

Neujahrsbericht

Konjunktur- und Kapital- marktprognose 2024



2. Januar 2024

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

Hauptszenario:

Schwaches Wachstum bei begrenzt fallender Inflation

Wahrscheinlichkeit: 60%

Entwicklung der Weltwirtschaft:

Nachdem die Inflation in den Industrienationen noch im Jahr 2022 auf das höchste Niveau seit Jahrzehnten gestiegen war, erfolgte im Vorjahr ein allmählicher Rückgang der Preissteigerungsrate. Wichtigste Ursachen hierfür waren nun begünstigende Basiseffekte (insbesondere bei den Energiepreisen), eine schwache konjunkturelle Entwicklung (zumindest in Europa) und die inzwischen erfolgte Reaktion der Geldpolitik mit deutlichen Leitzinsanhebungen. Trotz dieser grundsätzlich positiven Tendenz fielen die Preissteigerungsraten in den führenden Industrienationen zum Jahresende 2023 gemessen an den jeweiligen Zielen der Notenbanken aber immer noch zu hoch aus. Das Wirtschaftswachstum entwickelte sich hingegen mehrheitlich enttäuschend. So führten der inflationsbedingte Kaufkraftverlust zu einer Konsumzurückhaltung bei den Privathaushalten, erschwerte Finanzierungsbedingungen und ein pessimistischer Geschäftsausblick zu zurückhaltenden Investitionen der Unternehmen und das Ende zahlreicher pandemiebezogener Ausgabenprogramme der Staaten zu einem schwächeren fiskalpolitischen Impuls. Im Ergebnis sank auf Kalenderjahressicht die Wirtschaftsleistung in Deutschland sogar leicht und in der EWU wurde nur ein geringfügiger Anstieg des Bruttoinlandsprodukts erreicht. Die US-Wirtschaft wies hingegen eine deutlich robustere Konjunkturentwicklung auf. Gestützt auf eine sehr ausgabenfreudige Regierung und konsumgeneigte Privathaushalte wurde dort die Wirtschaftsleistung um über 2% ausgeweitet.

2023: Verzögert fallende Inflation und divergentes Wachstum.

Da die Geldpolitik mit beachtlichen Zeitverzögerungen auf die Wirtschaft wirkt, werden die 2023 erfolgten Leitzinsanhebungen im laufenden Jahr wohl erst ihre volle Wirkung entfalten. Dies stellt eine zentrale Ursache dafür dar, dass die Wachstumsprognosen für dieses Jahr erneut sehr niedrig ausfallen und dass das Auftreten rezessiver Tendenzen, also von Quartalen mit Rückgängen der Wirtschaftsleistung, in zahlreichen Staaten nicht ausgeschlossen werden kann. Dies trifft insbesondere die klassischen zinsensensitiven Bereiche der Investitionen und des Bausektors, wo bereits im Vorjahr gravierende Einbußen zu beobachten waren. Aber auch die kreditfinanzierte Konsumnachfrage dürfte dieses Jahr leiden. Ein etwas freundlicheren Ausblick und damit eine konjunkturstabilisierende Wirkung wird die private Konsumnachfrage dennoch 2024 ausüben. Hintergrund ist die zu erwartende Erholung der real verfügbaren Einkommen der Haushalte vor dem Hintergrund einer weiter fallenden Inflation und der inzwischen erfolgten, deutlichen Lohnsteigerungen. In Europa sind von fiskalpolitischer Seite erneut eher moderat belastende Wachstumsimpulse aufgrund des Zwangs zur Haushaltskonsolidierung zu erwarten. Aus Sicht der exportlastigen deutschen Wirtschaft werden auch 2024 außenwirtschaftliche Wachstumsimpulse aufgrund eines eher schwachen Wachstums in China, einer nachlassenden Dynamik der US-Wirtschaft, eigener struktureller Schwächen einstiger Vorzeigebereiche und allgemeiner Deglobalisierungstendenzen Mangelware bleiben. Im Ergebnis zeichnen sich dieses Jahr für Deutschland und die EWU wieder nur sehr niedrige Wachstumsraten im Bereich von 0% bis 1% ab. Selbst in den USA dürfte der BIP-Anstieg dieses Jahr nur etwas über 1% liegen.

2024: Erhöhte Leitzinsen bremsen Wachstum.

Der Ausblick für China fällt gemessen an vergangenen Werten ebenfalls eher zurückhaltend aus. Die anhaltende Strukturkrise des aufgeblähten Immobiliensektors, die Überschuldung der regionalen Gebietskörperschaften (die in der Folge kaum noch konjunkturstützende Ausgabenprogramme durchführen können), wachstumsbremsende Auswirkungen der US-Sanktionen im Hochtechnologiesektor und den Export belastende Bestrebungen zahlreicher Abnehmerstaaten, ihre Abhängigkeit von chinesischen Warenlieferungen zu verringern, bremsen die chinesische Wirtschaft spürbar. Allerdings sind u.E. dieses Jahr umfangreichere konjunkturstützende Maßnahmen der Zentralregierung zu erwarten, die dadurch das offizielle Wachstumsziel von 5% doch noch erreichen will. Zusammenfassend erwarten wir 2024 erneut ein unterdurchschnittliches Weltwirtschaftswachstum von knapp 3% und damit ein ähnliches Niveau wie bereits im Vorjahr. Unter der erwarteten schwachen konjunkturellen Entwicklung der Weltwirtschaft dürfte der Ölpreis grundsätzlich eher leiden. Angesichts anhaltender und eventuell zu befürchtender neuer geopolitischer Spannungen sowie dem Bemühen großer Fördernationen (namentlich Russlands und Saudi-Arabien), ein Absinken des Ölpreises zu verhindern, rechnen wir damit dass das Barrel Rohöl (Brent) auch dieses Jahr im Durchschnitt wieder zwischen 70 und 90 US-Dollar kosten wird.

Konjunkturausblick für die USA und Euroland:

Angesichts der bis Ende 2022 massiv angestiegenen Leitzinsen waren die Konjunkturprognosen für die USA 2023 anfänglich nur verhalten. Im Verlauf des Jahres zeigte sich jedoch, dass die Dinge weniger schlecht stehen als befürchtet, denn im 1. und 2. Quartal wurden zunächst relativ solide annualisierte Quartalswachstumsraten in Höhe 2,2 % beziehungsweise 2,1% gemessen, worauf ein Anstieg auf sehr hohe 4,9% im 3. Quartal folgte. Zu den wichtigen Gründen für diese überraschende Entwicklung gehörte das massiv gestiegene Budgetdefizit der gegenwärtigen Regierung. Dessen Höhe von voraussichtlich 8,2% gemessen am Bruttoinlandsprodukt ist einmalig in Friedenszeiten und Phasen ohne Rezession. Es sorgte für einen Anstieg der direkten Staatsausgaben und indirekt für eine Erhöhung der privaten Investitionen über die finanzielle Förderung der Reindustrialisierung der USA. Darüber hinaus sorgte ein deutlich über der Inflationsrate liegender Anstieg der Sozialausgaben in Höhe von 17% im Ende November abgeschlossenen Haushaltsjahr 2023 in Kombination mit üppigen Lohnsteigerungen in vielen Branchen bei gleichzeitig weiterhin sehr niedriger Arbeitslosigkeit für einen deutlichen Zuwachs des privaten Konsums als ein wesentlicher Konjunkturtreiber. Voraussichtlich lag das Wirtschaftswachstum im Gesamtjahr 2023 deshalb in der Größenordnung von 2,4%.

Im Jahr der US-Präsidentenwahl 2024 wird das Haushaltsdefizit der USA voraussichtlich weiterhin stark überhöht bleiben und somit zur Konjunkturstützung beitragen. Allerdings ist davon auszugehen, dass sich die Leitzinserhöhungen der Vergangenheit stärker als bislang bemerkbar machen. Anfang 2023 war der Realzins angesichts einer Inflationsrate in Höhe von 6,5% im Januar und einem oberen Ende des Leitzinsbandes von 4,5% noch deutlich negativ. In der Zwischenzeit hat sich das Verhältnis umgedreht. Das obere Ende des Leitzinses steht einen Prozentpunkt höher bei 5,5%, während die Inflationsrate gemäß den jüngsten Angaben für November auf 3,1% gefallen ist. Damit hat eine im historischen Vergleich seltene Phase positiver Realzinsen und außerdem auch noch sehr hoher Realzinsen begonnen. Trotz der am Jahresende 2023 schon wieder gesunkenen Renditen, die über niedrigere Hypothekenzinsen beispiels-

US-Wachstum überraschte 2023 positiv.

Positive Realzinsen dürften US-Konjunktur 2024 belasten.

weise die Perspektiven der Bauwirtschaft verbessern, ist vor diesem Hintergrund mit einem deutlich konjunkturdämpfenden Effekt zu rechnen. Hierfür sprechen auch die Konjunkturindikatoren von diversen Einkaufsmanagerindizes bis hin zu den Indizes für das Verbrauchervertrauen, die sich ausgehend von dem Ende 2022 erreichten niedrigen Niveau in den letzten zwölf Monaten ganz überwiegend unter Schwankungen nur seitwärts entwickelten. Insbesondere die Indikatoren für die Industrie stehen eigentlich auf Rezessionsniveau. In der Summe rechnen wir mit einer Abkühlung des BIP-Wachstums 2024 auf 1,4%.

