodass ein gewisser Nachfragestau auflief. Dies dürfte zu Jahresbeginn noch die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und damit das Wirtschaftswachstum stützen. Das Kriegsumfeld, die extrem hohen Energiekosten, eine schwächelnde Exportnachfrage und die sich im Ergebnis abzeichnende Rezession drücken aber bereits deutlich auf die Unternehmensstimmung. Da zusätzlich als Folge der restriktiveren Geldpolitik inzwischen auch die Finanzierungsbedingungen ungünstiger geworden sind, muss damit gerechnet werden, dass die Investitionsbereitschaft der Unternehmen in absehbarer Zeit an Schwung verlieren wird. Grundsätzlich ist zu befürchten, dass die massive Verteuerung von Energie die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie und damit auch deren Investitionsbereitschaft nachhaltig belasten wird. Dies gilt z.B. für den sehr bedeutenden Chemiesektor. Auch von dieser Seite ist somit dieses Jahr kein nennenswerter Wachstumsimpuls für die deutsche Wirtschaft zu erwarten. Eine erwähnenswerte Konjunkturstütze stellt jedoch der immer noch im historischen Vergleich sehr hohe Auftragsbestand der deutschen Industrie dar. Falls es nicht zu umfangreichen Stornierungen kommen sollte, wird allein die Abarbeitung dieser bereits vorliegenden Bestellungen das Produktionsniveau im Industriesektor merklich stabilisieren. Positiv wird sich hierbei auch auswirken, dass der Mangel an Vorprodukten im Rahmen internationaler Lieferkettenprobleme in den letzten Monaten an Bedeutung verloren hat. Eine direkte Belastung für das Produktionsniveau stellen hingegen die gestiegenen Energiekosten dar. Insbesondere in energieintensiven Branchen kam es in der Folge bereits zu Produktionskürzungen oder gar Betriebsstilllegungen.

Nachlassende Dynamik bei den Unternehmensinvestitionen erwartet.

Aufgrund gesunkener finanzieller Spielräume – der Bundesfinanzminister strebt weiterhin die Einhaltung der Schuldengrenze ein – bei gleichzeitig sehr umfangreichen Ausgabenplänen, z.B. aufgrund der Energiepreisbremse, werden die verbliebenen Staatsausgaben in diesem Jahr kaum noch Wachstumsimpulse liefern können. Der Außenhandel dürfte angesichts einer eher schwächelnden Nachfrage von wichtigen Abnehmerländern wie China oder den USA wie schon im Vorjahr einen leicht negativen Wachstumsbeitrag liefern. Zusammenfassend ist 2023 in Deutschland mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0,5% zu rechnen. Dabei dürfte das erste Halbjahr durch eine Rezession und ein Absinken der Wirtschaftsleistung geprägt werden, während im zweiten Halbjahr im Zuge einer allmählichen konjunkturellen Erholung wieder ein Anstieg des BIP im Quartalsvergleich zu beobachten sein wird.

Rückgang des BIP um 0,5% 2023 prognostiziert.

Nach einem dank der Aufhebung der Corona-Beschränkungen wachstumsstarken ersten Halbjahr 2022 ließ auch in der gesamten EWU als Folge des Ukraine-Kriegs und der sehr hohen Inflation die konjunkturelle Dynamik deutlich nach. Da die Abhängigkeit einiger EWU-Staaten, z.B. Frankreichs, von russischem Erdgas deutlich geringer ist als in Deutschland, litt die EWU-Konjunktur weniger ausgeprägt als die deutsche Wirtschaft. Im Ergebnis wurde 2022 EWU-weit ein beachtlicher Zuwachs des BIP um voraussichtlich 3,2% erreicht.

EWU-Konjunktur 2022 mit einem starken ersten Halbjahr.

Der Ausblick für dieses Jahr fällt deutlich verhaltener aus. Die rekordhohe Inflation reduziert auch in der EWU das Realeinkommen der Privathaushalte, verringert deren Kaufkraft und belastet im Ergebnis die Konsumnachfrage. Zwar haben die meisten EWU-Regierungen Maßnahmen ergriffen, um die Belastungen ihrer Bürger zumindest zu begrenzen. Diese staatliche Unterstützung stellt aber nur eine partielle Hilfe dar und wird eine schwächere Entwicklung des Konsums nicht verhindern können. Auch der Nachholbedarf der Verbraucher, der in den Corona-

Schwache Konsumnachfrage erwartet.

Lockdowns aufgelaufen war und der noch im Vorjahr die Konjunktur spürbar gestützt hatte, dürfte dieses Jahr keine nennenswerte Rolle mehr spielen. Im Ergebnis dürfte die Konsumnachfrage 2023 kaum das Stagnationsniveau übersteigen.

Auch die Aussichten für die Investitionsnachfrage der Unternehmen und die Exportnachfrage des Auslands scheinen dieses Jahr nicht rosig. Die globalen Folgen des Ukraine-Kriegs, eine erwartete Rezession der US-Wirtschaft und eine schwächelnde Nachfrage Chinas aufgrund dortige Konjunkturbelastungen sprechen für ein schwieriges Exportgeschäft der EWU-Unternehmen. Eine erwartete schwache Auslands- und Binnennachfrage, eine angespannte Kostensituation und aufgrund einer restriktiveren Geldpolitik ungünstigere Finanzierungsbedingungen werden die Investitionsbereitschaft der Unternehmen belasten, sodass auch von dieser Seite keine positiven Impulse für die EWU-Konjunktur zu erwarten sind. Auch von staatlicher Seite ist angesichts der angespannten Finanzlage fast aller EWU-Staaten und dem inzwischen gestiegenen Zinsniveau, das zusätzliche Kredite verteuert, abgesehen von den Stützungsmaßnahmen im Rahmen der Energiekrise kein nennenswerter Wachstumsbeitrag zu erwarten. Zusammenfassend prognostizieren wir dieses Jahr eine Stagnation des BIP in der EWU und damit eine Konjunktorentwicklung, die deutlich unter der langfristigen Durchschnittswachstumsrate von 1,2% liegen wird.

Auch andere Nachfragekomponenten ohne Dynamik.

Stagnation der EWU-Wirtschaft 2023 prognostiziert.

Inflationsausblick für Euroland und die USA:

Nachdem die Inflation in der EWU bereits 2021 insbesondere aufgrund deutlicher Preiserhöhungen im Dienstleistungssektor nach Aufhebung der Corona-Beschränkungen über den EZB-Zielwert von 2% gestiegen war, wiesen die Preissteigerungen im Vorjahr eine noch viel höhere Dynamik auf. Im Herbst 2022 überschritten die Preissteigerungsraten die 10%-Marke. Wichtigste Ursache für diese aus Sicht der Zentralbanken und vieler Analysten völlig unerwartete Entwicklung waren rasant steigende Energie- und Nahrungsmittelpreise als Folge des russischen Überfalls auf die Ukraine. Im Durchschnitt des gesamten Kalenderjahres sprang die EWU-Inflationsrate auf ein Rekordniveau von 8,5% (die deutsche Inflationsrate gemäß harmonisierten EU-Warenkorb fiel angesichts der größeren Abhängigkeit vom Gaspreis sogar noch etwas höher aus). Doch auch die sogenannte Kernrate, die ohne die Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet wird, zog im Jahresverlauf stetig an und überschritt die Marke von 5%. Diese Entwicklung verdeutlichte, dass der Preisauftrieb nicht auf den Energiesektor beschränkt war und sich auf eine wachsende Zahl von Gütergruppen ausweitete. Hierbei spielten erneute Preisschübe im Dienstleistungssektor, anziehende Löhne, die Abwertung des Euro und Zweitrundeneffekte der höheren Energiepreise eine wichtige Rolle.

