Helaba

Märkte und Trends 2024
Weltwirtschaft im Umschaltspiel

Research & Advisory, November 2023



Werte, die bewegen.

Inhaltsverzeichnis



- Der große Kommentar 2024
- Basisszenario: Umschaltspiel (70 %)
- Geldpolitik: Zinswende in der zweiten Halbzeit
- Staatsanleihen: Zentralbanken als Spielmacher und Hoffnungsträger
- Covered Bonds: Bei Emittenten und Investoren auch 2024 hoch im Kurs
- Credits: In ruhigeren Bahnen
- Aktien: Das nächste Spiel ist immer das schwerste
- Gold: 2024 wieder in der Zins-Offensive
- Immobilien: Diesmal nicht in der Premier League
- Devisen: Siegesserie des US-Dollar endet
- Deutschland: Wieder mehr Konsumfreude
- Frankreich: Reformerfolge
- Italien: Wachstum basiert auf Hilfen, nicht auf Reformen
- Spanien: Es läuft – zurzeit
- Schweden: Troubleshooter auf vielen Positionen gefragt
- Polen, Tschechien, Ungarn: Geldpolitik kontert
- Großbritannien: Befreiung aus der Abstiegszone
- USA: Geldpolitische Meisterleistung?
- Japan: Zurück ins Mittelfeld
- China: Abstiegsgefährdet?
- Russland: Schwierige Anpassung an neues Umfeld
- Brasilien: Aktive Konjunkturpolitik
- Negativszenario: Vorrundenaus (20 %)
- Positivszenario: Ballzauber (10 %)
- Prognosetabelle: BIP und Inflation
- Kapitalmarktprognosen

Redaktionsschluss: 2. November 2023



Der große Kommentar 2024

In jedem Jahr folgt der Konjunktur- und Kapitalmarktausblick von Helaba Research & Advisory einem Motto. Dieses ist nicht willkürlich gewählt, sondern versucht, die Rahmenbedingungen für das kommende Jahr metaphorisch einzufangen. Für 2024 geht nichts an Fußball vorbei. Mit der Europameisterschaft in Deutschland wird das Thema noch präsenter sein als sonst. Außerdem hat Fußball sehr viel gemeinsam mit Volkswirtschaft: Langfristige Strategien kombiniert mit kurzfristigen Taktiken führen letztlich zur Wettbewerbsfähigkeit bzw. zum Erfolg. So fragen sich hierzulande viele: Sind wir fit genug, damit unsere Wirtschaft 2024 endlich wieder wachsen wird oder scheidet Deutschland schon wieder in der Vorrunde aus?

Langfristige Strategien für den Erfolg

Im Fußball geht es darum, frühzeitig junge Talente zu entdecken und zu fördern. Ökonomisch heißt das Humankapital. Ausbildung ist somit ein wesentlicher Faktor. Dies allein reicht aber nicht aus. Innovationen sind in beiden Bereichen ebenfalls ein Erfolgsfaktor: sei es KI als Unterstützung im Training oder für Unternehmen und Staat oder Neuerungen in Spielsystemen sowie Trainingsmethoden. Ressourcenmanagement spielt auch eine entscheidende Rolle: im Fußball die Aufstellung der besten Spieler und die Nutzung von Budgets, in der Gesamtwirtschaft Mitarbeiter, Kapital und andere Ressourcen. Die bessere Nutzung dieser Ressourcen für einen höheren Output steht also im Mittelpunkt. Gerade vor dem Hintergrund des Klimawandels sind Innovationen der Schlüssel für den Erfolg einer Nation.

Infrastruktur als wesentlicher Faktor

Was helfen die besten Spielsysteme, wenn Training und Spiel auf einem Acker stattfinden? Ohne eine gut ausgebaute Infrastruktur kann weder das Team noch ein Land auf Dauer reüssieren. Wesentlich für eine erfolgreiche Nation ist sowohl eine digitale als auch eine gut funktionierende Verkehrsinfrastruktur.

Anreizsysteme und Bürokratieabbau

Aber auch die Anreizsysteme müssen in beiden Welten attraktiv sein. Ein hoher Wettbewerb und intensiver Selektionsprozess führen dazu, dass nur wenige den Weg bis ganz an die Spitze schaffen. Darüber hinaus erfordern hartes Training, Verletzungsgefahren und Rückschläge einen starken Willen, Disziplin und Resilienz. Diejenigen, die dranbleiben und damit die Mannschaft zum Sieg führen, sollten dafür belohnt werden. Hohe Steuersätze und bürokratische Hürden tragen dagegen nicht dazu bei, dass die Besten im Land bleiben und Innovationen vor Ort erbringen.

Diversifikation und Anpassungsfähigkeit

Eine Mannschaft, die nur aus Stürmern besteht, hat keine Zukunft. Ähnliches gilt für eine Volkswirtschaft. Diversifikation ist notwendig, um langfristig erfolgreich zu sein. Externe Schocks wie zuletzt der Angriffskrieg Russlands in der Ukraine haben unsere Verletzlichkeit deutlich gemacht. Flexibilität und Anpassungsfähigkeit sind sowohl im Fußball auch in der Wirtschaft von entscheidender Bedeutung.

Taktisches Anpassen

Für den Erfolg ist es notwendig, je nach Spielstand und individuellen Fähigkeiten der Spieler die Taktik anzupassen. Trainer und Mannschaften müssen reagieren können. Dafür sind mentale Stärke und technische Fähigkeiten der Spieler sowie eine gute Kommunikation und Abstimmung innerhalb der Mannschaft erforderlich.

Fußball gibt Szenarien vor

All dies spannt den Bogen für unseren Jahresausblick 2024. Das kommende Jahr ist eine Herausforderung, bietet aber auch Chancen. Gerade in Deutschland herrscht die Meinung vor, dass 2024 mit einem **Vorrundenaus** gerechnet werden muss, also einer tiefen Rezession. Diesem Negativszenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 20 % bei.

> *„Ja gut, es gibt nur eine Möglichkeit: Sieg, Unentschieden oder Niederlage"*
> *Franz Beckenbauer*

Kaum vorstellbar erscheinen spektakuläre Ballakrobatik, perfektes Passspiel, Dribblingerfolge gegen mehrere Gegner und dann ein aus scheinbar unmöglicher Lage heraus erzieltes Tor – solcher Ballzauber ist im Fußball die Ausnahme, nicht die Regel. Das liegt unter anderem daran, dass so viel richtig laufen muss und alle Beteiligten mit vollem Engagement dabei sein müssen. Das wirtschaftspolitische Äquivalent erfordert in ähnlicher Weise Teamgeist, eine Prise Genialität und eine Portion Glück: Nicht unmöglich, aber selten. Unser Positivszenario **Ballzauber** hat mit 10 % eine geringere Wahrscheinlichkeit als das Negativszenario. Kurz gesagt: Alle oder zumindest viele der politisch Verantwortlichen müssen nicht nur in Top-Form sein, sondern sich auch dem Mannschaftsspiel unterordnen.

Basisszenario: Umschaltspiel

Wie beim Fußball ein Ballverlust oder -gewinn ein sofortiges und grundsätzliches Umdenken erfordern kann, verlangt ein sich rapide verschiebendes makroökonomisches und geopolitisches Umfeld einen neuen Plan. Die Geld- und Fiskalpolitik haben das nach der Pandemie, also 2021/2022, nicht so gut hinbekommen. Wir gehen davon aus, dass dies 2024 besser gelingen wird. Deshalb ist das **Umschaltspiel** mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % unser Basisszenario.

Eintrittswahrscheinlichkeiten für die Konjunktur- und Kapitalmarktszenarien



Quelle: Helaba Research & Advisory

Die wichtigsten Spieler auf dem Platz werden auch 2024 die **Notenbanken** sein. Nach der verspäteten, dann aber massiven Straffung 2022/2023 sind Fed und EZB am Zinsgipfel angekommen. Ob die Spielmacher in den Notenbanken im Eifer des Gefechts nicht schon zu weit aus dem Mittelfeld in die gegnerische Hälfte vorgeprescht sind und **zu viel gestrafft** haben, wird eine der zentralen Fragen sein.

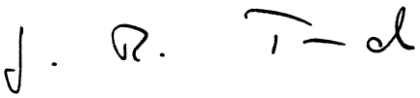
Geschmeidiges Dribbling wird auch in der **Geopolitik** gefragt sein. Die Weltwirtschaft droht, in zwei Technologie- und Handelsblöcke zu zerfallen. In den Industrieländern gewinnen Protektionismus und eine aktive Industriepolitik an Popularität. Unter anderem dürfte der **Wahlkampf in den USA** dafür sorgen, dass diese Themen 2024 in den Schlagzeilen bleiben.

Gleichzeitig zeigen sich, nicht zuletzt in Deutschland, immer mehr die Nachteile der ausufernden staatlichen Eingriffe, insbesondere in Form einer **überzogenen Regulierung**. Politische Widerstände gegen die Klimawende zu minimieren fällt deutlich leichter, wenn man die oft absehbaren ökonomischen Nebenwirkungen geplanter Maßnahmen berücksichtigt und **Marktkräfte** nutzt, statt sie zu bekämpfen. Hier wäre 2024 ein gutes Umschaltspiel vielerorts besonders gefragt.