Die Erwartungen an die deutsche Wirtschaft waren angesichts des Ukraine-Kriegs bereits zu Beginn des Vorjahres eher verhalten. Massiv steigende Konsumentenpreise entzogen den Privathaushalten Kaufkraft, was zusammen mit den negativen psychologischen Auswirkungen der geopolitischen Lage die Konsumnachfrage spürbar belastete. Die späte, dann aber vehemente Reaktion der EZB auf die überschießende Inflation in Form umfangreicher Leitzinsanhebungen bremste im Jahresverlauf zunehmend die zinssensitiven Bereiche der Volkswirtschaft. Insbesondere im Bausektor, der in den Vorjahren noch geboomt hatte, kam es zu zahlreichen Projektstornierungen, prozentual zweistelligen Rückgängen bei den Auftragseingängen und inzwischen vielerorts auch zu deutlichen Korrekturen bei den Immobilienpreisen. Der deutsche Export litt unter strukturellen Problemen wichtiger Industriezweige und einer verhaltenen Nachfrage vieler Abnehmerländer (insbesondere Chinas). Schließlich verringerte sich mit dem Auslaufen wichtiger pandemiebedingter Ausgabenprogramme bereits zu Jahresbeginn auch der fiskalpolitische Wachstumsimpuls. Im Ergebnis zeichnet sich für das Kalenderjahr 2023 ein Rückgang des BIP in Deutschland im Bereich von 0,2% ab.

Zinserhöhungen einer Zentralbank wirken sich üblicherweise mit einer mehrmonatigen Verzögerung auf die Wirtschaftsaktivität aus. Demzufolge muss davon ausgegangen werden, dass die straffere EZB-Politik die deutsche Konjunktur im laufenden Jahr weiter bremsen wird. So werden die deutlich gestiegenen Hypothekenzinsen auch 2024 die Wohnungsbauaktivität deutlich belasten. Viele Familien, die eigentlich gerne bauen würden, können inzwischen die Finanzierungskosten nicht mehr stemmen. Zusammen mit massiv gestiegenen Baukosten, fehlenden Baugrundstücken, langwierigen Genehmigungsverfahren und einem Mangel an Baufachkräften ergeben sich in der Summe sehr ungünstige Rahmenbedingungen für den Wohnungsbau trotz eines grundsätzlich sehr hohen Bedarfs an Wohnraum. Da der Sektor aber bereits im Vorjahr einen deutlichen Einbruch erlitten hat, wird der negative konjunkturelle Wachstumsimpuls dieses Jahr zumindest etwas gemildert ausfallen. Auch in anderen zinssensitiven Bereichen der Volkswirtschaft, namentlich den Unternehmensinvestitionen, wird das erhöhte Zinsniveau sich negativ bemerkbar machen. Dies gilt umso mehr, da es weitere Belastungsfaktoren gibt. So werden Kredite aus Unternehmenssicht nicht nur teurer, sondern aufgrund einer zurückhaltenderen Kreditvergabe der Banken auch schwieriger zu erhalten sein. Zudem weisen alle wichtigen Umfragen auf eine ausgeprägt pessimistische Stimmung im Unternehmenssektor hin, das globale und geopolitische Wirtschaftsumfeld bleibt auch 2024 eher ungünstig. Vor diesem Hintergrund ist auch im laufenden Jahr mit einer rückläufigen Entwicklung der Unternehmensinvestitionen zu rechnen.

Im Vorjahr stützten eine erstaunlich robuste Entwicklung der US-Wirtschaft und eine Abwertung des Euro noch das Exportgeschäft der deutschen Unternehmen. Dies dürfte sich dieses Jahr ändern. Auch in den USA hat die Notenbank im

*Deutsche Wirtschaft
2023 mit rückläufiger
Wirtschaftsleistung.*

*Restriktivere EZB-
Politik wird erst 2024
ihre volle Wirkung
entfalten.*

*Außenhandel fällt als
Konjunkturstütze aus.*

Vorjahr aufgrund der hohen Inflation umfassende Leitzinserhöhungen vorgenommen, die im laufenden Jahr die US-Konjunktur und damit die Nachfrage nach deutschen Gütern deutlich bremsen dürften. In China ist keine signifikante Belebung der Wirtschaftsaktivität zu erwarten, sodass auch auf diesen zweiten wichtigen Exportmarkt mit keinem nennenswerten Nachfrageanstieg nach deutschen Gütern zu rechnen ist. Schließlich wird auch die konjunkturelle Entwicklung in der EWU, dem wichtigsten Absatzmarkt deutscher Erzeugnisse, gedämpft ausfallen. Eine verhaltene globale Konjunktorentwicklung wird also den deutschen Export dieses Jahr belasten. Ein zweiter negativer Faktor ist eine verringerte Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, insbesondere einstiger Vorzeigebereichen. Dies trifft z.B. den deutschen Automobilsektor, der im Zukunftssegment der Elektromobilität im Vergleich zu Tesla und den chinesischen Herstellern ins Hintertreffen geraten zu sein scheint. Ein weiteres Beispiel ist die chemische Industrie, die unter den sprunghaft gestiegenen Energiekosten (absolut, aber insbesondere auch in Relation zu den Energiekosten im Ausland) leidet. Schließlich dürfte sich die vorjährige Abwertung des Euro in diesem Jahr nicht wiederholen, sodass dieser währungspolitische Vorteil voraussichtlich entfallen wird. In der Summe dürfte der Außenbeitrag 2024 angesichts eines etwas stärkeren Anstiegs der Einfuhren im Vergleich zu den Ausfuhren einen zumindest moderat negativen Wachstumsbeitrag leisten.

Im Frühjahr 2023 endeten während der Corona-Krise eingeführte pandemiebedingte Ausgabenprogramme. Diese sich aus konjunktureller Sicht heraus im Vorjahr noch zeitweise ergebenden Wachstumsimpulse werden im laufenden Jahr gänzlich entfallen. Gleichzeitig ist die Finanzpolitik mit Blick auf die Schuldenbremse zu einem Konsolidierungskurs gezwungen und das jüngste Urteil des Bundesverfassungsgerichts zu Schattenhaushalten verringert den finanzpolitischen Spielraum der Regierung zusätzlich. In der Folge ist für die Bundesregierung die Erstellung eines „Sparhaushalts“ erforderlich, in dem neben Abgabenerhöhungen auch Ausgabenkürzungen enthalten sind, z.B. bei der Solarförderung. Auf der anderen Seite werden aber deutliche Lohnsteigerungen im öffentlichen Dienst und die Nutzung von bereits geschaffenen Nebenhaushalten (z.B. im Rüstungsbereich) zu einer Ausweitung der Staatsausgaben führen. In der Summe erwarten wir insbesondere als Folge des BVG-Urteils einen Rückgang der Staatsausgaben und somit einen negativen Wachstumsbeitrag der Fiskalpolitik im laufenden Jahr.

Die größten konjunkturellen Hoffnungen ruhen dieses Jahr auf der privaten Konsumnachfrage. Nachdem der reale Kaufkraftentzug als Folge der überschießenden Inflation die Verbraucher noch im Vorjahr ausgebremst hatte, ist dieses Jahr wieder ein Anstieg der realen Einkommen zu erwarten. Ursachen sind zum einen der inzwischen erfolgte und im laufenden Jahr noch weiter zu erwartende Rückgang der Preissteigerungsraten. Zum anderen steigen die Löhne im Rahmen eines nun erfolgenden Aufholungsprozesses deutlich stärker als im langfristigen Durchschnitt. Im Ergebnis weisen die Realeinkommen wieder positive Zuwachsraten aus und der finanzielle Spielraum der Haushalte wird sich dieses Jahr ausweiten, was die wichtigste Grundvoraussetzung für einen Anstieg der Konsumnachfrage darstellt. Auch die Stimmung und damit die Konsumlaune der Verbraucher, die sich aktuell noch nahe historischer Tiefstände bewegt, sollte sich im Jahresverlauf spürbar aufhellen. Hierfür sprechen z.B. eine hoffentlich erfolgende Beruhigung der geopolitischen Lage, eine Stabilisierung der besonders relevanten Güterpreise (Lebensmittel, Energie) und sich im Jahresverlauf verbessernde Konjunkturmeldungen. Auch die sehr freundliche Lage am Arbeitsmarkt

Ende der Sonderausgaben und finanzpolitischer Konsolidierungsbedarf begrenzen Staatsausgaben.