Inflation springt 2022 auf zweistellige Rekordwerte.

2023 ist mit einem Rückgang der Gesamtinflationen in der EWU und Deutschland zu rechnen, der jedoch zögerlich und vom Ausmaß her begrenzt ausfallen dürfte. Wichtigste Ursache dieser erwarteten Abschwächung der Preissteigerungsraten sind Basiseffekte bei den Energiepreisen. Sollte z.B. der Ölpreis auf dem aktuellen Niveau verharren (oder zumindest nicht wieder deutlich steigen), sinkt die für die Inflationsberechnung relevante Jahresveränderungsrate rasch in den negativen Bereich ab, sodass theoretisch sogar ein deflationärer Effekt auftreten wird. Zusätzlich werden staatliche Maßnahmen, z.B. die Gaspreisbremse der Bundesregierung, 2023 einen weiteren Anstieg der Gas- und Strompreise für die Endverbraucher begrenzen, wodurch die Inflationsrate

Basiseffekte bei Energiepreisen wichtigste Ursache für sinkende Inflation.

stabilisiert wird. Beruhigend auf die Preisentwicklung dürfte sich dieses Jahr auch auswirken, dass ein weiterer sprunghafter Preisanstieg im Dienstleistungssektor nicht zu erwarten ist. Da diesen Winter wohl auf einen Corona-bedingten Lockdown verzichtet werden kann, fehlt z.B. der Gastronomie ein passender zeitlicher Anlass wie die Wiedereröffnung für Preiserhöhungen. Auch Preis-anpassungen zum Ausgleich des Kostenanstiegs als Folge der massiven Erhöhung des gesetzlichen Mindestlohns in Deutschland im Vorjahr sollten inzwischen weitestgehend vollzogen sein.

Auf der anderen Seite muss damit gerechnet werden, dass die gestiegenen Preise auf den Rohstoffmärkten noch nicht vollständig den Endverbraucher erreicht haben. So ist es möglich, dass die Preisbindung bei Energielieferverträgen erst in diesem Jahr eine Anpassung erlaubt oder eine Verrechnung der deutlich höheren Energiepreise erst in diesem Jahr erfolgt. Grundsätzlich ist zu erwarten, dass die Erzeuger von Gütern und Dienstleistungen ihre gestiegenen Kosten noch nicht vollständig an die Konsumenten durchgereicht haben, sodass dieses Jahr noch ein bedeutender Preisüberwälzungsbedarf bei den Unternehmen bestehen dürfte. Diese nachgelagerten, verzögerten Preiserhöhungen werden die Inflationsraten auch in diesem Jahr wohl noch hoch halten. Zusätzlicher Preisdruck entsteht durch die inzwischen allmählich erfolgenden Lohnerhöhungen. Zwar fielen diese bislang mehrheitlich niedriger aus als die aktuellen Preissteigerungsraten, sodass die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale in der EWU und Deutschland derzeit eher gering erscheint. Auf der anderen Seite bedeuten aber Lohnerhöhungen im Bereich von 5% bis 6% selbst bei Berücksichtigung eines (optimistisch geschätzten) Produktivitätsfortschritts von 1,5% einen Anstieg der Lohnstückkosten im Bereich von 3,5% bis 4,5%. Diese Entwicklung spricht somit für eine gewisse Verfestigung der Inflation in diesem Bereich und dürfte die Kerninflationsrate in diesem Jahr auf einem erhöhten Niveau verharren lassen. Für eine gewisse Persistenz der Kerninflation spricht auch die Erwartung, dass die Arbeitsmarktentwicklung in Deutschland und der EWU trotz der prognostizierten Rezession stabil bleiben dürfte. Damit bleibt die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer bei weiteren Lohnverhandlungen grundsätzlich groß.

In den USA dürfte die von uns erwartete rückläufige gesamtwirtschaftliche Nachfrage den schon im Sommer 2022 begonnenen Rückgang der Inflationsrate unterstützen, sodass wir für 2023 mit einer durchschnittlichen Jahresteuersatzrate in Höhe von 4,5 % rechnen. Flankiert werden dürfte diese Entwicklung wie oben bereits angemerkt von statistischen Basiseffekten angesichts unserer moderaten Ölpreisprognose. Die Kernrate der Inflation wird deshalb vermutlich jedoch weniger schnell fallen und streckenweise möglicherweise sogar über der sogenannten Headline-Inflation liegen. Die Teuerungsproblematik kann vor diesem Hintergrund noch nicht als abgeschlossenes Kapitel angesehen werden. Eine wichtige Ursache hierfür ist die weiterhin angespannte Situation am Arbeitsmarkt. Zwar rechnen wir im Hauptszenario aufgrund der Rezession mit einem moderaten Anstieg der jahresdurchschnittlichen Arbeitslosenquote auf 4,3%. Die strukturellen Probleme, die bereits 2022 die ursprünglich erwartete Entspannung des Marktes verhinderten, dürften aber erhalten bleiben. Hierzu gehören erstens die vom ehemaligen US-Präsidenten Trump begonnene und von seinem Nachfolger Biden beibehaltene Schließung der Südgrenze der USA für Migranten, wodurch der früher stetige Zustrom von Arbeitskräften weitgehend versiegt ist, zweitens die oben erwähnten demografischen Aspekte und drittens, der Rückgang des verbleibenden Arbeitskräftepotenzials durch die immer größer

Verzögerte Preis-anpassungen und Lohn-erhöhungen bremsen Inflationsrückgang.

Die Kernrate der Infla-tion in den USA dürfte hoch bleiben.

werdende Opioid- und Fentanylkrise in den USA sowie durch den zu beobachtenden Bedeutungszuwachs lukrativerer irregulärer Tätigkeiten.

Zusammenfassend prognostizieren wir für die EWU 2023 im Gesamtjahresdurchschnitt aufgrund der noch hohen Preissteigerungsraten zum Jahresbeginn einen Anstieg der Verbraucherpreise (CPI) um 6,0%. In Deutschland ist aufgrund der angespannteren Lage am Energiemarkt und einer besonders festen Verfassung des Arbeitsmarkts sogar eine Preissteigerungsrate von 7,0% zu erwarten. Grundsätzlich erscheint dieses Jahr erneut das Risiko größer, dass die Inflation höher als prognostiziert ausfallen wird als der umgekehrte Fall. Erst 2024 rechnen wir mit einem ausgeprägten Rückgang der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate auf Werte unter 3%. Strukturelle, preistreibende Effekte wie die in bestimmten Bereichen aus geopolitischen Erwägungen und zur Sicherung der Versorgung auch in Krisenzeiten angestrebte Zurückholung der Güterproduktion ins Inland („Reshoring“, „Deglobalisierung“), die Umstellung der Energieversorgung von fossilen Energieträgern auf erneuerbare Energien („Decarbonisierung“) und der Rückgang der Erwerbspersonen, wodurch theoretisch der Lohndruck steigen sollte („Demographischer Wandel“), sprechen dafür, dass die Inflation in der EWU mittelfristig auf einem etwas höheren Niveau liegen wird als noch im letzten Jahrzehnt. Für die USA rechnen wir mit einem Rückgang der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate auf 4,5%, wobei die Kernrate weiterhin hoch ausfallen dürfte.