Begeben Sie sich mit uns auf den Fußballplatz. In diesem Jahr spielt sich dort unser Konjunktur- und Kapitalmarktausblick ab. Strategie und Taktik und manchmal auch ein Quäntchen Glück entscheiden darüber, ob wir uns im nächsten Jahr an einem abwechslungsreichen Umschaltspiel bzw. an beeindruckendem Ballzauber erfreuen können oder ein Vorrunden-Aus nicht nur für Enttäuschung auf dem Platz, sondern auch bei Ihren Anlageentscheidungen sorgt.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen mit den Worten des Fußball-Altmeisters Franz Beckenbauer ein optimistisches „Schaun mer mal, dann sehn mer scho“ für 2024.

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/Managing Director





Basisszenario: Umschaltspiel (70 %)

Wenn sich die Umstände abrupt ändern, muss man schnell reagieren. Wie beim Fußball ein Ballverlust oder -gewinn ein sofortiges und grundsätzliches Umdenken erfordern kann, verlangt ein sich rapide verschiebendes makroökonomisches und geopolitisches Umfeld einen neuen Plan. Nach der Pandemie, also 2021/2022, haben das Geld- und Fiskalpolitik nicht so gut hinbekommen. Läuft das Umschaltspiel der Verantwortlichen 2024 besser?

Die wichtigsten Spieler auf dem Platz werden auch 2024 die **Notenbanken** sein. Nach der verspäteten, dann aber massiven Straffung 2022/2023 sind Fed und EZB am Zinsgipfel angekommen. Erstaunlicherweise scheint die Konjunktur in den USA und in der Eurozone trotz der in kurzer Zeit kräftig gestiegenen Leitzinsen noch einmal mit einem blauen Auge davonzukommen. Eine schwere Rezession blieb aus. Der Arbeitsmarkt ist auf beiden Seiten des Atlantiks unverändert äußerst angespannt. Ändert sich daran 2024 etwas? Dies ist zusammen mit der Inflationsentwicklung der entscheidende Faktor für die Geldpolitik in den kommenden zwölf Monaten.

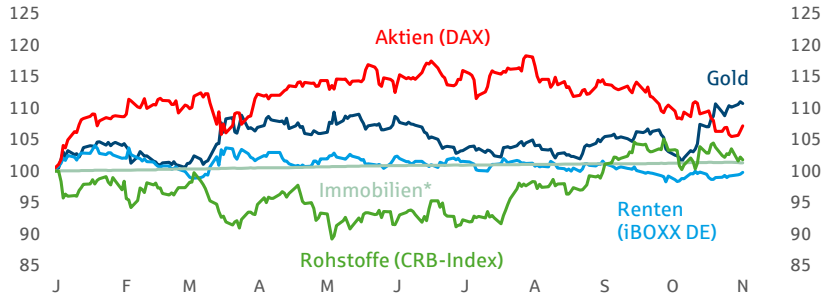
Ob die Spielmacher in den **Notenbanken** im Eifer des Gefechts nicht schon zu weit aus dem Mittelfeld in die gegnerische Hälfte vorgeprescht sind und **zu viel gestrafft** haben, wird eine der zentralen Fragen für 2024 sein. Allerdings ergibt sich nur Spielraum für die an den Finanzmärkten erwartete Lockerung, wenn die Zentralbanken **genug getan** haben, um die Inflation wirklich einzudämmen. Dies scheint derzeit noch nicht sicher, aber aus unserer Sicht wahrscheinlich.

Kein leichter Weg zum „Most-Valuable-Player“

In der Geldpolitik ist daher eine **große Flexibilität** erforderlich, die unserer Erwartung nach im Jahresverlauf zu einer ersten Korrektur der aktuell sehr restriktiven monetären Bedingungen führen wird. Dabei handelt es sich aber im Basisszenario – zumindest im Fall von EZB und Fed – nicht um die übliche hektische „Wir haben überzogen!“-Kehrtwende wie in den letzten Zinszyklen. Stattdessen gehen wir von einer eher **vorsichtigen Korrektur** des Leitzinsniveaus aus – einem Vorantasten angesichts der Angst der Notenbanken, die Inflation nicht lange genug bekämpft zu haben. Eine Ausnahme ist Zentralosteuropa, wo die Leitzinsen bereits gesenkt wurden.

Aktien verlieren Favoritenrolle

Indexiert, 31.12.2022 = 100, Gesamtertrag in Euro



*Helaba Index für offene Immobilienfonds (OIF)
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Das wirtschaftliche Umfeld wird dabei 2024 aus geldpolitischer Perspektive erneut ziemlich anspruchsvoll sein. Die großen Wirtschaftsblöcke werden sich zwar **konjunkturell erholen**, was eigentlich gegen eine Lockerung spricht, der Aufschwung dürfte jedoch meist gedämpft ausfallen, so dass der Auslastungsgrad der Wirtschaft nicht spürbar steigt. Gleichzeitig geht die **Inflation** weiter zurück.

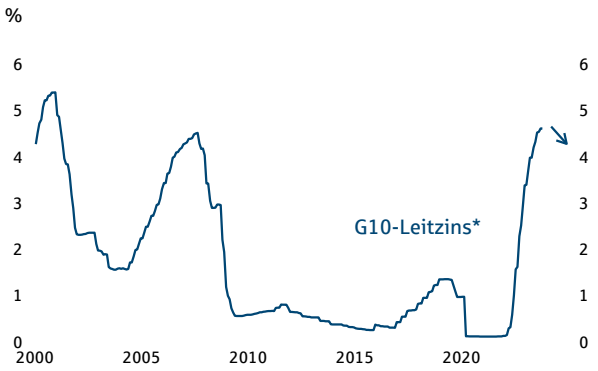
Damit rücken zum einen die Ziele der Notenbanken näher. Wegen der langen Wirkungsverzögerung der Geldpolitik kann der Restriktionsgrad nicht einfach stur bis zu deren Erreichen beibehalten werden. Zum anderen würden fallende Inflationserwartungen bei unveränderten Nominalsätzen **die Realzinsen steigen lassen**. Wir gehen davon aus, dass die wichtigsten Notenbanken diesen Effekt zumindest eindämmen wollen und daher im Verlauf des Jahres ihre Leitzinsen graduell senken.

Schwierige Auswärts- und Heimspiele für die Politik

Geschmeidiges Dribbling wird auch in der **Geopolitik** gefragt sein. Die Weltwirtschaft droht, in zwei Technologie- und Handelsblöcke zu zerfallen. In den Industrieländern gewinnen Protektionismus und eine aktive Industriepolitik – letztlich ein Nullsummenspiel, in dem primär private Unternehmen mit Steuergeldern beschenkt werden – an Popularität. Unter anderem dürfte der **Wahlkampf in den USA** dafür sorgen, dass diese Themen 2024 in den Schlagzeilen bleiben.

Vor allem die andauernde Debatte über das künftige **Verhältnis zu China**, der wir unter anderem den unschönen, aber fast schon allgegenwärtigen Begriff des **„De-Risking“** verdanken, wird neben diplomatischem Ballgefühl auch eine solide und möglichst gut abgestimmte Taktik erfordern. Dabei sorgt in den Industriestaaten für Überraschung, wie viele der ärmeren Länder sich geopolitisch eher auf der Seite Russlands oder Chinas positionieren. Bestrebungen zum Aufbau alternativer globaler Strukturen ohne Institutionen, die „vom Westen“ dominiert werden, haben klar zugenommen. In diesem Umfeld sind die Erwartungen an den **Welthandel verhalten** – schon ein 2024 weitgehend stabiles bis leicht steigendes Handelsvolumen wäre wohl Anlass für Zufriedenheit.

Notenbanken schalten um



*G10: USA, EZ, J, UK, CH, N, S, CDN, AUS, NZ; BIP-gewichtet
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

In der **heimischen Wirtschaftspolitik** stehen die Politiker ebenfalls vor großen Herausforderungen. So ist ein Abschied von der „Scheckbuchmentalität“ der vergangenen Jahre, wo jedes Problem mit massiven staatlichen Ausgaben zugeschüttet wurde, angesichts immer weiter **wachsender Schuldenberge** überfällig. Teilweise signalisiert der erhebliche Anstieg der Kapitalmarktzinsen in den vergangenen Jahren wohl auch eine zunehmende Unzufriedenheit der Anleger mit der sorglosen Haushaltspolitik vieler Staaten. Nach den aktuellen Planungen dürfte die Fiskalpolitik 2024 tatsächlich global tendenziell restriktiv wirken, nach dem leichten Anschub 2023.

> *„Die Karten werden neu gewürfelt“*
> *Oliver Kahn*

Gleichzeitig zeigen sich, nicht zuletzt in Deutschland, immer mehr die Nachteile der ausufernden staatlichen Eingriffe, insbesondere in Form einer **überzogenen Regulierung**. Durch das Drehen an vielen Stellschrauben gleichzeitig belasten die Regierungen die Wirtschaftsakteure nicht nur unmittelbar, sondern auch, indem sie zusätzliche Verunsicherung schüren. Politische Widerstände gegen die Klimawende zu minimieren, fällt deutlich leichter, wenn man die oft absehbaren ökonomischen Nebenwirkungen geplanter Maßnahmen berücksichtigt und **Marktkräfte** für sich einspannt, statt sie zu bekämpfen. Hier wäre 2024 ein gutes Umschaltspiel vielerorts besonders gefragt.

Prognoseübersicht im Basisszenario

Das **Wachstum** der Weltwirtschaft wird 2024 im Jahresschnitt etwa so hoch sein wie im Jahr zuvor. Die US-Wirtschaft legt sogar nur 1,3 % zu, nach 2,3 % im Vorjahr. Dieser Durchschnitt verbirgt aber die anziehende Dynamik in den wichtigsten Märkten einschließlich China im Verlauf des Jahres. Konjunkturell geht es 2024 aufwärts. Die deutsche Volkswirtschaft wächst um 1,3 %.