Private Konsumnachfrage als konjunktureller Hoffnungsträger.

mit einer rekordhohen Beschäftigung dürfte sich trotz eines geringfügigen Anstiegs der Arbeitslosenquote nicht nennenswert eintrüben und die Stimmung der Haushalte belasten. Schließlich spricht auch eine erneut deutliche Erhöhung des Rentenniveaus und der Grundsicherung für einen Anstieg der Konsumnachfrage. Etwas getrübt wird dieser freundliche Konsumausblick durch das gestiegene Zinsniveau. Dieses verteuert nicht nur kreditfinanzierte Konsumausgaben, sondern könnte die mehrheitlich eh zur finanziellen Vorsicht neigenden deutschen Konsumenten zu vermehrtem Sparen animieren. Auch die Erhöhung staatlicher Abgabenquoten auf konsumnahe Güter (z.B. die Erhöhung CO₂-Abgabe und die Normalisierung des Mehrwertsteuersatzes in der Gastronomie) stellen eine spürbare Belastung dar. Alle Wachstumsfaktoren zusammenfassend prognostizieren wir auf Kalenderjahressicht eine Stagnation des BIP in Deutschland, also eine Wachstumsrate von 0,0%, wobei das zweite Halbjahr konjunkturell etwas freundlicher ausfallen dürfte als das erste Halbjahr.

Stagnation des deutschen BIP im Jahr 2024 prognostiziert.

Im Unterschied zu Deutschland verzeichnete die EWU 2023 zumindest noch einen moderaten Anstieg des BIP im Bereich von 0,5%. Begünstigt wurde diese etwas freundlichere Entwicklung von mehreren Faktoren. So ist die Bedeutung des schwachen Industriesektors in den anderen (großen) EWU-Ländern deutlich geringer als in Deutschland und dementsprechend die Belastung für die EWU-Gesamtwirtschaft. Zudem war die Verteuerung von Energie in Deutschland deutlich ausgeprägter als in der Rest-EWU, z.B. durch den hohen Anteil der Atomenergie in Frankreich. Zum zweiten profitierten Länder wie Italien und Spanien besonders umfangreich von Transferzahlungen aus dem Next Generation-Fonds der EU. Schließlich erlebte die Tourismusbranche im Nach-Corona-Jahr 2023 einen außergewöhnlichen Boom, an dem Griechenland, Italien, Spanien, Portugal und Frankreich naturgemäß deutlich stärker partizipierten als Deutschland.

EWU 2023 zumindest mit geringem Wirtschaftswachstum.

Der Ausblick für dieses Jahr fällt ebenfalls verhalten aus. Ähnlich wie in Deutschland dürfte die private Konsumnachfrage den bedeutendsten Wachstumsimpuls liefern. Eine zwar wenig dynamisch, aber letztlich weiter fallende Inflation bei einem inzwischen kräftig gestiegenen und noch weiter anziehenden Lohnniveau führt zu realen Einkommenszuwächsen bei den Privathaushalten, die diese für eine Ausweitung ihres Konsums nutzen werden. Erneut dürften hiervon insbesondere das Gastgewerbe und die Touristik- sowie Freizeitbranche profitieren. Eine anhaltend sehr freundliche Verfassung des EWU-Arbeitsmarkts und eine hoffentlich erfolgende Beruhigung der geopolitischen Lage sollten zudem die Stimmung der Verbraucher und damit auch ihre Kaufbereitschaft im Jahresverlauf verbessern.

Konsumnachfrage wichtigste Stütze der EWU-Konjunktur 2024

Die Erwartungen für die Investitionsnachfrage der Unternehmen und die Exportnachfrage des Auslands fallen dieses Jahr deutlich verhaltener aus. Das deutlich gestiegene Zinsniveau dämpft inzwischen die Aktivität im Bausektor spürbar. Dies gilt insbesondere für EWU-Staaten, in denen variabel verzinsten Baufinanzierungen dominieren. Das Ausmaß der Unternehmensinvestitionen wird von erhöhten Finanzierungskosten, einem erschwerten Kreditzugang und einem verhaltenen Geschäftsausblick gedrückt. Eine im langfristigen Vergleich unterdurchschnittliche Entwicklung der Weltwirtschaft und eine sich verschlechternde Position der EWU-Unternehmen im globalen Wettbewerb lassen zudem keine positiven Wachstumsimpulse des Außenhandels erwarten. Auch von staatlicher Seite ist angesichts der angespannten Finanzlage fast aller EWU-Mitgliedsländer und des inzwischen gestiegenen Zinsniveaus, das zusätzliche

Investitionen, Außenhandel und Staatsnachfrage verhalten.

Kredite verteuert, kein nennenswerter Wachstumsbeitrag zu erwarten. Zusammenfassend prognostizieren wir dieses Jahr einen nur moderaten Anstieg des BIP in der EWU um 0,4%.

Nur moderates EWU-Wachstum von 0,4% erwartet.

Inflationsausblick für Euroland und die USA:

Nachdem die Inflation in der EWU noch 2022 aufgrund der im Zuge der Ukraine-Krise massiv gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie anhaltender, preiserhöhender Effekte im Nachgang der Corona-Pandemie kurzzeitig auf zweistellige Prozentwerte gestiegen war, erfolgte im Vorjahresverlauf die erwartete und erhoffte Beruhigung. Insbesondere gestützt auf begünstigende Basiseffekte bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen sank z.B. die Gesamtinflationsrate in der EWU von noch gut 9% Ende 2022 auf nur noch 2,4% im November. In Deutschland gab sie parallel von rund 8% auf knapp über 3% nach. Dass für diese Inflationsmilderung überwiegend die Energie- und Nahrungsmittelpreise verantwortlich waren, zeigt ein Blick auf den Verlauf der sogenannten Kerninflation, bei deren Berechnung genau diese beiden schwankungsintensiven Gütergruppen aus der Berechnung ausgenommen sind. Diese stieg zu Beginn des Vorjahres zunächst sogar noch an und erreichte in der EWU erst im März bei 5,7% einen Höchstwert. Bis November sank sie dann auf noch 3,6%.

Inflation 2023 mit erwartetem Rückgang.

Der Rückgang der Inflation wird 2024 deutlich an Schwung verlieren. So bewegen sich die Jahresveränderungsraten bei den Preisen der wichtigsten Energieträger (insbesondere beim Erdöl) inzwischen nicht mehr im negativen Bereich, sodass deren Basiseffekte grundsätzlich nicht mehr inflationsdämpfend wirken. Da aber die Energieversorgung der Privathaushalte üblicherweise über befristete Verträge mit Preisbindungen erfolgen, werden die tatsächlichen Endverbraucherpreise im Energiebereich zu einem bedeutenden Anteil erst im Jahresverlauf 2024 sinken, wenn die inzwischen gefallen Energiepreise an den Rohstoffmärkten und im Großhandel in die Endverbraucherverträge eingehen werden. Auch bei den Nahrungsmitteln, deren Preisanstiege bis zuletzt überdurchschnittlich ausfielen, ist dieses Jahr eine Milderung zu erwarten. Die hohe Wettbewerbsintensität in dieser Branche dürfte zusätzliche, kräftige Preiserhöhungen verhindern, sodass inflationsdämpfende Effekte entstehen sollten.

2024 nur unvollständige Inflationsberuhigung erwartet.

Auf der anderen Seite zeichnet sich keine nennenswerte Beruhigung bei der Entwicklung der Dienstleistungsbranchen ab. Hier steigt die Nachfrage der Verbraucher in einem fortgesetzten Normalisierungsprozess nach den Corona-bedingten Einschränkungen weiter an. Diese hohe Nachfrage trifft dabei auf ein Angebot, das sich einem hohen Kostendruck gegenüber sieht. So führt der branchentypische Arbeitskräftemangel, überdurchschnittliche Lohnsteigerungen als Inflationsausgleich, der deutlich erhöhte gesetzliche Mindestlohn, beschäftigungsdämpfende Effekte eines massiv erhöhten Bürgergelds und die durch Bürokratie erschwerte Eingliederung zugewanderter Arbeitskräfte zu einem hohen Lohndruck. Gleichzeitig ist der Produktivitätszuwachs im Dienstleistungssektor strukturell niedriger als in vielen anderen Wirtschaftsbereichen, sodass sich die Dienstleistungsunternehmen zur Kompensation und Ertragsstabilisierung zu weiteren Preiserhöhungen gezwungen sehen dürften.

Dienstleistungspreise dürften weiter anziehen.

Generell stellen die im Vorjahr bereits erfolgten und die dieses Jahr noch zu erwartenden deutlichen Lohnerhöhungen einen zentralen Einflussfaktor auf die weitere Inflationsentwicklung dar. Derzeit steigen die Löhne in der EWU und Deutschland um rund 5% (je nachdem, ob Stunden-, Tarif- oder andere Lohn-

Lohnanstieg bremst Rückgang der Kernrate der Inflation.

größen betrachtet werden). Selbst wenn man sehr optimistisch einen Produktivitätsfortschritt von 1% bis 1,5% unterstellen würde, resultiert ein Anstieg der Lohnstückkosten um 3,5% bis 4%. Wenn die Unternehmen also ihre Gewinnmargen stabil halten wollen, wären sie zumindest lohnkostenseitig gezwungen, ihre Verkaufspreise dementsprechend zu erhöhen. Da Löhne gesamtwirtschaftlich betrachtet den mit Abstand wichtigsten Kostenfaktor darstellen, erscheint somit u.E. vorerst ein Absinken insbesondere der Kerninflationsrate auf das Zielniveau der EZB von 2% eher unwahrscheinlich. Für eine gewisse Persistenz der Kerninflation spricht auch die Erwartung, dass die Arbeitsmarktentwicklung in Deutschland und der EWU trotz des prognostizierten verhaltenen Konjunkturverlaufs stabil bleiben dürfte. Damit bleibt die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer bei weiteren Lohnverhandlungen grundsätzlich groß.