Geldpolitischer Ausblick für die USA und die EWU:

Die bereits am Jahresanfang 2022 hohe und bis zur Jahresmitte weiter ansteigende Inflation zwang die US-Notenbank zu einer schrittweisen Beschleunigung ihres anfänglich nur zaghafte restriktiven geldpolitischen Kurses. So wurde Ende 2021 am Markt von lediglich drei Leitzinsanhebungen über jeweils 25 Basispunkte ausgegangen, aber Anfang Januar galten bereits vier solche Zinsschritte als wahrscheinlich, und als „Extrem Szenario“ wurde über sechs Anhebungen um 25 Basispunkte diskutiert. Nachdem die noch im Winterhalbjahr 2021/22 mit rückläufigem Volumen vorgenommenen Anleihekäufe Anfang März beendet waren, erhöhte die Fed Mitte März den Leitzins erstmals seit 2018 um 25 Basispunkte. Bereits auf der nächsten Sitzung im Mai wurde das Tempo auf 50 Basispunkte beschleunigt und ab Juni folgte eine Serie von vier ungewöhnlich hohen Schritten um jeweils 75 Basispunkte. Gemeinsam mit dem wieder auf 50 Basispunkte reduzierten Zinsschritt von Mitte Dezember erhöhte die Fed den Leitzins somit im Gesamtjahr um 4,25 Prozentpunkte. Dies ist ein seit rund 40 Jahren nicht mehr erreichter Wert, und er entspricht umgerechnet immerhin 17 der früher üblichen Erhöhungsschritte um 25 Basispunkte. Daneben begann die Fed einen Bilanzabbau. Seit Juni werden fällige Staatsanleihen und Hypothekenpfandbriefe im Volumen von 30 Mrd. US-Dollar beziehungsweise 17,5 Mrd. US-Dollar pro Monat für zunächst drei Monate nicht mehr reinvestiert. Ab September verdoppelten sich die Beträge, sodass diese Bilanzposten gemeinsam aktuell um 95 Mrd. US-Dollar pro Monat abnehmen.

Trotz dieser Entwicklung ist die Tendenz hin zu einer noch restriktiveren Geldpolitik immer noch nicht beendet. So schraubten die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Notenbank (FOMC) erst Mitte Dezember im Rahmen der sogenannten „Dot Plot“-Projektion ihre Erwartungen über die Leitzinshöhe Ende 2023 von durchschnittlich 4,59% auf 5,22% nach oben. Auf der anderen Seite kündigte Fed-Chef Powell bereits vor einigen Monaten eine schrittweise Reduzierung der Leitzinserhöhungsschritte an, und mit dem oben bereits ange-

Die Fed vollzog 2022 ein intensives geldpolitisches Bremsmanöver.

FOMC geht von weiteren Zinsschritten aus, aber diese werden kleiner ausfallen.

sprochenen Zinsschritt um „nur“ noch 50 Basispunkte auf der jüngsten Sitzung folgten den Worten bereits Taten. Die Strategie der Notenbank besteht darin, angesichts der typischen zeitlichen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik zunächst ein Gefühl für das Ausmaß der seit März vollzogenen Erhöhungen zu bekommen, um dann mit kleineren Schritten nachsteuern zu können. Das Ziel dahinter ist wiederum, ein denkbare Übersteuern der Notenbank mit einem eigentlich als nicht notwendig angesehenen scharfen Konjunkturunbruch zu verhindern. Prinzipiell handelt es sich hierbei um eine Vorgehensweise ähnlich dem sogenannten degressiven Bremsen im Straßenverkehr, bei dem der zunächst starke Bremsdruck später gleichmäßig verringert wird, um ein möglichst geschmeidiges und exaktes Anhalten am gewünschten Ziel zu erreichen.

Vor diesem Hintergrund sind für 2023 weitere Leitzinserhöhungen in den USA wahrscheinlich, die gemessen an ihrem Umfang jedoch weit unterhalb dem Geschehen im vergangenen Jahr bleiben werden. Wahrscheinlich ist ein Anstieg um rund 100 Basispunkte auf einen Höchstwert des Zielbandes im laufenden Zyklus von 5,25% bis 5,5%. Hierzu könnte ein Schritt um 50 Basispunkte auf der nächsten Sitzung Anfang Februar beschlossen werden und zwei weitere Schritte um 25 Basispunkte auf den nachfolgenden Terminen. Am Markt wird allerdings auf eine Reduktion auf nur noch 25 Basispunkte bereits im Februar spekuliert. Zudem rechnet der Markt angesichts der erwarteten Rezession mit ersten Zinssenkungen im zweiten Halbjahr. Beide Ansichten teilen wir jedoch nicht.

Die mit Blick auf 2023 noch offene Frage ist, wie sich die US-Notenbank nach Vollzug dieser Zinsschritte und bei Eintritt der Rezession verhalten wird, sofern die Inflationsrate das offizielle Ziel von 2,0% noch nicht wieder erreicht haben sollte, was wie ausgeführt wenig wahrscheinlich ist. Am Markt wird mehrheitlich mit einem Umfallen der Geldpolitik gerechnet, also einer zügigen Wiederabsenkung der Leitzinsen, um die Konjunktur zu stützen. Dies zeigt sich beispielsweise an den Terminmarktsätzen, die aktuell für Ende des Jahres einen Rückgang des Leitzinses um rund einen halben Prozentpunkt auf rund 4,5% unterstellen. Ein zwar nur als Außenseitermeinung zu bezeichnendes, aber gut begründetes Szenario geht hingegen von einer längeren Beibehaltung der sogenannten terminal rate aus, also des höchsten Leitzinsniveaus, im laufenden Zyklus. Hierfür spricht der geschilderte strukturelle Mangel an Arbeitskräften, der einen deutlichen Anstieg der Arbeitslosenquote vermutlich verhindern hilft und somit der Notenbank, die per Gesetz auf das Ziel der „maximalen Beschäftigung“ verpflichtet ist, den Rücken für die Inflationsbekämpfung freihalten dürfte. Zweitens befindet sich Fed-Chef Powell mittlerweile in seiner zweiten Amtszeit, sodass eine erneute Wahl ausgeschlossen ist. Der 69-jährige muss aktuell also weniger Rücksicht auf politische Befindlichkeiten nehmen wie zuvor und kann sich auf das Vermächtnis seiner Amtszeit konzentrieren. Dabei liegt es Powell möglicherweise näher, ähnlich wie sein Amtsvorgänger Paul Volcker Anfang der 1980er Jahre, als erfolgreicher Bekämpfer der Inflation in Erinnerung zu bleiben, denn als Freund der Wall Street. Zumindest ist auffällig, dass sich Powell zuletzt immer wieder auf Volcker berief und Aussagen von diesem zitierte. Insofern besteht ein gewisses Überraschungspotenzial für die Märkte auf Seiten einer restriktiven Geldpolitik.

Die Europäische Zentralbank (EZB) ging zu Jahresbeginn 2022 immer noch davon aus, dass das erhöhte Inflationsniveau nur ein temporäres, von den Auswirkungen der Covid-Pandemie verursachtes Phänomen sei, das letztlich keine zinspolitische Reaktion erfordern würde. Der sich im Jahresverlauf beschleunigende und auf immer weitere Gütergruppen ausbreitende Inflationsanstieg auf

Spätestens im März dürften die Zinsschritte wieder 25 Basispunkte umfassen.