Die **Inflation** wird beidseits des Atlantiks weiter nachlassen. Nennenswerte Entlastung von den Energiepreisen – wie 2023 – erwarten wir nicht mehr. Der andauernde Rückgang der Kernraten sollte aber die Gesamtteuerung merklich drücken. Die Inflationsziele der Notenbanken rücken näher, werden aber noch nicht ganz erreicht.

Ausgewählte Prognosen 2024

Eurozone			
BIP-Wachstum, %	1,3		
Inflation, %	3,0		
1. - 4. Quartal			
Leitzins (Refi-Satz), %			
4,50	4,50	4,25	4,00
USD / Euro			
1,05	1,10	1,10	1,10
EURO STOXX 50, Indexstand			
4.500	4.600	4.700	4.800

Deutschland			
BIP-Wachstum, %	1,3		
Inflation, %	3,0		
1. - 4. Quartal			
3-Monats-Euribor, %			
4,00	3,80	3,50	3,30
10-jährige Bundesanleihen, %			
2,70	2,70	2,50	2,30
DAX, Indexstand			
16.400	16.800	17.200	17.500

USA			
BIP-Wachstum, %	1,3		
Inflation, %	2,7		
1. - 4. Quartal			
Leitzins (Mittelwert), %			
5,38	5,38	5,13	4,88
10-jährige Treasuries, %			
4,40	4,30	4,20	4,00
S&P 500, Indexstand			
4.580	4.650	4.730	4.800

Quelle: Helaba Research & Advisory

Die **Notenbanken** stellen 2024 mehrheitlich von Angriff auf Verteidigung um. Die Fed und die EZB unternehmen im Sommer den ersten Schritt in Richtung einer weniger restriktiven Geldpolitik. Bis Jahresende 2024 erwarten wir einen Leitzins, der 50 Basispunkte niedriger ist als aktuell.

Der Druck auf **Renten** lässt im Jahresverlauf nach. Inflationsrückgang und Leitzinswende geben positive Impulse für die Saison 2024. Der Abbau der Wertpapierbestände bei den Notenbanken bei gleichzeitig relativ hoher staatlicher Emissionstätigkeit begrenzt jedoch das Kurspotenzial.

Für **Corporates** ist der Höhepunkt der Finanzierungskosten im Jahresverlauf 2024 überschritten. Die Notwendigkeit zu Investitionen in veränderte Lieferketten und nachhaltige Geschäftsprozesse befeuert das Engagement der Unternehmen am Bondmarkt. Für **Banken** bedeuten die gestiegenen Zinsen eine Normalisierung ihres Kerngeschäftes. Insbesondere wegen umfangreicher Fälligkeiten rechnen wir mit einem erneut hohen Emissionsvolumen bei erstrangig unbesicherten Bankanleihen.

Covered Bonds profitieren weiter von ihrem Status als „Safe Haven-Assets“. Die Qualität der Deckungswerte, hohe Übersicherungsquoten und die starke Bonität der Kreditinstitute liefern Argumente für die Assetklasse. Dennoch ist mit einem leicht rückläufigen Neugeschäft und etwas geringerem Emissionsvolumen zu rechnen.

An den **Aktienmärkten** sind hohe Zinsen, schwaches Wachstum und geopolitische Belastungsfaktoren bereits hinreichend in die Preisbildung eingeflossen. Eine moderate bis günstige Bewertung, schon sehr negative Konjunkturerwartungen und eine verhaltende Positionierung weiter Anlegerkreise legen die Basis für wieder deutlich steigende Kurse. Ende 2024 dürfte der DAX im Bereich von 17.500 Punkten notieren.

> *„Wenn ich kein Risiko eingehe, riskiere ich alles“*
> *Pep Guardiola*

Am deutschen **Immobilienmarkt** dürfte dank weiterhin hoher Nachfrage und stark rückläufiger Bautätigkeit die Trendwende bei Wohnimmobilien vollzogen werden. Die Kaufpreise von Einzelhandelsimmobilien werden sich nach langjähriger Talfahrt stabilisieren, während bei Büros mit weiteren Rückgängen gerechnet werden muss.

Gold kann von nachlassenden Opportunitätskosten profitieren. Spätestens in der zweiten Jahreshälfte, wenn sich eine Entspannung bei der Realverzinsung abzeichnet, wird das Edelmetall wieder die Marke von 2.000 US-Dollar je Feinunze überwinden.

Der **US-Dollar** tendiert im Umfeld des beginnenden Zinssenkungszyklus meist schwächer. Zudem verringert sich der US-Wachstumsvorteil gegenüber der Eurozone. Da die Fed jedoch zögerlicher vorgeht, hält sich das Verlustpotenzial der hoch bewerteten US-Währung in Grenzen. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte Ende 2024 um 1,10 notieren.

Patrick Franke

Geldpolitik: Zinswende in der zweiten Halbzeit

Der nachlassende Inflationsdruck eröffnet den Zentralbanken geldpolitischen Spielraum. Fed und EZB dürften in der zweiten Jahreshälfte 2024 mit ersten Lockerungsschritten beginnen.

Der **Straffungskurs** der EZB ist zwar deutlich stärker ausgefallen als allgemein erwartet, verkürzt aber möglicherweise den Zeitraum bis zur ersten Lockerung. Der Refinanzierungssatz hat mit **4,5 %** ein Niveau erreicht, das die finanziellen Spielräume von Privatpersonen, Unternehmen und Staat spürbar einengt. Die **Risiken für Wirtschaftswachstum**, **Finanzmarktstabilität und Euro-Anleihe-Spreads** sind gestiegen. Bewegt sich die Inflation weiter in Richtung des EZB-Zielwerts von 2 %, mit der Aussicht diesen 2025 anzunähern, dürfte der EZB-Rat nicht zögern einen vorsichtigen **Zinssenkungskurs** einzuschlagen. Bis Ende 2024 sollte ein Niveau von **4,0 %** beim Refinanzierungssatz und **3,5 %** beim Einlagensatz erreicht werden.

> *„Die Geldpolitik ist wie ein Fußballspiel: Die Notenbanker versuchen den Ball im Spiel zu halten, aber manchmal gehen die Schüsse daneben und es gibt unvorhergesehene Fouls“*
>
> *KI-generierter Fußballspruch zur aktuellen Geldpolitik*

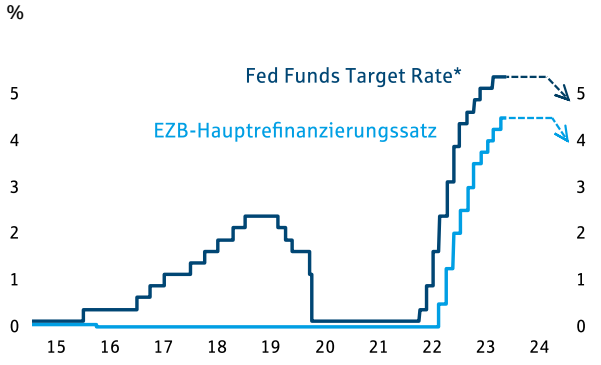
Seit 1954, dem Jahr des ersten Weltmeistertitels für Deutschland, gab es hierzulande unter der Regie von Bundesbank und EZB **zwölf Leitzinsgipfel bzw. -plateaus**. Die durchschnittliche Dauer der geldpolitischen Seitwärtsbewegung betrug rund **neun Monate**. Die Spannweite war allerdings sehr groß und reichte von zwei bis zu 27 Monaten.

Für 2024 ist mit einem vergleichsweise moderaten Abbau der **Bilanzsumme** zu rechnen. Das Volumen ist seit einem Jahr durch die abgeschöpften Liquiditätstender um fast 20 % gesunken. Die **Geldmengenaggregate** schrumpften ebenfalls deutlich und die **Zinslasten** der Staaten steigen, so dass sich die Tauben im EZB-Rat vermutlich gegen einen beschleunigten Abbau der Anleihebestände, zuletzt rund 20 Mrd. Euro monatlich, sperren werden.

Fed: Spielraum für Lockerung im Jahresverlauf

Die **US-Notenbank** hat ihren Leitzins von quasi null im Frühjahr 2022 auf fast 5,5 % erhöht. Gleichzeitig reduziert sie ihre seit der Pandemie aufgeblähten Anleihebestände jeden Monat um knapp 100 Mrd. Dollar. Der Zinsgipfel dürfte erreicht sein. Wo der effektive Boden für die **Bilanzsumme** der Fed ist, wird kontrovers diskutiert, aber 2024 dürfte dieses Niveau noch nicht erreicht werden. Wir gehen daher von einer Fortsetzung der Bilanzreduktion aus. Entsprechend bleibt auch die Geldmenge auf dem Rückzug – was aber nach ihrer explosionsartigen Ausweitung 2020/2021 angemessen ist.

Zinswende nicht erst in der Nachspielzeit



*Mitte des Zielkorridors
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Spannender ist die Frage, **wie lange** die US-Notenbank das erreichte und ziemlich **restriktive Niveau** der Federal Funds Rate aufrechterhalten will. Selbst wenn es nicht zu neuen Verwerfungen im Finanzsystem kommt wie im März 2023 bedeuten fallende Inflationserwartungen, dass der Realzins bei unverändertem Nominalsatz steigt.