Auch staatliche Maßnahmen sind bei der Inflationsprognose 2024 zu berücksichtigen. So wird der abgesenkte Mehrwertsteuersatz bei Erdgas und Fernwärme sowie im Gastronomiebereich wieder auf den Regelsatz von 19% angehoben. Dies allein erhöht die Inflationsrate um rund 0,25%-Punkte. Dazu kommen z.B. noch höhere Strompreise sowie eine erneute, massive Anhebung der CO₂-Abgabe, wodurch sich Energie weiter verteuert. Schließlich sei noch die Anhebung und Ausweitung der LKW-Maut erwähnt, was über höhere Transportkosten die Inflation treiben wird.

Auch langfristige, strukturelle Entwicklungen üben tendenziell eher inflationserhöhende Effekte aus. Aus Sicht des Arbeitsmarkts ist diesbezüglich auf den demographischen Wandel hinzuweisen. So wird in Deutschland und vielen anderen EWU-Staaten die Zahl der Erwerbspersonen in den nächsten Jahrzehnten deutlich sinken, da die geburtenstarken Jahrgänge das Rentenalter erreichen und eher geburtenschwache Jahrgänge auf den Arbeitsmarkt stoßen werden. Dadurch entsteht tendenziell am Arbeitsmarkt ein Nachfrageüberhang in Relation zum Angebot, was die Verhandlungsposition der Arbeitnehmerschaft verbessert und so eher höhere Tarifabschlüsse erwarten lässt. Ein weiterer, strukturell preistreibender Effekt ergibt sich aus der Thematik des „Reshoring“ bzw. allgemein der „Deglobalisierung“. Aufgrund des Bruchs internationaler Lieferketten, z.B. im Kontext der Corona-Pandemie oder des Ukraine-Kriegs, aus allgemeinen geopolitischen Erwägungen (z.B. Verringerung des Handels mit politisch kritisch beurteilten Staaten) und zur Sicherung der eigenen Versorgung auch in Krisenzeiten bestehen in vielen Ländern in bestimmten Sektoren (z.B. Pharma, Nahrung, Rüstung, Hochtechnologie, Energie) Bestrebungen, die Güterproduktion ins Inland oder zumindest ins nahe Ausland oder politisch assoziierte Staaten zurückzuholen. Da die Produktion dieser Güter aber sehr häufig aus Kosten- und Effizienzgründen ins (ferne) Ausland ausgelagert wurde bzw. die Güter von dort importiert wurden, geht das Reshoring und die Deglobalisierung zumeist mit einer Verteuerung einher und wirkt dementsprechend inflationstreibend. Schließlich bewirkt auch die Umstellung der Energieversorgung von fossilen Energieträgern auf erneuerbare Energien („Decarbonisierung“) zunächst einmal höhere Kosten für die Verbraucher. Zusammenfassend sprechen diese Faktoren dafür, dass die Inflation in der EWU mittelfristig auf einem etwas höheren Niveau liegen wird als noch im letzten Jahrzehnt.

Alle oben genannten grundsätzlichen Aspekte betreffen auch die USA, wo die Inflationsrate im vergangenen Jahr von 6,4% im Januar relativ zügig auf einen Tiefstand von 3,0% im Juni zurückging und von diesem Niveau aus mit einem zwischenzeitlichen Wiederanstieg im Spätsommer grundsätzlich seitwärts

Staatliche Abgabenerhöhungen treiben 2024 deutsche Inflation.

Langfristige Faktoren sprechen in der Tendenz für höhere Inflation.

Auch in den USA erfolgte 2023 ein Rückgang der Inflation.

tendierte. Die Kerninflationsrate hinkte dieser Entwicklung sowohl zeitlich wie auch hinsichtlich des Ausmasses hinterher und erreichte am Jahresende rund 4,0%. Damit lassen sich ähnlich wie für den Euroraum zwar ein Brechen der Inflationsdynamik Mitte 2022 und in der Folge ein Rückgang der Jahresraten vor allem aufgrund statistischer Basiseffekte 2023 feststellen, aber daneben am Jahresbeginn 2024 auch noch immer deutlich oberhalb des Zielniveaus der US-Notenbank in Höhe von 2% befindliche Jahresraten.

Neben den grundsätzlich und mittelfristig inflationstreibenden Faktoren wie dem fehlenden Arbeitskräfteangebot, der beabsichtigten Wiederaufnahme der Produktion strategisch wichtiger Waren im Inland aus geopolitischen Gründen sowie der angestrebten Dekarbonisierung bestehen Aspekte, die 2024 für einen zumindest leichten weiteren Inflationsrückgang sprechen. So kühlte sich die Dynamik der Produzentenpreise in den letzten Monaten weiter ab und die Jahresrate ohne Energie und Lebensmittel lag zuletzt bei nur noch 2,0%. Angesichts der von uns erwarteten Konjunkturabkühlung würde es nicht überraschen, wenn die Produzentenpreis-inflation demnächst sogar negatives Terrain erreichen wird. Außerdem gingen die monatlichen Anstiege der durchschnittlichen Stundenverdienste 2023 gemäß den offiziellen Arbeitsmarktdaten allmählich zurück und nach Angaben privater Dienstleister wie ADP sogar kräftig. Im Zuge der allmählichen Beseitigung der früheren Überhitzungstendenzen am Arbeitsmarkt und einer etwas besser ausbalancierten Relation von Arbeitsangebot und -nachfrage aufgrund eines etwas rückäufigen Wirtschaftswachstums dürfte dieser Trend 2024 voraussichtlich anhalten.

Zusammenfassend prognostizieren wir für die EWU und Deutschland 2024 im Gesamtjahresdurchschnitt einen Anstieg der Verbraucherpreise (CPI) um 2,7% bzw. 2,8%. Aufgrund des überproportionalen Lohnanstiegs rechnen wir damit, dass die Kernrate über dem 3%-Niveau verharren wird. Für die USA rechnen wir mit einem Rückgang der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate auf ebenfalls 2,8%, wobei die Kernrate weiterhin höher ausfallen dürfte.

Geldpolitischer Ausblick für die USA und die EWU:

Der US-amerikanischen Notenbank kann für die jüngere Zeit ein durchaus glückliches Händchen bezüglich ihrer Geldpolitik attestiert werden. Nach einer zunächst späten Reaktion auf den Inflationsanstieg 2021 konzidierte Fed-Chef Jerome Powell am Ende jenes Jahres, dass die Floskel von der „nur vorübergehenden Inflation“ ausgedient habe und der Offenmarktausschuss sorgte nach einem beschleunigten Ausstieg aus den Anleihekäufen ab Frühjahr 2022 für einen dynamischen Leitzinsanstieg. Zum Jahresanfang 2023 betrug das Zielband für den Geldmarktsatz dann 4,25% bis 4,50%. Wie bereits Ende 2022 angekündigt, vollzog die Fed in der Folgezeit eine Verlangsamung der Leitzinsanhebungen mit drei Zinsschritten um nur noch jeweils 25 Basispunkte bis Mai letzten Jahres. Nach einer Zinspause im Juni erfolgte im Juli die bislang letzte Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte, womit das Zielband seitdem bei 5,25% bis 5,50% steht, dem mutmaßlichen Zenit im laufenden Zyklus.

Parallel hierzu setzte die Notenbank 2023 übrigens ihren planmäßigen Bilanzabbau um 95 Mrd. US-Dollar pro Monat fort mit einer einmaligen Unterbrechung im März während der kurzen, aber aufsehenerregenden Krise der Regionalbanken. In der Summe nahm die Bilanz seit ihrem Höhepunkt 2022 um rund 1,2 Bio. US-Dollar ab, allerdings wurde mit zuletzt 7,7 Bio. US-Dollar gerade einmal

Weitere moderate Abschwächung der US-Inflation 2024 erwartet.

Fed finalisiert im Vorjahr wohl den Zinsanhebungszyklus...

...und setzte Bilanzverkürzung fort.

das Niveau von Frühjahr 2021 erreicht. Vor der Corona-Krise belief sich die Bilanzsumme auf etwas mehr als 4 Bio. US-Dollar, vor der Weltfinanzkrise sogar nur auf weniger als 1 Bio. US-Dollar.