Wird die Fed bei einer Rezession wieder expansiv?

letztlich zweistellige Werte führte dann bei der europäischen Notenbank zu einem abrupten Meinungs- und in der Folge auch geldpolitischen Strategiewechsel. Um einen Reputationsverlust zu vermeiden und einer Entankerung der Inflationserwartungen entgegenzuwirken, beendete die EZB im Juli ihre Negativzinspolitik und erhöhte den Einlagezinssatz von -0,5% auf 0%. Auch ihre beiden anderen Leitzinssätze (Hauptrefinanzierungssatz und Spitzenrefinanzierungssatz) wurden parallel angehoben. Im September und Oktober beschleunigte sie angesichts der dramatischen Inflationsentwicklung sogar ihr Zinserhöhungstempo noch und vollzog jeweils Schritte um 75 Basispunkte. Zusätzlich passte sie im Oktober die Konditionen der TLTRO-Geschäfte dergestalt an, dass für die kreditnehmenden Geschäftsbanken ein Anreiz entstand, diese EZB-Kredite vorzeitig zurückzuzahlen. Damit wollte die EZB den Einstieg in eine aktive Politik der Reduzierung ihrer Bilanzsumme erreichen, mit dem Ziel, die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft zukünftig etwas weniger großzügig auszugestalten. Auf der letzten Sitzung im Dezember reduzierte sie dann das Ausmaß der Zinserhöhungen wieder auf jeweils 50 Basispunkte, um den zuvor bereits vollzogenen Anhebungen und der verzögerten Wirkung der Geldpolitik auf die Wirtschaft Rechnung zu tragen. Der Hauptrefinanzierungssatz stand somit Ende 2022 bei 2,5% (Ende 2021 noch bei 0,0%). Die europäische Notenbank wies aber sehr explizit darauf hin, dass aufgrund ihrer eigenen Prognose, der zufolge die Inflation selbst 2025 noch über dem Zielwert von 2% verharren werde, weitere deutliche Zinsschritte erforderlich wären.

EZB vollzieht 2022 geldpolitische Wende.

Vor diesem Hintergrund muss davon ausgegangen werden, dass die EZB ihre Leitzinserhöhungsstrategie in diesem Jahr fortsetzen wird. Wir erwarten, dass sie in den ersten Jahresmonaten ihre Leitzinssätze noch um insgesamt weitere 150 Basispunkte anheben wird, sodass der Hauptrefinanzierungssatz auf 4,0% ansteigen wird. Die Absicht der europäischen Notenbanker wird es dabei sein, Entschlossenheit zu demonstrieren und so verlorenes Vertrauen zurückzugewinnen. Ein zweiter Grund für die außergewöhnlich großen Zinsschritte besteht darin, dass die EZB ein gegenwärtig noch stabiles Konjunkturmilieu nutzen möchte, um vor der nächsten Rezession ein ausreichend hohes Ausgangsniveau bei den Leitzinsen zu erreichen und damit geldpolitischen Spielraum zu gewinnen. Angesichts einer prognostizierten, jahresdurchschnittlichen Inflationsrate von 6% wird der reale Leitzins aber negativ bleiben, sodass von einer eindeutig restriktiven, die Inflation entschieden bekämpfenden Geldpolitik nicht gesprochen werden kann. Spätestens ab der Jahresmitte rechnen wir dann mit einer Pause bei den Zinserhöhungen, da die EZB aufgrund der üblichen Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik abwarten wird, inwieweit die vollzogenen Zinsschritte bereits ausreichen werden, die Inflation zu dämpfen. Zudem dürfte die rezessive Tendenz der europäischen Wirtschaft die EZB milder stimmen. Auch ihre quantitative Strategie der Reduzierung der Bilanzsumme (QT), die sie im Vorjahr noch nicht ernsthaft in Angriff genommen hatte, wird sie dieses Jahr beschleunigen. So hatte sie im Dezember angekündigt, dass sie ab März monatlich fällige Anleihen in einem Volumen von 15 Milliarden Euro nicht reinvestieren wird. Ab dem zweiten Halbjahr dürfte dieses Volumen dann noch erhöht werden. Bedenkt man, dass die EZB ihre Bilanzsumme allein seit Ausbruch der Coronapandemie im Frühjahr 2020 von rund 4.700 auf über 8.800 Milliarden Euro ausgeweitet hatte, erscheint das nun von der Zentralbank angestrebte Reduzierungsvolumen allerdings sehr zurückhaltend gewählt zu sein.

Weitere Leitzinsanhebungen und QT 2023 zu erwarten.

Ausblick für die Rentenmärkte:

Die 2022 stets restriktiver werdende US-Geldpolitik hinterließ an den Rentenmärkten ihre Spuren in Form deutlich steigender Renditen. Ausgehend von 1,51% am Jahresende 2021 kletterte beispielsweise die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bis Mitte Juni auf fast 3,5% an, und am 21. Oktober wurde innerhalb des Handelstages mit 4,33% das Jahreshoch erreicht. Der Krieg in der Ukraine sorgte dagegen Ende Februar beziehungsweise Anfang März nur für eine kurzfristige und zudem überschaubare Flucht in den sicheren Hafen der Staatsanleihen. Der zwischenzeitliche Renditerückgang um in der Spitze 40 Basispunkte bei Papieren mit 10-jähriger Restlaufzeit verblasst angesichts der Aufwärtsentwicklung im weiteren Jahresverlauf. Noch umfassender war angesichts der Leitzinsentwicklung der Renditeanstieg von Papieren mit kürzerer Laufzeit. Die Rendite bei 2-jähriger Restlaufzeit kletterte von 0,73% Ende 2021 auf fast 4,8% im November. Die Zinsstruktur wurde insofern deutlich negativ, beispielsweise bei Gegenüberstellung von 2- und 10-jähriger Restlaufzeit dauerhaft ab Juli. Aktuell beträgt der Renditeunterschied -55 Basispunkte. Vor rund einem Monat wurden jedoch zeitweise Werte von -85 Basispunkten erreicht.

Die Entwicklung verlief 2022 jedoch nicht gleichförmig. Neben dem bereits erwähnten temporären Rückgang der Renditen nach Beginn des Krieges in der Ukraine, machte sich im Bereich der längeren Laufzeiten von Mitte Juni bis Anfang August vor allem die Erwartung eines gemäßigeren Vorgehens der US-Notenbank bemerkbar. Die Rendite 10-jähriger Treasuries sank ausgehend vom Verlaufshoch um fast einen Prozentpunkt. Im Herbst sorgten dann rückläufige Inflationsraten sowie die an den Märkten sehr euphorisch aufgenommene Ankündigung von zukünftig kleineren Zinsschritten durch die Fed zu einem Renditerückgang um gut 80 Basispunkte ausgehend vom neuen Verlaufshoch beziehungsweise dem Jahreshoch. Bei dünnem Handel überwogen dann seit Mitte Dezember wieder die Anleiheverkäufe, sodass die Rendite am Jahresende bei 3,88% stand.

In den kommenden Monaten ist angesichts der zu erwartenden Leitzinserhöhungen zunächst noch ein leichter Renditeanstieg zu erwarten. Dieser hat das Potenzial, die Inversität der Zinsstruktur weiter zu verstärken. Angesichts des von uns prognostizierten Inflationsrückgangs und der sich eintrübenden Konjunktur dürfte im weiteren Verlauf jedoch etwas Druck auf die Renditen ausgeübt werden, sodass die Rendite für 10-jährige Papiere am Jahresende bei 3,5% stehen dürfte. Diese Prognose berücksichtigt, dass sich die Inflation und insbesondere die Kerninflation in den USA trotz eines weiteren Rückgangs in den kommenden Monaten weiterhin auf einem im Vergleich zu früheren Jahren hohen Niveau befinden werden. Dies bremst das Potenzial für Renditerückgänge. Außerdem hat sich in den letzten Monaten bereits mehrfach gezeigt, dass die Markterwartungen hinsichtlich einer Wende der US-Geldpolitik verfrüht waren. In der Annahme, dass die Fed länger ihren restriktiven Kurs beibehalten wird als vom Konsens angenommen, dürften sich auch die Renditen längere Zeit auf ihrem erhöhten Niveau halten.