%	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
3M Euribor	4,00	3,80	3,50	3,30
EZB Refi-Satz	4,50	4,50	4,25	4,00
Fed Funds Target Rate	5,38	5,38	5,13	4,88

Quelle: Helaba Research & Advisory

In unserem Basisszenario wird eine solche „passive“ Straffung der Geldpolitik aus Sicht der Fed im Laufe des Jahres nicht mehr wünschenswert sein. Um ein **Überschießen zu vermeiden**, also um die Konjunktur nicht zu sehr zu drosseln, dürfte sie daher im Sommer auf einen **graduellen Zinssenkungskurs** umschwenken. Dies wird aber vom Tempo und Umfang her nicht mit den letzten Zinszyklen vergleichbar sein. Bis Ende 2024 rechnen wir mit einem verhaltenen Rückgang des Zielkorridors um 50 Basispunkte auf 4,75 % bis 5,00 %.

Ulf Krauss, Patrick Franke

Staatsanleihen: Zentralbanken als Spielmacher und Hoffnungsträger

Nach dem Aufstieg in eine höhere Renditeklasse stehen die Zeichen auf Konsolidierung. Inflationsrückgang und Zinswende sollten entscheidende Impulse für die Saison 2024 geben.

Die Hoffnung auf eine zufriedenstellende Performance von Anleihen nach zwei Jahren mit zum Teil deutlichen Kursverlusten scheint sich 2023 nicht zu erfüllen. Zwar sind die **Teuerungsraten** wie erwartet deutlich zurückgegangen, latente Sorgen über die Inflationsentwicklung **verunsichern** sowohl Anleger als auch Notenbanken. Negative Vorgaben kamen zuletzt vor allem vom **US-Rentenmarkt**. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries kletterte zeitweise bis 5 % und lag damit mehr als einen Prozentpunkt über dem Jahresultimowert. 10-jährige Bundesanleihen verzeichneten mit knapp 3 % nur ein Plus von rund 0,4 Prozentpunkten. Immerhin ergibt sich damit ein **attraktiveres Einstiegsniveau** für Neuengagements.

Fiskalpolitik als Spielverderber?

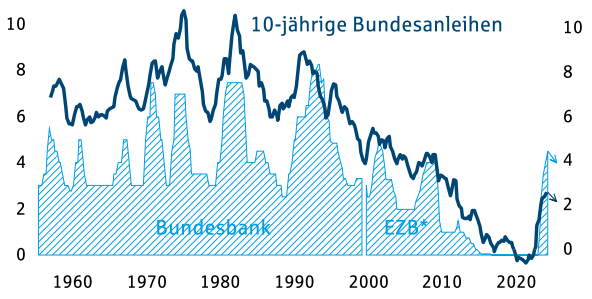
An den Rentenmärkten ist auch 2024 mit einigen Turbulenzen zu rechnen. Der **Abbau der Wertpapierbestände** bei den Notenbanken bei gleichzeitig relativ hoher staatlicher **Emissionstätigkeit** mahnt zur Vorsicht. Infolge der steigenden Staatsverschuldung und Zinslast hat sich nicht erst seit der Ratingherabstufung der USA ein Aufwärtstrend bei den Kreditausfallprämien herausgebildet. Die Sätze für US-Staatsanleihen haben den höchsten Stand seit mehr als zehn Jahren erreicht. Die Prämien für Bundesanleihen sind zwar nur halb so hoch, zeigen aber ebenfalls nach oben. Auch im Euroraum sind die **Risikoprämien** zuletzt wieder gestiegen.

Negative Einflüsse könnten 2024 ebenfalls von den langfristigen **Inflationserwartungen** ausgehen. Die entsprechenden Terminmarktsätze kletterten im Euroraum zeitweise über 2,6 % und markierten damit ein neues Allzeithoch. Der Aufwärtstrend ist noch intakt und signalisiert Unsicherheit im Zusammenhang mit veränderten **strukturellen Einflussfaktoren** wie Demografie, Klimawandel und geopolitischen Konflikten.

Notenbanken in der Spielmacherposition

Leitzinsgipfel erreicht – Potenzial für Renten

Leitzinsen und Rendite, %



*Hauptrefinanzierungssatz
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Die Hoffnungen von Anleihegläubigern und Schuldnern ruhen 2024 vor allem auf den **Notenbanken**. Deren Inflationsziele von 2 % dürften zwar nicht erreicht werden, aber die Geldpolitik wird dennoch vermutlich in der zweiten Jahreshälfte einen **Kurswechsel** vollziehen. Erfahrungsgemäß bieten solche Phasen ein günstiges Umfeld für Kursgewinne. Bei zwölf vergleichbaren Konstellationen am deutschen Rentenmarkt seit Mitte der 50er Jahre kam es in elf Fällen zu **Renditerückgängen** bei Bunds. Für den US-Rentenmarkt zeigt die Analyse ein ähnliches Bild. Hier wurden die Renditehöchststände häufig vor dem Erreichen des Leitzinsgipfels bzw. zu Beginn eines Leitzins-Plateaus markiert. So betrachtet könnten die jüngsten Renditespitzen in den USA und bei Bundesanleihen durchaus das **zyklische Hoch** markieren. Eine inverse US-Zinsstrukturkurve war in der Vergangenheit zudem ein zuverlässiger Indikator dafür, dass die Renditen zumindest auf ihrem Niveau verharren, tendenziell aber eher wieder sinken.

%	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
10j. Bundesanleihen	2,70	2,70	2,50	2,30
10j. US-Treasuries	4,40	4,30	4,20	4,00

Quelle: Helaba Research & Advisory

Die **Rendite 10-jähriger Bundesanleihen** dürfte Ende 2024 bei **2,3 %** notieren. Dieser Wert wird aber im Jahresverlauf vermutlich eher die untere Bandbreite markieren. Unterstützung ist dabei vom US-Rentenmarkt zu erwarten. Die Rendite 10-jähriger US-**Treasuries** dürfte sich gegen Jahresende wieder der **4 %-Marke** nähern.

Ulf Krauss

Covered Bonds: Bei Emittenten und Investoren auch 2024 hoch im Kurs

Covered Bonds profitieren weiter von ihrem Status als „Safe Haven-Assets". So liefern die Qualität der Deckungswerte und hohe Übersicherungsquoten Argumente für die Assetklasse.

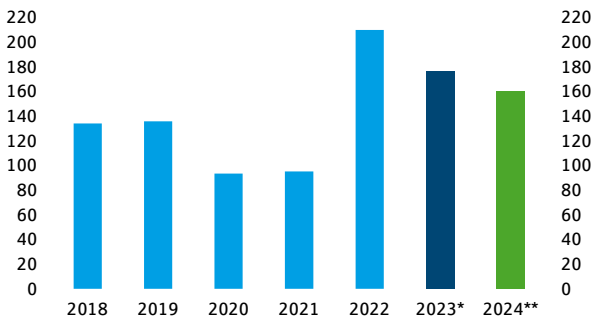
Die Primärmarktaktivitäten im Covered Bond-Segment zogen nach 2022 auch 2023 **neue Emissionsrekorde** nach sich, obwohl die von den USA und der Schweiz ausgehenden Bankenturbulenzen im März zwischenzeitlich zu einer deutlichen Verlangsamung geführt hatten. Die Schwächephase wurde schnell überwunden. Es galt, das baldige **Auslaufen der TLTROs** und damit die rückläufige Liquiditätsbereitstellung der EZB teils über Kapitalmarktrefinanzierungen zu ersetzen. Mit Blick auf den Ausstieg der EZB aus dem Ankaufprogramm wurden zudem viele Emissionen in das erste Halbjahr vorgezogen.

> *„Der Ausstieg der Zentralbanken verleiht Covered Bonds neuen Schwung"*
> *Global Capital*

Für 2024 rechnen wir mit einem geringeren, aber dennoch **robusten Euro-Emissionsvolumen** von **160 Mrd. Euro**. Dazu tragen der Wegfall der TLTRO-Sondereffekte sowie die mit 121 Mrd. Euro (2022: 136 Mrd. Euro) geringeren Fälligkeiten bei. Hinzu kommt das aufgrund gestiegener Zinsen bereits 2023 sichtbare rückläufige Kreditwachstum der Banken – dieses reduziert die Verfügbarkeit refinanzierungsfähiger Aktiva. Dennoch werden Emittenten aus unserer Sicht in einem von relativ hohen Zinsen geprägten Umfeld Covered Bonds als **vergleichsweise günstige Refinanzierungsquelle** weiterhin verstärkt nutzen. Denn die relative Attraktivität von Covered Bonds dürfte durch die sich abzeichnende Tendenz zur Ausweitung der Risikoprämien zwischen gedeckten und ungedeckten Anleihen zunehmen. Dabei wird der Fokus bei den Laufzeiten angesichts der nach wie vor inversen Zinsstrukturkurve wohl 2024 erneut auf das **kurze bis mittlere Zeitfenster** gerichtet sein. Ein Angebot von Titeln im langfristigen Laufzeitsegment ist nur in Einzelfällen zu erwarten. Schließlich ist das Platzierungsrisiko mit Wegfall der EZB als Großinvestor deutlich gestiegen und der Ausgleich von Renditedifferenzen teuer.

Neuemissionsgeschäft 2024 leicht rückläufig

Euro-Emissionsvolumen, Mrd. Euro



*Stand 19.10.2023, **Volumenschätzung für 2024
Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds bleiben als „Safe Haven-Assets" gesucht

Die Nachfrage bleibt hoch. Schließlich profitieren Covered Bonds von ihrem Status als **„sicherer Hafen"**. Zum einen zeichnet sich die Assetklasse, trotz der vielerorts gesunkenen Immobilienpreise, durch qualitativ hochwertige Aktiva in den Deckungsmassen und hohe Übersicherungsquoten aus. Zum anderen stützen die mehrheitlich guten Bonitäten der Kreditinstitute die Papiere. Die Finanzinstitute befinden sich nach unserer Einschätzung mehrheitlich in einer deutlich stärkeren Position als in der Finanzkrise. Die Erträge profitieren von steigenden Zinsen und die Asset-Qualitäts-Kennziffern fallen solide aus. Ferner konnte mit der finalen Umsetzung der **EU-Covered Bonds-Richtlinie** und dem Erreichen des Premium-Qualitätsstandards die bevorzugte regulatorische Behandlung der EU-Papiere sichergestellt werden.