Im Fokus der Kapitalmärkte wird auch in den kommenden Monaten vor allem die weitere Leitzinsentwicklung stehen. Der Marktkonsens geht dabei zu Recht von mehreren Absenkungsschritten aus, nachdem die Mitglieder des Offenmarktausschusses im Dezember ihre persönlichen Vorstellungen vom zukünftig fairen Zinsniveau erstmals seit drei Jahren nach unten revidierten. Während die Notenbankgouverneure für 2024 bislang allerdings nur knapp drei Absenkungen um jeweils 25 Basispunkte für sinnvoll erachten, werden am Terminmarkt bereits sechs Zinsschritte vollumfänglich eingepreist. Ein wichtiger Grund für diese hohen und vermutlich überzogenen Erwartungen waren die Äußerungen von Fed-Chairman Powell auf der letzten Sitzung Mitte Dezember 2023. Demnach sei im Offenmarktausschuss bereits über Absenkungen diskutiert worden und es gäbe ein Risiko, die Zinsen zu lange zu hoch zu belassen. Der Widerspruch, den Powell mit diesen Aussagen in der Zwischenzeit erntete, deutet jedoch auf einen Dissens im Offenmarktausschuss hin. Wir gehen deshalb nur von vier Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte aus, so dass das Zielband am Jahresende wieder bei 4,25% bis 4,50% stehen dürfte. Perspektivisch könnten die Zinsminderungen durchaus schon in der ersten Jahreshälfte vor dem Hintergrund des aktuell sehr hohen Realzinsniveaus und den schwachen Konjunkturindikatoren erfolgen, wohingegen am Jahresende im Fall einer mit Blick auf 2025 sich wieder belebenden Wirtschaft eine Diskussion über eine Zinssenkungspause beginnen könnte.

2024 ist mit mehreren Leitzinssenkungen zu rechnen.

Nachdem die Europäische Zentralbank (EZB) 2022 erst sehr spät mit ersten Leitzinsanhebungen auf den massiven Inflationsanstieg reagiert hatte, setzte sie diese Politik im letzten Jahr angesichts einer hartnäckig hohen (Kern-)Inflation und eigener Prognosen, die ein Überschreiten ihres Zielinflationwert von 2% selbst 2025 noch vorhersagten, konsequent fort. So erhöhte sie in den ersten drei Quartalen des Jahres ihre Leitzinsen weiter, sodass sie im September ein Niveau von 4,5% beim Hauptrefinanzierungssatz erreichte, nach noch 2,5% Ende 2022. Erst auf ihrer geldpolitischen Sitzung Ende Oktober verzichtete sie auf einen weiteren Zinsschritt und vertrat die Auffassung, dass das erreichte Leitzinsniveau nun unter Berücksichtigung der üblichen zeitlichen Wirkungsverzögerung ausreiche, in absehbarer Zeit ihr Inflationsziel zu erreichen. Nur falls es zu unerwarteten, ungünstigen Entwicklungen bei der Inflationsentwicklung käme, wäre eine weitere Leitzinserhöhung möglich und würde dann von der EZB auch durchgeführt werden. Bei der quantitativen Ausrichtung ihrer Geldpolitik, also der Steuerung des Volumens ihrer Bilanzsumme und des Ausmaßes der zur Verfügung gestellten Zentralbankliquidität, geht die EZB weiter eher verhalten und schrittweise vor. Wichtigster Baustein im Vorjahr war eine weitreichende Reduzierung der Kredite an das Geschäftsbankensystem. Hierzu wurden die Konditionen der sogenannten TLTRO-Kredite so umgestaltet, dass für die Geschäftsbanken ein massiver Anreiz zur Zurückzahlung dieser Kredite entstand. Im Ergebnis sank das entsprechende Kreditvolumen, das im November 2021 noch bei über 2.000 Milliarden Euro gelegen hatte, zuletzt auf unter 500 Milliarden Euro.

EZB setzt 2023 Leitzinserhöhungen fort.

Die für dieses Jahr bestehende Prognose einer zwar langsam, aber dennoch weiter fallenden Inflation gibt der Aussage der EZB, dass voraussichtlich keine weiteren Leitzinserhöhungen mehr benötigt werden, Glaubwürdigkeit. An den

Geldmarkt-Futurekonditionen lässt sich aktuell ablesen, dass an den Finanzmärkten sogar die Erwartung besteht, dass die EZB bereits 2024 angesichts des Inflationsrückgangs und einer schwachen Entwicklung der EWU-Konjunktur fünf bis sechs Mal die Leitzinsen senken würde. Wir halten diese Prognose für zu aggressiv. Insbesondere einer hartnäckig über den Zielwert der EZB verharrende Kerninflationrate und weitere deutliche Lohnsteigerungen sprechen für eine längere Zeit zinspolitisch passive EZB. Zudem dürfte das Wirtschaftswachstum zwar verhalten ausfallen, aber eine tiefe Rezession, die eine geldpolitische Reaktion provozieren würde, erscheint derzeit unwahrscheinlich. Die EZB dürfte vielmehr bemüht sein, Glaubwürdigkeit, die sie in den Vorjahren aufgrund einer völlig falschen Inflationseinschätzung verspielt hatte, nicht weiter zu gefährden. Daher dürfte sie die Leitzinsen unseres Erachtens eher später statt früher absenken. Im Ergebnis erwarten wir erst im Laufe der zweiten Jahreshälfte zwei Leitzinssenkungen der EZB.

2024 mit langer Leitzinspause und sehr zurückhaltender Bilanzsteuerung.

Im Unterschied zur US-Notenbank vollzieht die EZB bislang keine aktive Reduzierung ihrer Bilanzsumme mittels des Verkaufs im Bestand befindlicher Anleihen („quantitative tightening“, „QT“). Selbst ein passives Abschmelzen ihres Anleihebestands bei Fälligkeit von gehaltenen Schuldverschreibungen lässt die EZB nicht zur Gänze zu. Zwar werden fällige Anleihen, die zuvor im Rahmen des APP-Programms erworben wurden, nicht wieder reinvestiert, sodass eine allmähliche Reduktion des Anleihebestands erfolgt. Bei Anleihen, die sie im Rahmen ihres PEPP-Ankaufprogramms erworben hatte, verfährt sie bislang jedoch noch anders. Gegenwärtig werden aus diesem Bereich fällige Anleihen und Zinsen noch vollständig am Kapitalmarkt reinvestiert. Ursprünglich hatte die EZB die Absicht verlauten lassen, so bis Ende 2024 zu verfahren. Nach ihrer letzten Sitzung im Dezember 2023 änderte sie dann diesen Plan. Nun beabsichtigt sie nur bis Juni 2024 die vollständige Reinvestition. Anschließend sollen bis Dezember 2024 nur noch rund die Hälfte der Fälligkeiten reinvestiert werden, sodass das Anleiheportfolio durchschnittlich um etwa 7,5 Milliarden Euro je Monat abschmelzen wird. Ab 2025 soll dann die Wiederanlage komplett eingestellt werden. Pläne für eine aktive Reduzierung der Bilanzsumme über den Verkauf von Anleihen (QT) bestehen bislang seitens der europäischen Zentralbank aber noch nicht.

Ausblick für die Rentenmärkte:

Das Jahr 2023 war überwiegend von einem allgemeinen Renditeanstieg dies- und jenseits des Atlantiks geprägt, der anfänglich von den Leitzinserhöhungen und später der Einschätzung genährt wurde, dass die Notenbanken ihre erreichten Zinssätze für eine längere Zeit auf dem erhöhten Niveau belassen werden. Die US-Bankenkrise im März verursachte einen zwar scharfen, aber nur kurzfristigen Renditerückgang und der eigentliche Trendwechsel erfolgte erst Anfang November 2023 als ein nachträglich betrachtet übertrieben wirkender Renditeanstieg jäh gebremst wurde durch Signale aus der US-Notenbank, dass keine weiteren Leitzinserhöhungen mehr folgen werden, beziehungsweise später, dass bereits über Absenkungen gesprochen wurde.

2023 dominierender Trend steigender Renditen dreht erst gegen Jahresende.

Im Fall von US-Treasuries mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren kletterte die Rendite ausgehend von 3,87% am Jahresbeginn 2023 bis auf knapp 5,02% in der zweiten Oktoberhälfte. Dies war zugleich der höchste Stand seit Sommer 2007. Anschließend vollzog sich der oben skizzierte Rückgang um mehr als 100 Basispunkte. Im kurzen Laufzeitenbereich war die Volatilität insgesamt und vor allem zum Zeitpunkt der kurzen Bankenkrise stärker ausgeprägt. Nach 4,43% Ende

2022 erfolgte zunächst ein deutlicher Anstieg auf etwas mehr als 5,0% im März, bevor die Pleite diverser Regionalbanken einen Absturz auf 3,55% im Tief auslöste. Die Folgezeit brachte eine Wiederannäherung an den Leitzins und einen Renditehöchststand von 5,26% Mitte Oktober. Danach gab die Rendite um rund 90 Basispunkte nach.