Ausgehend von einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau zogen die Renditen am deutschen Anleihemarkt im Vorjahr stetig an. So stieg z.B. die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von -0,18% zu Jahresbeginn auf 2,57% zum Jahresende. Auch die Verzinsung von Bundesanleihen mit nur zweijähriger Laufzeit wies mit einer Bewegung von -0,62% auf 2,76% einen großen Sprung

Deutlicher Renditeanstieg im vergangenen Jahr,...

...der immer wieder von der Hoffnung auf eine weniger straffe Geldpolitik unterbrochen wurde.

Rückläufige Inflation und eine Rezession dürften weiteren Renditeanstieg verhindern.

Inflation und EZB-Politik lassen 2022 Bund-Renditen steigen.

nach oben auf. Lediglich im Sommer, im Zeitraum von Mitte Juni bis Ende Juli, erfolgte eine ausgeprägte Gegenbewegung mit temporär fallenden Zinsen. Auslöser waren erste Sorgen vor einer anstehenden Rezession, die entweder durch einen möglichen Engpass bei der Energieversorgung als Folge des Gas-Lieferstopps Russlands oder durch die aggressiven Leitzinserhöhungen der US-Notenbank ausgelöst werden könnte. Zentrale Ursache für den im Endergebnis im Vorjahr zu beobachtenden Zinsanstieg war der überraschend dynamische und hartnäckige Anstieg der Inflation auf langjährige Rekordwerte, was wiederum aggressive Leitzinserhöhungen der führenden Notenbanken auslöste. Dies spiegelte die Renditeentwicklung an den Anleihemärkten wider.

Die europäischen Anleihemärkte sehen sich in diesem Jahr erneut gegensätzlichen Einflussfaktoren ausgesetzt. So stellen sich 2023 die technischen Angebots- und Nachfragebedingungen ungünstiger dar. Die Bundesregierung wird im Jahresverlauf ein Nettorekordvolumen (also nach Abzug fälliger Anleihen) von über 120 Milliarden Euro an Bundesanleihen emittieren. Dies stellt eine außergewöhnliche Ausweitung des Angebots an Bundesschuldverschreibungen dar. Gleichzeitig wird die EZB bis zum Jahresende wohl fällige Bundesanleihen ihres Bestandes nicht mehr reinvestieren. Somit wird eine strukturelle Verringerung der Nachfrage erfolgen. Zusammen ergibt dies eine Verschiebung der Angebots-Nachfrage-Bedingungen in Richtung höherer Renditen. Außerdem dürften in den ersten Jahresmonaten weiterhin die rekordhohe Inflation und die resultierende, restriktivere Geldpolitik der EZB mit anhaltenden Leitzinsanhebungen das Marktgeschehen prägen, sodass die Renditehochs des Vorjahres noch einmal erreicht oder gar etwas überschritten werden dürften. Im weiteren Jahresverlauf sprechen unseres Erachtens dann jedoch viele Argumente dafür, dass zinsdämpfende Faktoren allmählich die Oberhand gewinnen werden. So ist eine Abschwächung der konjunkturellen Entwicklung in Richtung einer Rezession zu erwarten. Zusammen mit begünstigenden Basiseffekten (insbesondere bei den Energiepreisen) wird dies Zug um Zug zu einem Rückgang der Preissteigerungsraten führen. Die Kombination beider Entwicklungen wird es dann auch der EZB erlauben, ihren Zinserhöhungszyklus zu beenden und in der Wortwahl wieder konzilianter zu werden. Insbesondere gegen Jahresende hin werden die Anleihemärkte zudem die zukünftigen ökonomischen Trends in der EWU antizipieren. Hierzu zählt insbesondere die Einschätzung des Marktes, dass die Inflation in der EWU 2024 wieder bis in Sichtweite des EZB-Zielwertes von 2% fallen wird. Darüber hinaus besteht bei vielen Marktteilnehmern die Befürchtung, dass das Wachstum der europäischen Wirtschaft in den kommenden Jahren aufgrund fehlender Strukturreformen, mangelnder Investitionen in Zukunftstechnologien und die Infrastruktur sowie ungünstiger demographischer Entwicklungen auf ein eher lethargisches Niveau zurückfallen wird. Dies preist der Anleihemarkt, gerade bei längeren Laufzeiten, mit niedrigeren Renditen ein. Schließlich darf auch nicht übersehen werden, dass die zumeist sehr hoch verschuldeten Staaten der EWU ein großes Interesse an (wieder) niedrigeren Zinsen haben. Nachhaltig hohe Renditen würden einige EWU-Staaten in eine finanziell prekäre Lage bringen. Auch wenn die Regierungen das Zinsniveau nicht direkt steuern können, üben sie doch einen gewissen Einfluss auf die Notenbank aus und haben die Möglichkeit, über regulatorische Vorschriften und die Steuergesetzgebung das Verhalten der Anleger am Anleihemarkt zu beeinflussen. Gewisse Impulse für sinkende Zinsen in Europa könnten auch aus den USA kommen. Es ist nicht ausgeschlossen, dass die US-Notenbank, die aufgrund des deutlich höheren Leitzinsniveaus über einen größeren zinspolitischen Spielraum verfügt, im Falle einer

Moderater Rückgang der Renditen von Bundesanleihen mit langer Laufzeit 2023 prognostiziert.

enttäuschenden Konjunktorentwicklung bereits 2023 erste Leitzinssenkungen vornehmen oder dies zumindest für 2024 avisieren wird. Falls die US-Anleihemärkte dies wie üblich bereits im Vorfeld mit fallenden Renditen antizipieren würden, dürfte dies auch auf die europäischen Renditen Druck ausüben. Zusammenfassend prognostizieren wir für das Jahresende 2023 eine Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe im Bereich von 2,15%. Bei zweijährigen Bundesanleihen rechnen wir mit einer Jahresrendite von 2,6%. Damit würde die Inversität der deutschen Zinsstrukturkurve einen historisch hohen Wert erreichen, den sie zuletzt nach der deutschen Wiedervereinigung erzielt hatte.

Ausblick für die Aktienmärkte:

Die internationalen Aktienmärkte vollzogen im Vorjahr eine deutliche Kurskorrektur. Der DAX verlor 12,3%, der Euro STOXX 50 11,7% und der S&P 500 19,4%. Zeitweise hatten sich die Kursverluste sogar auf über 20% aufaddiert, bevor im vierten Quartal, insbesondere in Europa, eine Erholung einsetzte. Mehrere Gründe waren für diese Baisse verantwortlich: So hatten die Kursgewinne der Vorjahre dazu geführt, dass die Bewertung der Aktienmärkte (z.B. gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) auf ein im historischen Vergleich sehr hohes Niveau gestiegen war, insbesondere in den USA. Außergewöhnlich ausgeprägte Leitzinserhöhungen der führenden Notenbanken im Zuge eines unerwartet rasanten Inflationsanstiegs beendeten nun aber die Phase eines für die Aktienmärkte extrem günstigen monetären Umfelds und sorgten für erste Gewinnmitnahmen. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine Ende Februar und wiederholte Corona-Lockdowns in China stellten zudem ein ungünstiges geopolitisches Umfeld für die Aktienmärkte dar und führten über eine zunehmende Risikoaversion der Anleger zu weiterem Verkaufsdruck. Schließlich belasteten die rekordhohe Inflation, die restriktivere Geldpolitik und die angespannte weltpolitische Lage auch den Konjunktur- und Geschäftsausblick der Unternehmen, sodass die Gewinnschätzungen der Analysten korrekturbedürftig wurden.