Trotz starken Anlageinteresses stehen die Zeichen bei dem von uns erwarteten positiven Netto-Neuemissionsvolumen (Emissionsvolumen minus Fälligkeiten) von rund 39 Mrd. Euro weiterhin auf **„Käufermarkt"**. Wie zuletzt haben es Investoren in der Hand, den Emittenten ein lukratives Primär-Angebot abzuringen. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass die vergleichsweise hohen Zinsen und eine aktuell fehlende Indikation für eine Trendumkehr der laufenden Spread-Ausweitung die **Attraktivität** von **Covered Bonds nochmals erhöht**. Weitere Investorengruppen, z.B. aus dem asiatischen Raum, könnten in die Assetklasse zurückkehren.

Christian Schmidt

Credits: In ruhigeren Bahnen

Der anhaltende Investitionsbedarf bei stabileren Emissionskosten befeuert den Corporate Bondmarkt. Die Banken stellen sich auf die Verteidigung der zuletzt hohen Gewinne ein.

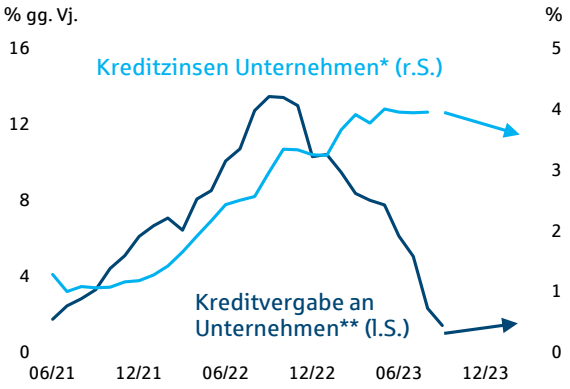
Der rückläufigen Volatilität und dem nachlassenden Aufwärtsdruck bei den Refinanzierungskosten ist es aktuell zu verdanken, dass sich der **EUR Primärmarkt für Corporate Bonds** deutlich besser als 2022 entwickelt. Insbesondere die stabileren Swapsätze verbessern die Planbarkeit von Kapitalmarkttransaktionen und scheinen einige Emittenten zu motivieren, aufgeschobene Transaktionen nachzuholen. Ganz nebenbei sorgt die höhere Kapitalmarktverzinsung für eine robuste Nachfrage auf der Investorenseite. Wir erwarten für 2023 ein Platzierungsvolumen von mehr als 350 Mrd. Euro.

Die Refinanzierungsätze der Unternehmen werden 2024 wahrscheinlich nicht weiter steigen, sondern tendenziell unter das aktuelle Niveau fallen. Gleichwohl dürfte ein Rückfall auf die günstigen Sätze der Vergangenheit angesichts der anhaltend vorsichtigen EZB-Politik 2024 auszuschließen sein. Die zuletzt recht **stabile Renditeentwicklung** am Corporate Bondmarkt wird sich wohl fortsetzen – u. E. eine gute Voraussetzung für eine dynamische Emissionsaktivität im Jahresverlauf.

Mit Blick auf die **nötigen Investitionen** in die Diversifizierung von Lieferketten, Digitalisierung und nachhaltige Produktionsverfahren dürften die Herausforderungen für viele Unternehmen kaum geringer werden. Zudem setzt die zuletzt schwache Wirtschaftsentwicklung bei gleichzeitig gestiegenen Produktionskosten die Innenfinanzierungskraft vieler Unternehmen unter Druck. Aufgrund der restriktiveren Kreditvergabe einiger Banken bleibt vielen Corporates eigentlich nur der Kapitalmarktgang. Wir rechnen daher damit, dass sich die **Emissionsvolumina** am EUR Corporate Bondmarkt mindestens auf dem **Niveau von 2023** bewegen.

Banken gut aufgestellt

Kreditvergabe an Unternehmen abgeflaut



*Neugeschäft > 1 Mio. Euro, > 5 Jahre; Deutschland
**bereinigt um Verbriefungen und sonst. Verkäufe; Deutschland
Quellen: Refinitiv, EZB, Helaba Research & Advisory

Der Bankensektor erfreut sich dank des geänderten Zinsumfelds spätestens seit Mitte 2022 **sprudelnder Gewinne**, getrieben durch stark gestiegene Zinsüberschüsse vor allem bei Kundeneinlagen und Liquiditätsreserven. Der **Wettbewerb um Kundeneinlagen** nimmt allerdings zu und die Häuser stehen zunehmend unter Druck, höhere Zinsen an ihre Kunden weiterzugeben. Gleichzeitig leidet das Kreditgeschäft unter dem Zinsanstieg. Die Problemkreditquoten blieben bisher stabil auf historisch niedrigem Niveau, das derzeitige schwache Konjunkturumfeld könnte jedoch 2024 zu einem Anstieg führen. Immerhin verfügt der Sektor u.a. aufgrund in der Pandemie zusätzlich gebildeter und dank staatlicher Stützungsmaßnahmen nicht benötigter Kreditrückstellungen („Top Level Adjustments“) über hohe Risikopuffer. Darüber hinaus sind die Eigenkapitalquoten aufgrund der Regulierungsreformen der letzten zehn Jahre und der Ausschüttungssperren während der Pandemie so hoch, dass die Institute ihre Dividendenausschüttungen und Aktienrückkaufprogramme fortsetzen können.

Die **Anleiheemissionen befanden sich zuletzt auf Rekordkurs**. Im Gesamtjahr 2023 könnte der Spitzenwert beim Neuemissionsvolumen von erstrangig unbesicherten EUR Benchmark Bankanleihen von rund 190 Mrd. Euro aus dem Vorjahr nochmals übertroffen werden. Für 2024 rechnen wir mit einem erneut hohen Emissionsvolumen, auch wenn sich die TLTRO-Refinanzierungen aus 2023 nicht wiederholen werden. Haupttreiber hierfür sind anhaltend umfangreiche Fälligkeiten und die oben erwähnten rückläufigen Kundeneinlagen.

Ulrich Kirschner, CFA, Dr. Susanne Knips



Aktien: Das nächste Spiel ist immer das schwerste

Angesichts der vielen Herausforderungen wäre es leicht, in Pessimismus zu verfallen. Allerdings haben Aktien bereits viel Negatives vorweggenommen und der DAX ist attraktiv bewertet.

Aus Sicht von Aktienanlegern war 2023 über weite Strecken ein **gutes bis sehr gutes Jahr**. Rund um den Globus konnte das Gros der Indizes zum Teil zweistellige Zuwächse verbuchen und die herben Verluste des Vorjahres aufholen oder zumindest spürbar reduzieren. Dabei erwiesen sich Technologieaktien, die Verlierer des Jahres 2022, als die Zugpferde der Hausse. Im Spätsommer setzte angesichts einer Häufung von Belastungsfaktoren allerdings bei den meisten Börsenbarometern eine Korrektur ein.

Ein steiniger Weg für Aktien

Die **Liste an Herausforderungen** für Aktien ist lang und setzt sich aus rein ökonomischen, aber auch geopolitischen Problemfeldern zusammen. Wird sich die Inflation schnell genug zurückbilden, um den Notenbanken Spielraum für Leitzinssenkungen zu eröffnen? Wird China zum Bremsklotz für die Weltwirtschaft oder springt der Wachstumsmotor wieder an? Hat der globale Industriezyklus seinen Tiefpunkt erreicht und nimmt wieder Fahrt auf? Werden die geopolitischen Spannungen z.B. mit China noch zunehmen? Wie wird sich der Krieg im Nahen Osten entwickeln? Fragen über Fragen!

> *„Wir dürfen jetzt nur nicht den Sand in den Kopf stecken“*
> *Lothar Matthäus*

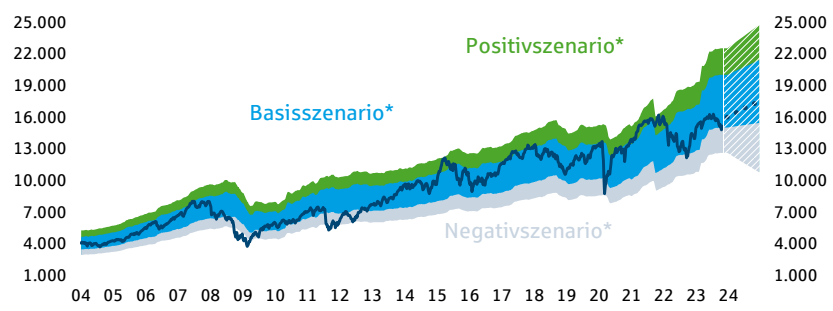
Eines der herausragenden Themen, das Anleger beschäftigte, ist die **Geldpolitik**. In der Realwirtschaft sind die Auswirkungen der rasanten Straffung nicht zu übersehen. Auch an den Kapitalmärkten sind die Bremsspuren klar zu erkennen. So wurden zum einen die Leitzinsen in einem fast beispiellosen Tempo nach oben gerissen, zum anderen haben die Notenbanken damit begonnen, die Bilanzsummen zurückzufahren. Dass sich Dividendentitel trotz zunehmender **Konkurrenz durch Zinstitel** über weite Strecken behaupten konnten, ist ein gutes Zeichen. Die Käufe basieren offensichtlich auf Überzeugung und sind nicht das Resultat mangelnder Alternativen. Gleichwohl scheint mittlerweile eine Schmerzgrenze erreicht zu sein. Schließlich ist mit vermeintlich sicheren Anlagen am kurzen und zum Teil auch am langen Ende der Zinskurve eine durchaus auskömmliche Rendite zu erzielen. Mit dem Ende des Zinserhöhungszyklus dürfte sich die relative Bewertung jedoch wieder zugunsten von Aktien verschieben. Allerdings sind die Indizes unterschiedlich attraktiv gepreist.