Für das Jahr 2024 ist einerseits entscheidend, dass die Markterwartungen hinsichtlich Leitzinssenkungen durch die Federal Reserve übertrieben erscheinen. Hier besteht Enttäuschungspotenzial, und zumindest eine technische Gegenbewegung in Form eines vorübergehenden Renditeanstiegs in den nächsten Wochen entspräche dem typischen Reaktionsmuster der Börsen. Andererseits spricht wie oben vorgestellt die Kombination aus nachlassendem Inflationsdruck sowie den ungewöhnlich hohen, positiven Realzinsen durchaus für sinkende Leitzinsen, was den Renditerückgang grundsätzlich rechtfertigt. Dieser Geist scheint nach den sehr taubenhaften Äußerungen von Fed-Chairman Powell endgültig aus seiner Flasche entwichen zu sein und er dürfte vermutlich nur eingefangen werden können, wenn sich das Zinsumfeld fundamental ändert, beispielsweise aufgrund eines aktuell nicht absehbaren Inflationsschubs. Als Reaktion auf die gegenwärtige Lage dürften Anleger am Rentenmarkt getreu dem Motto „Buy the dip“ agieren und somit unter sonst gleichen makroökonomischen Umständen einen nennenswerten Wiederanstieg der Renditen verhindern. Berücksichtigt man außerdem, dass die US-Notenbank ihren tendenziell renditeunterstützenden Bilanzabbau auch in diesem Jahr wahrscheinlich weiterführen wird und die ebenso wirkende Netto-Neuverschuldung hoch ausfallen dürfte, dann bleibt das Potenzial für weitere Renditerückgänge begrenzt. In der Summe erwarten wir ein Niveau für US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit in Höhe von 3,5% Ende 2024, wobei die Jahrestiefstände vermutlich schon früher erreicht werden. Etwas bessere Konjunkturaussichten für 2025 könnten dem Renditerückgang bereits im Herbst wieder ein Ende bereiten.

Noch moderat tiefere US-Renditen 2024 prognostiziert.

Nach den ausgeprägten Renditeanstiegen im Jahr 2022 als Folge einer überschießenden Inflation und einer zwar späten, dann aber entschiedenen Leitzinsreaktion der EZB wiesen die Renditen am deutschen Anleihemarkt im Vorjahr lange Zeit eine eher moderate Bewegung auf. Im kurzfristigen Laufzeitenbereich fiel z.B. die Verzinsung zweijähriger Bundesanleihen letztlich von 2,76% auf 2,40%, nachdem sie noch im Jahresverlauf Höchststände bei über 3,3% erreicht hatte. Im Vergleich zu einem Anstieg um über 3%-Punkte im Jahr 2022 stellte dies eine eng begrenzte Bewegung dar. Hauptursache für diese Entwicklung war die Leitzinspolitik der EZB. Mit einem Hauptrefinanzierungssatz von 4,5% lag das Leitzinsniveau letztlich etwas höher als ursprünglich von den Finanzmärkten erwartet, was zwischenzeitlich für höhere Kurzfristrenditen sorgte. Gegen Jahresende dominierten dann jedoch ausgeprägte Erwartungen nahender EZB-Leitzinssenkungen, sodass die kurzfristigen Renditen an den Anleihemärkten wieder rasch fielen. Auch bei den langfristigen Renditen erfolgte die größte Bewegung erst gegen Jahresende mit den veränderten geldpolitischen Erwartungen. So unterschritt z.B. die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen erst in den letzten Handelstagen die 2%-Marke, nachdem sie zuvor bis Ende November weitestgehend um ihren Vorjahresschlusswert von 2,57% geschwankt hatte. Nur temporär geriet die Marke von 3% zu Beginn des vierten Quartals in Reichweite, als zeitweise Spekulationen aufkamen, dass die EZB angesichts einer noch vergleichsweise robusten Konjunkturentwicklung und einer hartnäckig hohen Inflation doch noch zu weiteren Leitzinserhöhungen gezwungen sein könnte. Ein wieder fallender Ölpreis, verbesserte Inflationsdaten und resultierende, aggres-

Deutscher Anleihemarkt 2023 von wechselhaften Leitzinserwartungen geprägt.

sive Leitzinssenkungserwartungen sorgten dann zum Jahresende doch wieder für spürbar niedrigere Renditen.

In diesem Jahr sind unseres Erachtens an den europäischen Anleihemärkten keine massiven Renditeänderungen zu erwarten. Dies gilt insbesondere für das erste Halbjahr, indem eine passive Leitzinspolitik der EZB den Ton vorgeben dürfte. Einen gewissen Druck auf die Renditen dürften dabei noch weiterhin die Leitzinssenkungserwartungen der Finanzmärkte ausüben. Denn diese erwarten, dass die europäische Notenbank bereits im späten Frühjahr erste Leitzinssenkungen vornehmen wird. Es muss aus unserer Sicht aber damit gerechnet werden, dass die Vertreter der EZB spätestens im Frühjahr dem Kapitalmarkt deutlich vermitteln werden, dass diese Erwartungen zu aggressiv sind, wodurch die Anleiherenditen wieder etwas Aufwärtsdruck erfahren werden. Erst im weiteren Jahresverlauf und mit dem sich zunehmend auf das Jahr 2025 richtenden Blick wird dann der Vollzug der Leitzinswende zu Kursanstiegen am Rentenmarkt führen. Unterstützt werden wird dieser letztlich positive Einfluss der Geldpolitik auf die Zinssichten durch die fundamentale ökonomische Entwicklung. Die Preissteigerungsraten in der EWU werden sich im weiteren Jahresverlauf weiter zurückbilden. Auch wenn dieser Rückgang der Inflation, insbesondere der Kerninflation, in den Augen vieler zu langsam fortschreiten wird, dürfte das EZB-Ziel von 2% spätestens 2025 wieder in Sichtweite kommen. Dies dürfte die europäische Notenbank sowie die Anleihemärkte nachhaltig beruhigen und ein etwas niedrigeres Zinsniveau begünstigen. Auch von konjunktureller Seite dürfte kaum Impulse in Richtung eines Zinsanstiegs kommen. Zwar zeichnet sich eine gewisse Erholung der EWU-Konjunktur im Jahresverlauf ab, dennoch dürften die Wachstumsraten, die letztlich erreicht werden, nicht so hoch ausfallen, dass eine steigende Kapitalnachfrage zu nennenswert höheren Zinsen führen 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 darf angenommen werden, dass die US-Notenbank, die aufgrund des höheren Leitzinsniveaus über einen größeren zinspolitischen Spielraum verfügt, früher als die EZB erste Leitzinssenkungen vornehmen wird. Dies gilt insbesondere im Falle einer konjunkturellen Abschwächung der US-Wirtschaft, die sich bislang erstaunlich robust gezeigt hatte. Falls die US-Anleihemärkte dies wie üblich bereits im Vorfeld mit fallenden Renditen antizipieren, dürfte dies auch auf die europäischen Renditen Druck ausüben. Im Ergebnis zeichnet sich in den ersten Jahresmonaten noch einmal ein etwas tieferes Renditeniveau ab, bevor in der zweiten Jahreshälfte enttäuschte Leitzinserwartungen und ein freundlicherer Konjunkturausblick 2025 wieder für eine Gegenbewegung sorgen sollten. Zusammenfassend prognostizieren wir für das Jahresende 2024 eine Rendite der

Rückläufige Inflation, schwache Konjunktur und Leitzinssenkungsspekulationen sprechen 2024 eigentlich für etwas niedrigere Renditen.

zehnjährigen Bundesanleihe im Bereich von 2,25%. Bei zweijährigen Bundesanleihen rechnen wir mit einer Jahresrendite von 2,55%. Damit würde die Inversität der deutschen Zinsstrukturkurve auch noch in diesem Jahr anhalten.

Ausblick für die Aktienmärkte:

Nach den Kursverlusten 2022 wiesen die internationalen Aktienmärkte im Vorjahr mehrheitlich prozentual zweistellige Kursgewinne aus. Im Anschluss an einem bereits in den ersten Handelstagen des Jahres dynamischen Kursaufschwung setzte sich bis Ende Juli ein Aufwärtstrend durch, der nur Mitte März kurzzeitig von einer letztlich begrenzten Krise einzelner US-Regionalbanken und einer Schweizer Großbank unterbrochen wurde. In der Periode August bis Ende Oktober erfolgte dann eine Kurskorrektur. Hauptgrund waren Befürchtungen, dass die führenden Notenbanken, insbesondere die Fed, angesichts eines erstaunlich dynamischen Konjunkturverlaufs in den USA, eines weiter boomenden US-Arbeitsmarkts und zeitweise wieder steigender Inflationserwartungen die Leitzinsen doch noch stärker erhöhen könnte als ursprünglich gedacht. Zudem fiel in diese Phase der Angriff der Hamas auf Israel mit dem anschließenden Vergeltungsoffensive Israels. In der Folge zog der Ölpreis kurzzeitig an, was wiederum zu zusätzlichen Konjunktur-, Inflations- und Leitzinssorgen führte. Ab November, als sich keine Eskalation im Nahen Osten abzeichnete und der Ölpreis wieder rasch nachgab, die Arbeitsmarktdaten in den USA zumindest etwas schwächer ausfielen, die Inflation unerwartet deutlich sank und sich in der Folge Befürchtungen noch höherer Leitzinsen wieder gänzlich verflüchtigten, vollzogen die Aktienmärkte wieder eine beeindruckende Kursrallye. Im Ergebnis wiesen führende Indizes, z.B. der S&P 500, der Euro STOXX 50 oder der DAX, im Kalenderjahr 2023 Kursgewinne im Bereich von 20% auf. Diese erfreuliche Aktienmarktentwicklung in einem Jahr mit dynamischen Leitzinsanhebungen, schwachem Weltwirtschaftswachstum und anhaltenden geopolitischen Spannungen zeigt das anhaltend hohe Interesse der Anleger an Aktien.