Auch für das laufende Jahr zeichnet sich ab, dass die bisherigen Gewinn-schätzungen der Analysten wohl noch zu hoch ausfallen und daher im Jahresverlauf nach unten angepasst werden müssen. So werden für alle großen Indizes derzeit Gewinnzuwächse, teils sogar im zweistelligen Prozentbereich, prognostiziert. Angesichts einer Konjunkturprognose, die sowohl in den USA als auch in der EWU rezessive Tendenzen vorhersagt, und eines sehr hohen Kostendrucks für die Unternehmen auf der Produktionsstufe (wobei eine vollständige Überwälzung dieser gestiegenen Inputpreise aufgrund einer schwächeren Kundennachfrage in vielen Branchen kurzfristig nicht erreicht werden kann, wodurch die Gewinnmargen der Unternehmen unter Druck geraten), erscheinen diese positiven Gewinnannahmen tendenziell zu optimistisch. Daher ist die Wahrscheinlichkeit beachtlich, dass die Quartalsberichte der Unternehmen zur Geschäftsentwicklung dieses Jahr enttäuschen und entsprechenden Verkaufsdruck auslösen werden. Auch auf die tatsächliche Bewertung der Aktienmärkte haben die wohl zu optimistischen Gewinnschätzungen Einfluss. Durch die Kursrückgänge des Vorjahres wurde die überdurchschnittliche Bewertung der US- und europäischen Aktienmärkte abgebaut. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 auf Basis der Gewinnschätzungen für das Kalenderjahr 2023 bewegt sich folglich aktuell im langfristigen Vergleich auf einem durchschnittlichen Niveau, das des DAX und des Euro STOXX 50 sogar auf einem unterdurchschnittlichen Level. Damit erscheinen gerade die europäischen Aktienmärkte auf den ersten Blick günstig und damit kaufenswert. Fallen jedoch die für die Bewertung heran-

Höhere Zinsen, Ukraine-Krieg und Konjunkturängste sorgten 2022 für Kursverluste bei Aktien.

Gewinnschätzungen der Analysten zu hoch?

gezogenen Gewinnschätzungen tatsächlich zu hoch aus, sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse de facto höher und weniger attraktiv. Die Attraktivität der internationalen Aktienmärkte leidet dieses Jahr zudem unter dem erhöhten Zinsniveau. Insbesondere in den USA stellen Zinssätze von teils über 4,5% für risikolose Staatsanleihen für viele Anlegergruppen (z.B. Pensionskassen und Lebensversicherungen) nach vielen Jahren wieder eine interessante Anlagealternative zu Aktien dar. Das für die Aktienmärkte inzwischen ungünstigere monetäre Umfeld findet nicht nur im höheren Zinsniveau Ausdruck. In diesem Jahr werden alle wichtigen Zentralbanken aktiv eine Politik zum Abbau ihrer Bilanzsumme betreiben. Aus Sicht der Aktienmärkte bedeutet dies eine Verringerung der Liquidität und damit des potenziellen Anlagevolumens der Anleger. Viele Analysten sahen in der stark steigenden Notenbankliquidität seit Auftreten der Corona-Pandemie einen der entscheidenden Gründe für die Aktienhausse, die im Frühjahr 2020 eingesetzt hatte. Dementsprechend könnte der Liquiditätsentzug nun die Aktienkurse belasten. Jedoch muss dieses Argument eines ungünstigeren monetären Umfelds relativiert werden. Gemessen an der in den Vorjahren erfolgten Ausweitung der Bilanzsummen der Notenbanken wird das Ausmaß der diesjährigen Bilanzreduzierung und damit des Liquiditätsentzugs eher gering ausfallen. Und auch das erhöhte Zinsniveau muss in Relation zur hohen Inflation gesehen werden. Betrachtet man das reale, also inflationsbereinigte Zinsniveau, so fällt dies immer noch deutlich negativ aus. Insofern stellt sich die Geldpolitik trotz der erfolgten Leitzinserhöhungen nicht so restriktiv dar wie es auf den ersten Blick zu vermuten wäre, und auch die Attraktivität von Anleihen ist geringer als bei der reinen Nominalzinsbetrachtung. Tatsächlich stellen Aktien als verbrieftete Unternehmensanteile reale Substanzwerte dar, die in einem Umfeld mit erhöhten Preissteigerungsraten als Inflationsschutz grundsätzlich sogar eine erhöhte Attraktivität besitzen. Schließlich muss berücksichtigt werden, dass die Aktienmärkte für gewöhnlich zukünftige wirtschaftliche Entwicklungen vorwegnehmen. In diesem Zusammenhang ist geldpolitisch bedeutend, dass eine große Zahl der Marktteilnehmer damit rechnet, dass die Fed und die EZB bereits den größten Teil der anvisierten Leitzinsanhebungen vollzogen haben, sodass dieses Jahr nach einigen finalen Zinserhöhungen das Ende des Leitzinserhöhungszyklus früh im Jahr erreicht sein könnte. Tatsächlich geht eine Mehrheit der Analysten sogar davon aus, dass die erwartete Rezession insbesondere die US-Notenbank bereits im zweiten Halbjahr zu ersten Leitzinssenkungen zwingen wird. Im Ergebnis könnten die internationalen Aktienmärkte im Jahresverlauf bereits wieder von einer antizipierten Lockerung der (US-)Geldpolitik und einem wieder expansiveren monetären Umfeld profitieren. Zusammenfassend kommt man zu dem Urteil, dass auch 2023 in Form eines erwarteten schwachen Konjunkturverlaufs, möglicher Revisionen der Schätzungen für die Unternehmensgewinne nach unten, anhaltender geopolitischer Spannungen, eines erhöhten Zinsniveaus und einer geldpolitisch verringerten Liquidität wichtige Belastungsfaktoren für die Aktienmärkte bestehen. Auf der anderen Seite sind diese kursbelastenden Argumente bekannt und womöglich bereits durch den Kursrückgang des Vorjahres im Marktniveau widergespiegelt. Insbesondere gegen Jahresende ist es daher unseres Erachtens nicht unwahrscheinlich, dass die Aktienmärkte bereits in die Zukunft und auf das Jahr 2024 schauen werden. Dieser Ausblick dürfte dann durch eine wieder (nahezu) normalisierte Inflation, tendenziell eher wieder fallende Leitzinsen, ein wieder niedrigeres Kapitalmarktzinsniveau und einem wieder freundlicheren Konjunktur- und Geschäftsausblick der Unternehmen nach Überwindung der Rezession geprägt sein. Sollte sich dann die Geopolitik nicht erneut als stark belastend erweisen, besteht die realistische Chance auf wieder steigende Aktien-

Ungünstigeres monetäres Umfeld?

Rezessionserwartung und höheres Zinsniveau begrenzen 2023 Kurspotenzial.

kurse. Unsere konkreten Indexprognosen zum Jahresende 2023 sehen für den DAX ein Niveau von 15.000 Punkten, für den Euro STOXX 50 von 4.000 Punkten und für den S&P 500 von 4.100 Punkten vor.