DAX bewertungstechnisch in Top-Form

Deutschland ist aufgrund der großen Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes besonders abhängig von der **globalen Industriekonjunktur**. Nach einer Erholung bis ins Frühjahr 2023 gab das ifo Geschäftsklima angesichts einer weltweiten Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe wieder nach. Dies belastete auch den DAX. Allerdings hat sich die Wachstumsschwäche dank **robuster Unternehmensgewinne** nicht 1:1 in Form von Kursverlusten niedergeschlagen, sondern vielmehr zu einer Bewertungskompression geführt. Im Ergebnis sind deutsche Dividendentitel damit auf Basis der wichtigsten absoluten Maßstäbe (Kurs-Gewinn-, Kurs-Dividenden-, Kurs-Cashflow- und Kurs-Buchwert-Verhältnis) **ausgesprochen moderat bewertet**.

DAX mit attraktivem Chance-Risiko-Profil

Index, Wochenwerte



*Bänder: Fairer Wert aus Gewinn, Dividende, Cashflow und Buchwert
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

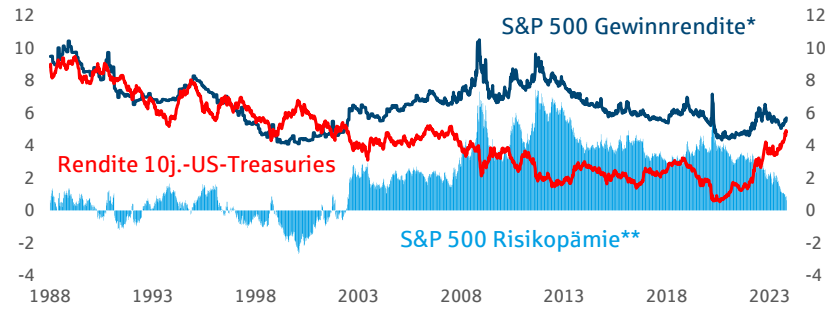
Der Helaba-Bewertungsindikator für den DAX bewegt sich derzeit leicht unterhalb der langfristigen Spanne. Gleichzeitig dürften die Konjunkturerwartungen hierzulande allmählich ihren Tiefpunkt ausloten. Auch die Stimmung der Anleger war über weite Strecken des Jahres 2023 von Skepsis gegenüber Aktien geprägt. Im Sinne der Kontraindikation hat der Helaba-BEST-Indikator (**Be**wertung, **E**rwartung, **S**timmung, **T**echnik) zuletzt **ein Kaufsignal generiert**. Bis Jahresende 2024 dürfte der DAX die **Marke von 17.500 Punkten** erreichen. Dies entspricht seinem aktuellen fairen Wert. Man muss für dieses Kursziel also nicht einmal steigende Unternehmensgewinne, sondern lediglich eine Normalisierung der Bewertung unterstellen.

US-Börsen sportlich gepreist

Weniger günstig stellt sich die Bewertungssituation am **US-Aktienmarkt** dar: Auf Basis der gängigsten Bewertungskennziffern ist der S&P 500 – anders als der DAX – bereits **recht teuer**. Mit Renditen bei US-Staatsanleihen in Nähe der 5 %-Marke ergibt sich auch bei der relativen Bewertung gegenüber US-Treasuries ein Problem: Die Risikoprämie des S&P 500 beträgt dann lediglich einen Prozentpunkt. Ein **Blick in die längere Historie** zeigt allerdings, dass niedrige oder gar negative Risikoprämien keine Seltenheit waren. Über weite Strecken der 90er Jahre oszillierten sie zwischen -2 und 2 Prozentpunkten. Die hohe relative Attraktivität von Aktien gegenüber Renten in den letzten 20 Jahren war in erster Linie das Ergebnis eines (unnatürlich) niedrigen Zinsniveaus. Diese Fehlbewertung des Rentenmarktes wurde in den vergangenen Monaten korrigiert.

US-Treasuries machen S&P 500 Konkurrenz

% bzw. %-Punkte, Wochenwerte



*Gewinn-Kurs-Verhältnis; **Gewinnrendite minus Rendite 10j.-Treasuries
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Zweifelsohne werden sicherheitsorientierte Anleger durch das gestiegene Renditeniveau zum Teil in Staatsanleihen gelockt. Der Prozess der Reallokation scheint allerdings schon weit vorangeschritten zu sein. Mit dem Auslaufen der Zinserhöhungen der US-Notenbank dürfte sich zudem auch das lange Ende wieder etwas beruhigen, so dass der Gegenwind für US-Aktien nachlässt. Angesichts einer zu erwartenden konjunkturellen Belebung in den USA im Jahresverlauf stehen die **Chancen auf steigende Notierungen** nicht schlecht. Für Ende 2024 erwarten wir den S&P 500 bei 4.800 Punkten.

Aktien in der Favoritenrolle

Wir gehen davon aus, dass die **Korrekturphase bald zu Ende** geht und Aktien ihren Haussetrend fortsetzen. Daher raten wir, Schwächephasen für Käufe zu nutzen. Deutsche und Euro-Titel sind aufgrund der deutlich attraktiveren Bewertung unsere Favoriten.

> *„Ich hatte vom Feeling her ein gutes Gefühl“*
> *Andreas Möller*

Zugegeben, es ist bei der aktuell von Krisenmeldungen dominierten Nachrichtenlage nicht leicht, den **Mut aufzubringen und in Aktien zu investieren**. Schließlich hat die Vergangenheit gezeigt, dass sich Aktien durchaus für längere Zeit von ihrem fairen Wert nach unten entfernen können. Überdurchschnittliche Renditen sind aber nur durch die Inkaufnahme eines höheren Risikos zu erzielen. Erfahrungsgemäß hat es sich langfristig **meist ausgezahlt, in unterbewertete Märkte zu investieren**. Daher und weil Gefühle nicht selten trügen können, sollte man die Anlageentscheidung auf Basis fundamentaler Faktoren treffen.

Indexpunkte	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
DAX	16.400	16.800	17.200	17.500
Euro Stoxx 50	4.500	4.600	4.700	4.800
S&P 500	4.580	4.650	4.730	4.800

Quelle: Helaba Research & Advisory

Markus Reinwand, CFA



Gold: 2024 wieder in der Zins-Offensive

Die Geldpolitik ist in die Verlängerung gegangen, die Zinswende vertagt. 2024 dürfte aber mit den ersten Zinssenkungen von EZB und Fed die Hängepartie von Gold beendet werden.

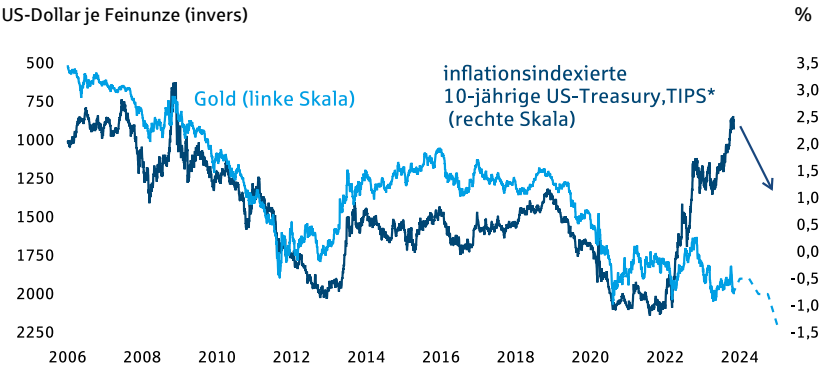
2023 war ein bewegtes, hoffnungsvolles, aber am Ende nur dank Safe Haven-Bewegungen erfolgreiches Goldjahr. Obwohl das Edelmetall im Verlauf des Jahres über weite Strecken in Führung lag – mit einem Plus von über 10 % (US-Dollar und Euro) – wurde der Gewinn durch enttäuschte Zinshoffnungen fast aufgezehrt. **Wichtigster Bestimmungsgrund** für den Goldpreis, der zwischen 1.811 und 2.051 US-Dollar je Feinunze schwankte, waren **Zinssenkungshoffnungen** der Anleger. So erreichte das Edelmetall sein Jahreshoch mit 2.051 $/Uz., als erste Fed-Zinssenkungshoffnungen für den Herbst 2023 am ausgeprägtesten waren und sackte ab, nachdem sich diese Hoffnungen nicht materialisierten.

> *Ein Optimist kauft Gold und Silber, ein Pessimist Konserven*
> *Alte Anlegerweisheit*

Zinsloses Gold stark abhängig von Realverzinsung

Gemessen an Tempo und Stärke insbesondere der US-Geldpolitik hat sich Gold 2023 eigentlich sehr gut geschlagen. Schließlich sorgten Fed wie EZB mit ihrer Geldpolitik für Zinshochs an den Kapitalmärkten wie zuletzt vor 15 Jahren.