Nach den deutlichen Kursgewinnen des Vorjahres deutet sich dieses Jahr aufgrund des Vorliegens einiger wichtiger Belastungsfaktoren eine moderatere Entwicklung der internationalen Aktienmärkte an. So dürfte z.B. das Wirtschaftswachstum in den USA dieses Jahr spürbar schwächer ausfallen als im Vorjahr. In der EWU ist zumindest mit keiner signifikanten Belebung der Konjunkturdynamik zu rechnen, sodass sich die europäischen Aktienmärkte weiter in einem Umfeld eines Stagnationsszenario bewegen werden. Im Ergebnis scheinen die Analystenschätzungen zur Entwicklung der Unternehmensgewinne, die von einem beachtlichen Zuwachs um rund 10% ausgehen, optimistisch. Eine nachlassende (USA) bzw. weiterhin verhaltene (EWU) Konsumnachfrage dürfte die Möglichkeit der Unternehmen, weitere Preiserhöhungen zur Stabilisierung oder gar zur Erhöhung ihrer Gewinnmargen erschweren. Da gleichzeitig die Produktionskosten, insbesondere aufgrund erneut deutlich höherer Personalaufwendungen, auch 2024 noch einmal kräftig steigen werden, droht eine Verringerung der Margen und damit selbst bei einer Umsatzausweitung eine Begrenzung des Gewinnwachstums. In der Folge zeichnet sich ab, dass die bisherigen Gewinnanschätzungen der Analysten wohl noch zu hoch ausfallen und im Jahresverlauf nach unten angepasst werden müssen. Daher ist die Wahrscheinlichkeit nicht zu unterschätzen, dass die Quartalsberichte der Unternehmen zur Geschäftsentwicklung dieses Jahr enttäuschen und entsprechenden Verkaufsdruck auslösen könnten. In Europa und Deutschland wird dieses Risiko jedoch durch eine aktuell sehr günstige Bewertung der Aktienmärkte gedämpft. Das Kurs-Gewinn-

Aktienmärkte trotzen 2023 höheren Leitzinsen, verhaltenem Wachstum und der Geopolitik.

2024 verhaltenere Aktienmarktentwicklung als im Vorjahr erwartet.

Belastet schwache Konjunktur die Unternehmensgewinne?

Europäische Aktien günstig bewertet, US-Aktien aber teuer.

Verhältnis (KGV) wichtiger Indizes, z.B. des Euro STOXX 50 oder des DAX, bewegt sich im langfristigen Vergleich auf einem unterdurchschnittlichen Niveau und drückt so eine eher vorsichtige Positionierung der Anleger aus. Daher scheint das Enttäuschungspotenzial in Europa begrenzt zu sein. In den USA ergibt sich ein differenziertes Bild. Das KGV des S&P 500 befindet sich auf einem historisch überdurchschnittlichen Niveau, da sich insbesondere die hoch gewichteten Technologietitel einer regen Nachfrage erfreuen und dementsprechend hoch bewertet sind. Sollten gerade in diesem Segment die hoch gesteckten Erwartungen enttäuscht werden, bestünde die Gefahr einer umfassenderen Kurskorrektur an den Aktienmärkten.

Die Attraktivität der internationalen Aktienmärkte leidet dieses Jahr zudem unter dem inzwischen wieder deutlich 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 den Niedrigzinnsjahren wieder eine interessante Anlagealternative zu Aktien dar. Doch auch in Europa stellt ein Zinsniveau von über 3% eine durchaus ernsthafte Anlagealternative zu Aktien dar. Das für die Aktienmärkte inzwischen ungünstigere monetäre Umfeld findet nicht nur im höheren Zinsniveau Ausdruck. 2024 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 Investoren. 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 erhöhten Inflation gesehen werden. Zwar befindet sich das Realzinsniveau inzwischen aufgrund des Inflationsrückgangs wieder im positiven Bereich, dennoch 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 verbriefte 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. Dieser Aspekt dürfte dieses Jahr rasch eine große Rolle spielen. Denn die Finanzmärkte erwarten bereits im Frühjahr erste Leitzinssenkungen der führenden Notenbanken. Selbst wenn diese geldpolitische Wende letztlich erst etwas später erfolgen sollte, werden sich die Aktienanleger bereits im Vorfeld für ein Umfeld fallender Zinsen positionieren, indem sie vermehrt Aktien kaufen. Insbesondere zinssensitive Branchen, z.B. der Immobilien- oder der Technologiesektor, und Aktientitel mit hohen Dividendenausschüttungen könnten hiervon profitieren. Die Zukunftsorientierung der Aktienmärkte dürfte im laufenden Jahr jedoch nicht nur mit Bezug auf die Geldpolitik von großer Bedeutung sein. Auch aus konjunktureller Sicht entstehen positive Einflüsse. Denn die große Mehrheit der Analysten rechnet damit, dass die Weltwirtschaft 2025 einen Aufschwung erleben und das Wachstum in den großen Industrieländern wieder spürbar höher ausfallen wird.

*Höheres Zinsniveau
als Aktienmarktbremse.*

*Leitzinssenkungen als
potenzielle Kurstreiber.*

*Positiver Ausblick auf
2025 als Kursstütze im
zweiten Halbjahr.*

Dieses 2025 wieder deutlich freundlichere konjunkturelle Umfeld für die Unternehmen könnte bereits in der zweiten Jahreshälfte 2024 die Aktienkurse beflügeln.

Auch in diesem Jahr könnte die Weltpolitik wieder Einfluss auf das Börsengeschehen nehmen. So erscheint es plausibel, dass der US-Präsidentchaftswahlkampf für Kursauschläge sorgen wird. Dabei dürften sich verbessernde Wahlaussichten Trumps für anziehende Notierungen sorgen, da von ihm eine unternehmensfreundlichere und US-konzentriertere Politik erwartet wird. Negativ betroffen wären in diesem Fall jedoch Werte aus dem Medizinsektor (wo Trump wohl deutliche Mittelkürzungen durchführen würde) und aus dem Sektor der erneuerbaren Energien, wohingegen z.B. der US-Ölsektor ein großer Gewinner sein dürfte. Ob und in welcher Form andere geopolitische Ereignisse eintreten (z.B. der weitere Verlauf des Ukraine-Kriegs) und die Aktienmärkte beeinflussen werden, verbleibt im Bereich der Spekulationen und der potenziellen Szenarien.

Zusammenfassend liegen unsere konkreten Indexprognosen zum Jahresende 2024 für den DAX bei einem Niveau von 18.100 Punkten, für den Euro STOXX 50 bei 4.800 Punkten und für den S&P 500 bei 5.100 Punkten.

Wechselkursausblick:

Der Euro wies per Saldo gegenüber dem US-Dollar im Vorjahr nur eine geringe Kursveränderung auf. Letztlich wertete er von 1,07 US-Dollar zu Jahresbeginn auf 1,104 US-Dollar zum Jahresende leicht auf. Diese scheinbar ruhige Entwicklung täuscht aber über einige Schwankungen im Jahresverlauf hinweg, denn der Euro bewegte sich immerhin in einer Kursbandbreite zwischen rund 1,04 und 1,12 US-Dollar. Dabei wertete er in den Phasen ab, in denen überraschend positive US-Konjunkturdaten die Wahrscheinlichkeit zusätzlicher Fed-Leitzinsanhebungen erhöhten und der Renditevorteil von US-Anleihen in Relation zur Verzinsung von Euro-Anleihen anstieg, besonders ausgeprägt war dies in der Periode von Mitte Juli bis Ende September. Auf der anderen Seite profitierte der Euro im Vorjahr davon, dass die EZB 2023 mehr Leitzinserhöhungen vornahm als die Fed sowie von wiederholten Äußerungen von EZB-Vertretern aus dem Falkenlager, die die anhaltende Notwendigkeit einer restriktiven EZB-Politik zur Erreichung des Inflationsziels betonten.