Wechselkursausblick:

Der Euro stand im Vorjahr gegenüber dem US-Dollar lange Zeit unter anhaltendem Abwertungsdruck. Ausgehend von einem Schlusskurs bei 1,137 Ende 2021 sank der Wert der Gemeinschaftswährung bis Ende September ohne nennenswerte Gegenbewegungen auf unter 0,96 US-Dollar und unterschritt damit das erste Mal seit 2002 wieder die Parität. Wichtigster Grund für diese ausgeprägte Schwäche des Euro war die geldpolitische Divergenz der beiden Währungsräume. Während die EZB trotz rasant steigender Preissteigerungsraten noch geraume Zeit an ihrer These festhielt, dass es sich hierbei um ein temporäres Phänomen handele, das keine geldpolitische Reaktion erfordere und sich dementsprechend passiv verhielt, reagierte die Fed in den USA nach nur kurzem Zögern ab März mit einer Serie von teils außergewöhnlich großen Zinserhöhungen. Dieses letztlich entschiedene Vorgehen der US-Notenbank und die Ansicht des Devisenmarktes, dass die USA aufgrund einer zielgerichteteren Geld- und Fiskalpolitik rascher als die EWU ökonomisch schwierige Zeiten überwinden würde, ließen den US-Dollar aufwerten. Dieser Trend wurde noch von den geopolitischen Ereignissen verstärkt. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine erhöhte das Interesse am US-Dollar, der von seiner Rolle als klassische Fluchtwährung in Krisenzeiten profitierte. Da die Eurozone zudem deutlich direkter wirtschaftlich vom Ukraine-Krieg und seinen Folgen betroffen ist (insbesondere aufgrund der hohen Energieabhängigkeit von Russland), stand der Euro zusätzlich unter Druck. Erst ab dem vierten Quartal konnte der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder etwas Boden gutmachen, als auch die EZB zu großen Leitzinserhöhungsschritten überging und an den Finanzmärkten erste Spekulationen aufkamen, dass die Fed bereits frühzeitig im laufenden Jahr ihre Leitzinserhöhungen beenden könnte. Zudem gelang es der EWU, ihre Gasspeicher komplett zu füllen, sodass die Wahrscheinlichkeit von Energie-rationierungen und entsprechend drastischen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Belastungen deutlich sank. Zum Jahresende 2022 notierte der Euro im Ergebnis bei 1,071 US-Dollar und damit 5,9% schwächer als noch ein Jahr zuvor.

Wichtige Faktoren sprechen dafür, dass sich der im vierten Quartal 2022 begonnene Trend der Euro-Aufwertung per Saldo auch im laufenden Jahr fortsetzen dürfte. So ist die US-Währung nach der ausgeprägten Aufwertung der beiden Vorjahre inzwischen sehr hoch bewertet. Dies erhöht die Verkaufsbereitschaft der bisherigen Dollaranleger und dämpft zugleich das Interesse an Neuanlagen in US-Dollar. Der wichtigste potenzielle Auslöser solcher Dollarverkäufe könnte eine tatsächliche oder eine von den Marktteilnehmern antizipierte geldpolitische Wende der US-Notenbank sein. Sollte die erwartete Rezession in den USA stärker ausfallen als bislang vermutet, dürfte die Fed ihren 2022 gewonnenen zinspolitischen Spielraum in der zweiten Jahreshälfte 2023 oder ab 2024 für rasche Leitzinssenkungen nutzen. Dadurch würde sich der Zinsvorteil des US-Dollar-Währungsraums verringern und der Greenback als Anlagewährung an Attraktivität verlieren. Auch ein wünschenswertes Ende der Kampfhandlungen in der Ukraine könnte über eine resultierende Beruhigung der geopolitischen Lage zu einer Abwertung des „Krisenprofiteurs“ US-Dollar beitragen. Zum Jahresende 2023 prognostizieren wir im Ergebnis einen Wechselkurs des Euro in einer Bandbreite von 1,10 bis 1,15 US-Dollar.

Euro wertete 2022 gegenüber dem US-Dollar zeitweise unter die Parität ab.

Hohe Bewertung des US-Dollar und potenzielle Fed-Zinssenkungen sprechen 2023 für Euro-Aufwertung.

Hauptszenario 2023	USA	EWU
BIP (yoy%)	0,3%	0,0%
Inflation (yoy%)	4,5%	6,0%
Wechselkurs \$/€	1,10 - 1,15	
Leitzins	5,25% - 5,50%	4,00%
10J Staatsanleihen	3,25% - 3,75%	1,90% - 2,40%
10J Swap	3,00% - 3,50%	2,50% - 3,00%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	4.100	4.000

Pessimistisches Nebenszenario:

Tiefe Rezession und beharrlich hohe Inflation

Wahrscheinlichkeit: 20%

In diesem Szenario wird davon ausgegangen, dass die Weltwirtschaft erneut in eine ausgeprägte Rezession abrutschen wird. Wahrscheinlichster Auslöser sind die im historischen Vergleich aggressiven Leitzinserhöhungen der führenden Notenbanken. Die zinsreagiblen Bereiche der Volkswirtschaften stürzen dabei in eine Krise. Dies betrifft erstrangig die Immobilienmärkte, die zuvor noch stark von der Niedrigstzinspolitik profitiert hatten. Am US-Immobilienmarkt, aber auch in Deutschland, sind bereits deutlich Bremsspuren in Form massiv gesunkener Umsatzzahlen zu beobachten. Die Immobilienpreise, die bislang noch eine recht stabile Entwicklung aufweisen, werden im Zeitablauf mit immer höherer Dynamik nachgeben. Insbesondere der US-Konsument reagiert auf diesen negativen Vermögenseffekt verschnupft und schränkt seine Konsumausgaben merklich ein, wodurch die US-Wirtschaft in eine tiefe Rezession abstürzt. Auch die Unternehmensinvestitionen leiden unter den verschlechterten Finanzierungsbedingungen sowie einem sich unerwartet deutlich eintrübenden Konjunkturausblick und brechen ein. Der Welthandel entwickelt sich in diesem Umfeld ebenfalls sehr schwach. Dieser Effekt könnte durch zunehmende Spannungen in der Weltpolitik, z.B. verschärften Handelskonflikten zwischen den USA und China, sogar noch verstärkt werden. Auch ein Wiederaufflammen der Corona-Pandemie – z.B. weil sich eine impfesistente Mutation des Virus verbreitet – könnte über erneute, umfassende Lockdown-Maßnahmen ein möglicher Auslöser für dieses Szenario sein. An den Kapitalmärkten wäre in diesem Szenario mit einem raschen Rückgang der Zinsen zu rechnen. Eine Entwicklung, die noch dadurch unterstützt würde, dass die Notenbanken eine erneute, dieses Mal zügige geldpolitische Wende vollziehen würden. Insbesondere die Fed würde ihren gewonnenen, zinspolitischen Spielraum aggressiv ausnutzen. Dies wäre möglich, da die Inflation aufgrund des Konjunkturreinbruchs und eines Absturzes der Rohstoffpreise deutlich sinken würde. An den Aktienmärkten würde es zuerst zu massiven Kurseinbrüchen kommen, bevor die geldpolitische Reaktion der Zentralbanken und umfangreiche Stützungsmaßnahmen der Fiskalpolitik eine Kurserholung einleiten würden. Der US-Dollar als „Welt-Leitwährung“ würde von einer ansteigenden Risikoaversion der Anleger profitieren und gegenüber dem Euro spürbar aufwerten.