Ambitionierte Realverzinsung: Korrektur wird Gold begünstigen



*TIPS=Treasury inflation-protected securities als Synonym für die Realverzinsung am Kapitalmarkt
Quellen: Macrobond, Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Das zinslose Gold steht nun nach über einer Dekade wieder in Konkurrenz zu sicheren Staatsanleihen, die mit auskömmlichen Renditen locken. Damit könnte über eine Neubewertung von Gold nachgedacht werden, da das **Kaufargument der Anlagealternative entkräftet** wird. Demgegenüber bleibt es aber ein sicherer Anlagehafen, was im Sinne einer Risikoprämie einen Preisaufschlag rechtfertigt.

Nachlassende Realverzinsung wird Gold einen Schub verleihen

Entscheidend für eine Preisbewertung ist weniger die Nominal-, sondern die **Realverzinsung.** Gleichzeitig ist zu klären, ob der jüngste Renditesprung an den Kapitalmärkten als nachhaltig wahrgenommen wird. Sollte die Realverzinsung 2024 eine Kehrtwende vollziehen und sich wie von uns erwartet auf einem niedrigeren Niveau einpendeln, dann eröffnen sich für Gold wieder Chancen. Der jüngste Sprung der Realverzinsung am Kapitalmarkt (TIPS) auf 3 % drückte Gold bis auf 1.815 US-Dollar/Unze. Ein solcher Zins war 2009 letztmalig zu beobachten. Im Anschluss ging es aber stetig bergab bis in den negativen Bereich und Gold konnte Preisrekorde knacken.

Mit einer Rückkehr der Negativverzinsung ist zwar nicht zu rechnen, dennoch steht für 2024 eine **Leitzinswende** sowohl von der Fed als auch von der EZB an. Die weltweit rekordhohe Staatsverschuldung, der anhaltende Transformationsdruck zu investieren sowie die bestehenden geopolitischen Unsicherheiten sollten die Geldpolitik eher in die Defensive bringen. Damit dürften die Renditen ihren Hochpunkt erreicht haben. Der Realzins am Kapitalmarkt dürfte sich folglich eher in Richtung 1 % bewegen. Gold wird deshalb spätestens in der zweiten Jahreshälfte **von deutlichen Signalen einer Zinswende profitieren** können. Dann dürfte das Edelmetall die Marke von 2.000 US-Dollar/Unze überwinden.

Preis / Feinunze	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Gold in Euro	1.810	1.818	1.818	2.000
Gold in US-Dollar	1.900	2.000	2.000	2.200

Quelle: Helaba Research & Advisory

Claudia Windt

Immobilien: Diesmal nicht in der Premier League

Die Korrektur am deutschen Immobilienmarkt ist weit fortgeschritten. Die Chancen stehen gut, dass Investoren das Schlimmste überstanden haben. Gleichwohl bleiben die Risiken hoch.

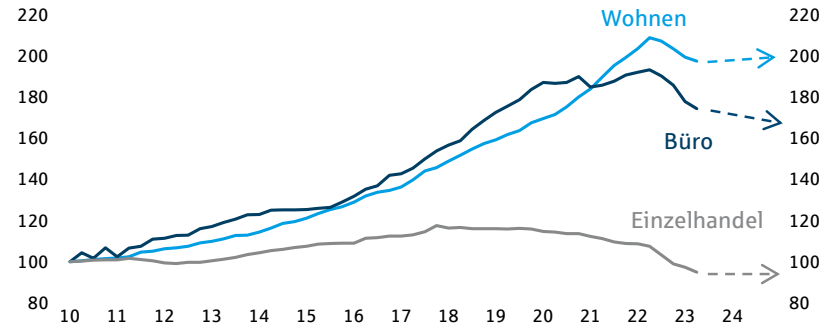
Der Immobilienmarkt in Deutschland befindet sich nach einem langjährigen Aufschwung in einer **Korrektur**. Nachdem sich die Immobilienwerte in wichtigen Segmenten seit 2010 verdoppelt hatten, geben sie seit etwa Mitte 2022 nach. Eine Ausnahme sind Einzelhandelsimmobilien, deren Werte vor allem wegen der zunehmenden Konkurrenz des Onlinehandels bereits seit 2018 den Rückwärtsgang eingelegt hatten. Auslöser für das **Ende des Booms** waren nicht Angebotsüberschüsse oder eine mangelnde Nachfrage nach Immobilien, sondern vor allem die **kräftig gestiegenen Zinsen** am Kapitalmarkt, die in kurzer Zeit die Finanzierung massiv verteuert haben.

Großteil der Korrektur am Wohnungsmarkt vollzogen

Am deutschen Wohnungsmarkt liegen die durchschnittlichen Preisrückgänge bisher in einer Größenordnung von rund 5 % (vdp-Index) bis 10 % (Statistisches Bundesamt). Dabei weisen beide Datenreihen zuletzt eine **Verlangsamung des Abwärtstrends** aus. Generell fallen die Rückgänge vor allem bei Gebäuden besonders hoch aus, die nicht den zunehmenden energetischen Anforderungen entsprechen. Eine Reihe von Gründen spricht nun dafür, dass der Preisrückgang in den kommenden Quartalen allmählich ausläuft und im neuen Jahr zumindest ein **moderater Anstieg der Hauspreise wahrscheinlich** ist.

Trendwende – zumindest am Wohnungsmarkt

vdp Immobilienpreisindex Deutschland, Kapitalwerte, Q1 2010 = 100



Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

Zunächst ist festzuhalten, dass ein Großteil des vorangegangenen Preisanstiegs **fundamental gerechtfertigt** war. Denn nach wie vor trifft ein knappes Angebot am Wohnungsmarkt auf durch hohe Zuwanderung steigende Nachfrage. Die Zahl der **Wohnungsfertigstellungen** liegt seit Jahren deutlich unter dem geschätzten Bedarf von rund 400.000 Einheiten jährlich und dürfte 2024 nochmals deutlich auf nur noch **rund 200.000 Einheiten** zurückgehen. Darauf deuten die kräftig gesunkenen Baugenehmigungen sowie Auftragseingänge hin.

Etwas bessere Erschwinglichkeit von Wohneigentum

Bei der Erschwinglichkeit von Wohneigentum zeichnet sich für das neue Jahr zumindest eine leichte Besserung ab: Die Kapitalmarktzinsen dürften mit der Leitzinserhöhung der EZB Mitte September ihren **Hochpunkt erreicht** haben, bei den Hypothekenzinsen war die Aufwärtsdynamik schon vor einigen Monaten weitgehend zum Erliegen gekommen. Wenn am Kapitalmarkt perspektivisch **Zinssenkungserwartungen** hinsichtlich der Notenbank zunehmen, sollte dies bei den Hypothekenzinsen zu einer gewissen Erleichterung führen. Auch bei anderen Faktoren der Erschwinglichkeit zeichnet sich eine Entspannung ab: Die Hauspreise sind rückläufig und die **Reallöhne** werden angesichts hoher Lohnsteigerungen und sinkender Inflationsraten **wieder zulegen**. Nicht zuletzt stützt die nach wie vor **positive Mietentwicklung** und trägt zur Stabilisierung der Hauspreise bei.

Von staatlicher Seite gibt es 2024 mehr Unterstützung für den Wohnungsmarkt: Das **Maßnahmenpaket der Bundesregierung** umfasst u. a. eine degressive Abschreibung von jährlich 6 % für neue Wohngebäude, die Aussetzung des Energiesparstandards EH40, mehr sozialen Wohnungsbau sowie die Anhebung der Einkommensgrenzen für zinsvergünstigte Darlehen. Einiges davon ist jedoch kurzfristig nicht umsetzbar, z. B. weil die Zustimmung der Länder erforderlich ist; anderes wird sich erst mit größerer zeitlicher Verzögerung im Wohnungsbau auswirken.

Alles in allem können Investoren zwar für 2024 mit einer Trendwende bei den Hauspreisen rechnen. Für Immobilienentwickler und Bauunternehmen **bleiben die Risiken** jedoch **hoch**. Hier wird die Erholung länger auf sich warten lassen. Die Zahl der Insolvenzen dürfte erst einmal hoch bleiben und so manche Refinanzierung angesichts gegenüber der ursprünglichen Finanzierung deutlich höheren Zinsen Probleme bereiten.

Hohe Unsicherheit bei Büros, Bodenbildung bei Einzelhandelsobjekten

Stärker als im Wohnsegment sind zuletzt die **Preise von Büroimmobilien** gesunken. Aber auch hier sind die Rückgänge zuletzt geringer ausgefallen und steigende Mieten in guten Lagen wirken stabilisierend. Angesichts der anhaltenden Unsicherheit über das künftige Ausmaß des Arbeitens im Homeoffice sowie zuletzt überdurchschnittlicher Fertigstellungen dürften die Preise aber 2024 **unter Druck** bleiben und die Leerstände von moderatem Niveau noch leicht zulegen. Wir rechnen weder mit einer verbreiteten Rückkehr in die Büros noch mit einer weiteren Ausweitung des Arbeitens im Homeoffice. Insgesamt wird der Trend zum hybriden Arbeiten zu einem Rückgang der Flächennachfrage führen. Dieser wird sich aber nur allmählich vollziehen und von einer geringeren Bauaktivität begleitet sein, so dass die Auswirkungen überschaubar bleiben.

> *„Kein Homeoffice ist auch keine Lösung“*
> *Jean-Victor Alipour, ifo Schnelldienst (10/2023)*

Bei **Einzelhandelsimmobilien** haben die Mieten zuletzt wohl eine Bodenbildung vollzogen. Da die Korrektur hier bereits seit etwa 2018 andauert und schon weit fortgeschritten ist, scheint 2024 eine Stabilisierung der Immobilienwerte auf niedrigem Niveau wahrscheinlich.