Die jeweilige Ausgestaltung der Geldpolitik in den USA und der EWU dürfte auch in diesem Jahr der wichtigste Einflussfaktor auf die Entwicklung des Euro/US-Dollar-Wechselkurses sein. Üblicherweise weist die Fed ein aktionistischeres Vorgehen als die EZB auf und besitzt zumeist auch einen zeitlichen Vorlauf. So hatte die US-Notenbank den aktuell (wohl) abgeschlossenen Zinserhöhungszyklus typischerweise sowohl früher begonnen als die EZB und das Gesamtmaß der Zinsanhebungen fiel mit 525 Basispunkten etwas höher aus als bei der EZB mit 450 Basispunkten. Auch der dieses Jahr aller Voraussicht nach startende Zinssenkungszyklus dürfte diesem Muster folgen. Eine in den USA etwas höhere Inflationstoleranz und eine leicht freundlichere Lohnentwicklung stellen ein erstes Argument dafür dar, dass die US-Notenbank vor der EZB die erste Leitzinssenkung vollziehen wird. Ausschlaggebend dürfte aber letztlich die unterschiedliche Zielausgestaltung der beiden Notenbanken sein. Der Auftrag der EZB bezieht sich eindimensional auf die Erzielung von Preisstabilität, also einer niedrigen Inflationsrate. Hier dürfte sich die EZB wie oben beschrieben erst spät

Politische Einflussfaktoren 2024.

Gleichlauf der Fed- und der EZB-Politik sorgt 2023 per Saldo für wenig Wechselkursveränderung.

Aggressive Fed-Zinssenkungen sprechen 2024 für Euro-Aufwertung.

im Jahr nahe ihrem Ziel wähnen, sodass erst dann Zinssenkungen angedacht werden dürften. Die Fed hat hingegen ein duales Mandat. Ihr Auftrag umfasst zusätzlich zur Preisstabilität die Erreichung eines hohen Beschäftigungsgrads der Erwerbsbevölkerung. Bislang zeigten sich am US-Arbeitsmarkt zwar nur erste schwächere Tendenzen, diese dürften sich in diesem Jahr aber verstärken. Im Kontext einer anhaltend fallenden Inflation dürfte diese Entwicklung die Fed davon überzeugen, dass der Zeitpunkt für eine zinspolitische Wende gekommen sein wird. Unter dieser im Vergleich zur EZB aggressiveren geldpolitischen Lockerung der Fed wird der US-Dollar in Relation zum Euro leiden. Zusätzlich kann davon ausgegangen werden, dass auch die langfristigen US-Renditen auf die Leitzinssenkungen (oder bereits im Vorfeld) noch einmal mit Rückgängen reagieren werden, die stärker ausgeprägt sein dürften als an den europäischen Anleihemärkten. Damit werden US-Anleihen im Vergleich zu ihren europäischen Pendanten an Zinsvorteil und damit Attraktivität einbüßen. Im Ergebnis wird weniger internationales Anlagekapital in die USA fließen, der US-Dollar unattraktiver und somit abwerten. 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 erhöhet die Verkaufsbereitschaft der bisherigen Dollaranleger und dämpft zugleich das Interesse an Neuanlagen in US-Dollar. Auf der anderen Seite wird der strukturelle Wachstumsvorsprung der USA im Vergleich zur EWU die US-Dollarabwertung abmildern. Auch wenn das US-Wirtschaftswachstum dieses Jahr spürbar schwächer ausfallen dürfte als noch im Vorjahr, unterstellen die Kapitalmärkte, dass die US-Wirtschaft aufgrund der aktionistischeren Fed-Politik, einer aggressiveren und im Vergleich zur EWU einfacher koordinierbaren Fiskalpolitik und einer höheren Trendwachstumsrate rascher zu deutlich positiven Zuwachsraten zurückkehren wird als die EWU. Schwieriger zu beurteilen ist die Frage, wie sich der diesjährige Präsidentschaftswahlkampf auf den Greenback auswirken wird. Unsere Vermutung ist, dass eine steigende Wahrscheinlichkeit eines Wahlsieges des Republikaners Trump aufgrund dessen „America first“-Politik eine Aufwertung der US-Währung begunsten würde, wie es bereits direkt nach seiner ersten Wahl 2016 beobachtet werden konnte. Falls Trump tatsächlich erneut ins Weie Haus einziehen würde, könnte der US-Dollar mittelfristig dann jedoch leiden. Mögliche Trump-Initiativen wie eine Aufhebung der Fed-Unabhängigkeit oder eine noch defizitäre Fiskalpolitik wären dollarnegativ. Alle Einflussfaktoren zusammenfassend prognostizieren wir zum Jahresende 2024 einen Wechselkurs des Euro in einer Bandbreite von 1,10 bis 1,15 US-Dollar.

Hauptszenario 2024	USA	EWU
BIP (yoy%)	1,4%	0,4%
Inflation (yoy%)	2,8%	2,7%
Wechselkurs \$/€	1,10 - 1,15	
Leitzins	4,25% - 4,50%	4,0%
10J Staatsanleihen	3,25% - 3,75%	2,0% - 2,5%
10J Swap	3,00% - 3,50%	2,5% - 3,00%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	5.100	4.800

Pessimistisches Nebenszenario:

Tiefe Rezession und rasch fallende Inflation

Wahrscheinlichkeit: 20%

In diesem Szenario wird davon ausgegangen, dass die Weltwirtschaft in eine ausgeprägte Rezession abrutschen wird. Wahrscheinlichster Auslöser sind die im historischen Vergleich aggressiven Leitzinserhöhungen der führenden Notenbanken in den beiden Vorjahren. Die zinsreagiblen Bereiche der Volkswirtschaften stürzen dabei in eine Krise. Dies betrifft erstrangig die Immobilienmärkte, die in den vergangenen Jahren noch stark von der Niedrigzinspolitik profitiert hatten. Am US-Immobilienmarkt, aber auch in Deutschland, waren 2023 bereits deutlich Bremsspuren in Form massiv gesunkener Umsatzzahlen zu beobachten. Die Immobilienpreise, die bislang noch eine vergleichsweise moderate Korrektur durchschritten haben, werden im Zeitablauf mit 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 in ausgeprägterer Form als bislang 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. 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 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 Konjunkturunbruchs 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 2024	USA	EWU
BIP (yoy%)	-1,5%	-2,0%
Inflation (yoy%)	2,0%	1,0%
Wechselkurs \$/€	1,00 - 1,05	
Leitzins	1,75% - 2,0%	1,5%
10J Staatsanleihen	1,50% - 2,00%	0,75% - 1,25%
10J Swap	1,50% - 2,00%	1,25% - 1,75%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	3.700	3.500

Optimistisches Nebenszenario:

Dynamischer Aufschwung bei wieder hoher Inflation

Wahrscheinlichkeit: 15%

In diesem Szenario wird unterstellt, dass sich das Weltwirtschaftswachstum überraschend dynamisch beschleunigt und ein weit überdurchschnittliches Niveau erreichen wird. 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.

Kriegsende oder rasche Leitzinssenkungen als mögliche Auslöser eines Boomszenarios.

Aus fundamental-ökonomischer Sicht könnte ein unerwartet rascher Rückgang der Inflation zu Jahresbeginn – z.B. aufgrund eines deutlichen Rückgangs der Öl- und Energiepreise oder einer zügigen Beruhigung der Lohnentwicklung – die führenden Notenbanken davon überzeugen, dass sie ihre Inflationsziele zeitnah wieder erreichen werden oder sogar ein Unterschreiten möglich sein könnte. In diesem Fall dürfen die wichtigsten Zentralbanken mit raschen und umfangreichen Leitzinssenkungen reagieren. Ein in der Folge wieder expansiveres monetäres Umfeld könnte dann den Konsum und die Investitionen ankurbeln und so einen kräftigen Konjunkturaufschwung einleiten. Der vermeintlich freundlichere Inflationsausblick und eine wieder expansive Geldpolitik würde an den Rentenmärkten zunächst einen Zinsrückgang auslösen. In einem zweiten Schritt würden die Kapitalmärkte jedoch einen zukünftigen, konjunkturbedingten Wiederanstieg der Inflation und perspektivisch erneute Leitzinsanhebungen der Notenbanken antizipieren, sodass das langfristige Zinsniveau wieder ansteigen würde. Die Aktienmärkte reagieren in diesem Boomszenario mit ausgeprägten Kursanstiegen. 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 2024	USA	EWU
BIP (yoy%)	3,0%	2,0%
Inflation (yoy%)	6,0%	4,5%
Wechselkurs \$/€	1,25 - 1,30	
Leitzins	5,75% - 6,0%	5,0%
10J Staatsanleihen	5,25% - 5,75%	3,0% - 3,5%
10J Swap	5,25% - 5,75%	3,5% - 4,0%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	5.600	5.400

Extremszenario:

Extreme politische Entwicklungen

Wahrscheinlichkeit: 5%

Verschiedene politische bzw. ökonomische Extremszenarien mit entsprechenden Verwerfungen an den Finanzmärkten sind 2024 (mit etwas Fantasie) vorstellbar. So droht z.B. in China, wo die Verschuldung der Unternehmen und Privathaushalte ein sehr hohes Niveau von deutlich über 200% der jährlichen Wirtschaftsleistung erreicht hat, das umfassende Platzen der Kreditblase. Erste Spannungen waren bereits in den Vorjahren mit der (drohenden) Insolvenz diverser großer Immobilienkonzerne spürbar. 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 bereits 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 einen Krieg mit den USA und in der Folge Japan und Südkorea münden, die zur Sicherheit und Autonomie Taiwans beitragen beziehungsweise sich selbst schützen wollen. 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.