Restriktivere Geldpolitik und Geopolitik belasten Konjunktur stärker als erwartet.

Pessimistisches Szenario 2023	USA	EWU
BIP (yoy%)	-1,5%	-2,0%
Inflation (yoy%)	2,0%	3,0%
Wechselkurs \$/€	1,00 - 1,05	
Leitzins	3,0% - 3,25%	1,50%
10J Staatsanleihen	1,50% - 1,75%	0,30% - 0,80%
10J Swap	1,5% - 1,75%	1,00% - 1,50%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	3.100	3.000

Optimistisches Nebenszenario:

Dynamischer Aufschwung bei sehr hoher Inflation

Wahrscheinlichkeit: 15%

In diesem Szenario wird unterstellt, dass sich das Weltwirtschaftswachstum überraschend dynamisch beschleunigt und ein weit überdurchschnittliche Niveaus erreicht. Dies wäre z.B. für den Fall vorstellbar, dass es in Russland zu einem Regierungsumsturz käme, in dessen Gefolge der Ukraine-Krieg beendet und ein konstruktives Verhältnis zum Westen aufgebaut würde. Die resultierende Versorgungssicherheit mit billiger Energie sowie umfangreiche Handels- und Geschäftsoportunitäten in Russland sorgen dabei für einen neuen Wirtschaftsboom, insbesondere in Westeuropa. Der chinesische Präsident Xi könnte aufgrund der veränderten geopolitischen Rahmenbedingungen um eine Verbesserung des Verhältnisses zu den USA bemüht sein. Im Ergebnis könnte sich der Welthandel spürbar beleben und das Weltwirtschaftswachstum ankurbeln. Zudem setzt die chinesische Regierung nun doch frühzeitiger und umfassender als erwartet Lockerungen ihrer zuvor sehr strikten Covid-Politik um und liefert so der chinesischen Wirtschaft perspektivisch dringend erforderliche Wachstumsimpulse, wovon auch die Handelspartner, z.B. Deutschland, profitieren würden.

Kriegsende oder rascher Inflationsrückgang als mögliche Auslöser eines Boom-szenarios.

Einen weiteren möglichen Auslöser für eine überraschend positive Konjunktur-entwicklung stellt in einem etwas abweichenden Szenario ein rascher Inflationsrückgang dar. Denkbar wäre dies, wenn neben den günstigen Basiseffekten bei den Energiepreisen der hohe Wettbewerbsdruck die Unternehmen dazu zwingen würde, auf weitere Preiserhöhungen zu verzichten oder gar bereits erfolgte Schritte wieder zurückzunehmen. Auch weitere staatliche Maßnahmen (zusätzlich zur Gaspreisbremse und dem 49-Euro-Ticket) zur Dämpfung der Inflation, z.B. aus sozialpolitischen Erwägungen, sind nicht ausgeschlossen. Die Zentralbanken könnten auf einen milderen Inflationsausblick mit dem Verzicht auf zusätzliche Leitzinserhöhungen bzw. einer rascheren geldpolitischen Wende reagieren. Ein in der Folge wieder expansiveres monetäres Umfeld könnte dann den Konsum und die Investitionen ankurbeln und so einen kräftigen Konjunkturaufschwung einleiten. Wäre ein freundlicherer Inflationsausblick und eine expansivere Geldpolitik der Auslöser für ein Boom-Szenario wäre an den Rentenmärkten mit begrenzten Zinsrückgängen zu rechnen. In den anderen Fällen wäre hingegen aufgrund der höheren Kapitalnachfrage mit einem anhaltenden Zinsanstieg zu rechnen. Die Aktienmärkte reagieren in diesem Boomszenario mit ausgeprägten Kursanstiegen, deren Ausmaß aber durch das anziehende Zinsniveau begrenzt wird. Am Devisenmarkt würde der Euro von einer zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger profitieren. Diese würden die „safe haven“-Währung US-Dollar zu Gunsten anderer Währungen verkaufen, der Euro würde im Ergebnis aufwerten.

Optimistisches Szenario 2023	USA	EWU
BIP (yoy%)	2,0%	2,5%
Inflation (yoy%)	7,0%	9,5%
Wechselkurs \$/€	1,25 - 1,30	
Leitzins	5,75% - 6,0%	5,00%
10J Staatsanleihen	5,25% - 5,50%	3,00% - 3,50%
10J Swap	5,0% - 5,25%	3,50% - 4,00%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	4.600	4.500

Extremszenario:

Extreme politische Entwicklungen

Wahrscheinlichkeit: 5%

Verschiedene politische bzw. ökonomische Extremszenarien mit entsprechenden Verwerfungen an den Finanzmärkten sind 2023 (mit etwas Fantasie) vorstellbar. So droht z.B. in China, wo die Verschuldung der Unternehmen und Privathaushalte inzwischen ein sehr hohes Niveau von deutlich über 200% der jährlichen Wirtschaftsleistung erreicht hat, das Platzen einer Kreditblase. Erste Spannungen waren bereits in den Vorjahren mit der (drohenden) Insolvenz diverser großer Immobilienkonzerne spürbar. Aufgrund der lange Zeit sehr strikten Covid-Politik im Reich der Mitte stellt auch jeder Ausbruch einer neuen Infektionswelle in China ein immenses Konjunkturrisiko dar. Aufgrund der niedrigen Impfquote drohen gegebenenfalls erneut umfassende, sehr strenge Lockdown-Maßnahmen. Die resultierende Rezession in China würde dann mit hoher Wahrscheinlichkeit die gesamte Weltwirtschaft in einen gravierenden Abschwung führen. Auch im politischen Bereich steht China im Mittelpunkt möglicher Extremszenarien. So hat Staatspräsident Xi in jüngster Vergangenheit mehrfach sehr nachdrücklich darauf verwiesen, dass Taiwan ein (noch abtrünniger) Teil der Volksrepublik sei und dass die nationale Einheit zeitnah – zur Not auch militärisch – wieder hergestellt werden müsse. Eine gewaltsame Annexion Taiwans durch die Volksrepublik könnte aber direkt in einem Krieg mit den USA münden, die Taiwans Sicherheit und Autonomie gewährleisten. Auch ökonomisch würde dieses Szenario in die Katastrophe führen.

Ausgeprägte Krise der Weltwirtschaft zwar wenig wahrscheinlich, aber nicht gänzlich ausgeschlossen.

Das zweite drohende geopolitische Extremszenario stellt eine Eskalation des Ukraine-Kriegs dar. Insbesondere der mögliche Einsatz von Nuklearwaffen oder eine direkte Involvierung der NATO in die Kampfhandlungen (z.B. als Folge russischer Angriffe auf das Gebiet von NATO-Mitgliedstaaten) würde uns an den Rand des Dritten Weltkriegs bringen.

Schließlich wird unsere zunehmend digitale Welt immer anfälliger für (zumeist absichtlich herbeigeführte) Zusammenbrüche der Netzwerke und Computersysteme. Schon in den vergangenen Jahren gab es mehrfach Meldungen von Einzelunternehmen, dass sie zeitweise ihre Produktion aufgrund von Hackerangriffen einstellen mussten. Ein Szenario, in dem (eventuell auch im Auftrag staatlicher Spionagedienste) Hacker die computergesteuerte Infrastruktur, z.B. bei der Energieversorgung oder im Verkehrswesen, großer Regionen oder gar ganzer Staaten zum Zusammenbruch bringen und dadurch massive wirtschaftliche Schäden auslösen, ist heutzutage ohne viel Fantasie vorstellbar.