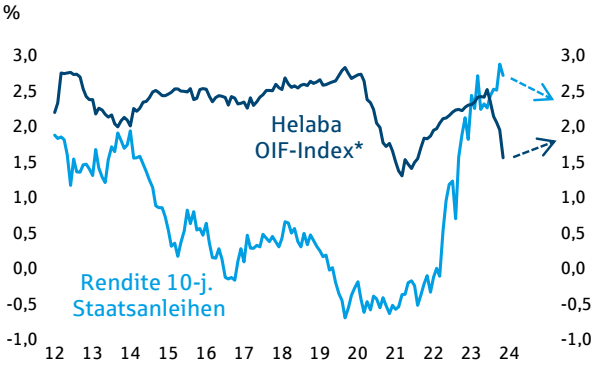
% gg. Vorjahr	2020	2021	2022	2023p	2024p
Helaba OIF-Index*	1,5	2,0	2,3	1,5	1,8
Wohnimmobilien**	6,8	10,3	7,2	-4,0	2,0
Gewerbeimmobilien**	3,1	-0,8	-0,4	-8,5	-1,0

*offene Immobilienfonds (Jahresrendite); **vdp Preisindizes Deutschland (Jahresdurchschnitt); p=Prognose; Quellen: vdp, Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Offene Immobilienfonds im Renditetal

Die Renditen offener Immobilienpublikumsfonds in Deutschland haben bereits seit einigen Monaten nachgegeben. Die **Performance**, gemessen am „Helaba OIF-Index“, fiel zuletzt **unter die 2 %-Marke**. Der Index bildet die durchschnittliche Wertentwicklung von neun großen Publikumsfonds der vier führenden Anbieter ab. Der durch Abwertungen einzelner Immobilien in einigen Portfolios verursachte Rückgang wird sich noch einige Monate fortsetzen.

Performance geht erst mal weiter zurück



*Gesamtrendite, Durchschnitt von neun großen offenen Immobilienfonds
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Dafür sprechen auch die jüngsten Performancedaten aus wichtigen Auslandsmärkten wie Frankreich, Großbritannien und den USA, in denen jeweils rund ein Zehntel der Immobilien investiert wurde. Die besondere Bewertung der Gebäude durch Sachverständige führt zu einer verzögerten Reaktion der Fondsanteile. Die durchschnittliche Performance der offenen Fonds dürfte sich erst im **Verlauf von 2024 stabilisieren**, zu Jahresende wird sie vermutlich noch unter 2 % liegen.

Die **Nettomittelzuflüsse** offener Fonds sind schon seit mindestens drei Jahren im Trend rückläufig. Angesichts der gegenüber festverzinslichen Wertpapieren deutlich gesunkenen Attraktivität der Fondskategorie – die Rendite wird weiter unter der Verzinsung 10-jähriger deutscher Staatsanleihen liegen – ist für 2024 nicht mit Mittelzuflüssen, sondern eher **mit Abflüssen zu rechnen**. Sie dürften aber aufgrund der 2013 eingeführten Mindesthaltedauer und Kündigungsfrist nicht die Größenordnung wie 2005/2006 oder 2008 erreichen, obwohl es noch größere Altbestände gibt, die vor der Neuregelung erworben wurden.

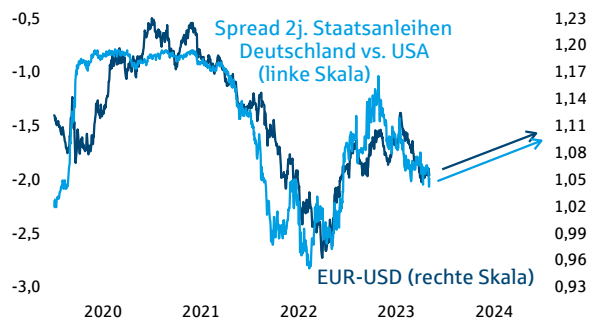
Dr. Stefan Mitropoulos

Devisen: Siegesserie des US-Dollar endet

Der US-Dollar kann nicht immer gewinnen. Der Rückenwind von Konjunktur und Geldpolitik wird 2024 nachlassen. Entsprechend dürfte der Euro-Dollar-Kurs steigen, wenn auch begrenzt.

Was der FC Bayern für die Bundesliga, ist der US-Dollar für den Devisenmarkt: Die US-Währung dominiert, gewinnt zumeist, wird aber nicht von allen geliebt. Auch 2023 erholte sich der **Dollar** von einer Schwächephase und **strotzte wieder vor Kraft**. Bleibt der Greenback in Zukunft Dauermeister oder lässt er anderen Währungen doch einmal eine Chance?

Eine Quelle der Dollar-Stärke ist die **robuste US-Wirtschaft**. Sie litt unter dem Anstieg von Energiepreisen und Zinsen bislang nicht allzu sehr, während andere wie die Eurozone damit mehr Probleme hatten. Entsprechend musste oder konnte die US-Notenbank ihren Leitzins anheben bzw. oben halten, was die Währung attraktiver machte. Allerdings sind mittlerweile auch andernorts wie in der Eurozone die Zinsen gestiegen, so dass der US-Renditevorteil schon einmal größer war.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Fed als Taktgeber für den Dollar

Die Fed ist in der Regel der große Taktgeber unter den Notenbanken. Und nach dem Ende eines Zinserhöhungszyklus beginnt definitionsgemäß irgendwann ein Zinssenkungszyklus. Vermutlich wird die US-Notenbank selbst ohne Rezession die **geldpolitische Kehrtwende im zweiten halben Halbjahr 2024** einleiten. Zinssenkungen gingen in der Vergangenheit zumeist mit einem schwächeren US-Dollar einher, wenn dieser nicht gerade in Krisenzeiten als Fluchtwährung gesucht war. Entsprechend dürfte sich der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro und anderen Währungen verringern. Dass die Fed aber wohl nur leicht lockern wird, spricht gegen kräftige Kursbewegungen.

Strukturelle Risiken für die US-Währung

Die konjunkturelle Outperformance der USA erklärt sich teilweise mit der Fiskalpolitik. Der US-Staat zeigte sich 2023 freizügiger als etwa die Eurozone. Demzufolge leben die USA mit einem deutlich höheren Haushaltsdefizit, das sie in den nächsten Jahren wohl auch nicht massiv reduziert. Zusammen mit dem hartnäckigen Fehlbetrag in der Leistungsbilanz ergibt sich ein **beachtliches „Zwillingsdefizit“**. Die Eurozone übrigens weist nicht nur ein viel geringeres Budgetdefizit aus, sondern kehrte nach dem energiepreisbedingten Einbruch zu einem signifikanten Leistungsbilanzüberschuss zurück. In der Vergangenheit gingen solche US-Defizite zumeist – früher oder später – mit einem schwächeren Dollar einher. Aktuell scheint das am Devisenmarkt kein Thema zu sein und muss es auch in der Zukunft nicht werden. Aber es mahnt zumindest zur Vorsicht. Ähnliches gilt für die Bewertung der Währung auf Basis von Kaufkraftparitäten oder realer Wechselkursindizes, nach denen der **Dollar** zwar nicht mehr auf Rekordwerten, aber immer **noch recht teuer** ist.

> *„It is fast impossible zu verbessern“*
> *Pep Guardiola*

2024 dürfte sich nicht nur der Rendite-, sondern auch der Wachstumsvorteil der USA verringern. Schließlich wird sich **die Konjunktur in der Eurozone wohl aufhellen**, was den Euro stützen sollte. In der Tendenz wird die US-Währung damit eher das Nachsehen haben, selbst wenn sie zeitweise immer mal wieder aufgrund nervöser Kapitalmärkte oder geopolitischer Sorgen profitieren könnte. Der **Euro-Dollar-Kurs dürfte daher Ende 2024 um 1,10 notieren**. Nun ja, selbst der FC Bayern verliert manchmal. Dass der Dollar aber bis auf weiteres den Devisenmarkt beherrschen wird, daran gibt es dennoch keinen Zweifel.

Britisches Pfund auf holprigem Platz

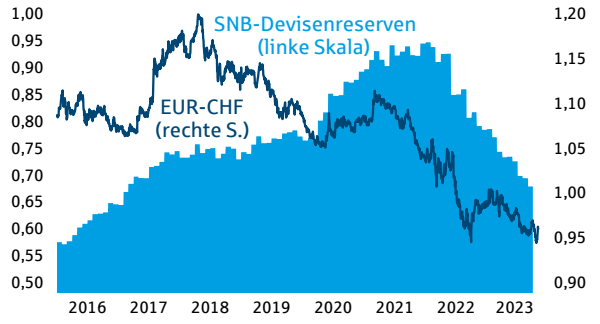
Das **Britische Pfund** erholte sich 2023 von seiner vorherigen Schwächephase. Allerdings stieß dieser Anstieg Mitte des Jahres an Grenzen. Während die Wirtschaft zunächst positiv überraschte, ist es konjunkturell mittlerweile zäher geworden. Der Zinserhöhungszyklus der Bank of England endet noch 2023. Daher fehlt dem Pfund allmählich eine Stütze. Dass die anderen großen Notenbanken jedoch ähnlich handeln, deutet auf eine gewisse Stabilität der Wechselkurse, zumal 2024 ein besseres britisches Wachstum das Pfund stützt. Im Laufe des Jahres blickt die Notenbank aber ferner in die Zukunft. Die noch erhöhte Inflation wird dann weiter nachgeben, so dass die **Bank of England mehr Spielraum für einen Kurswechsel** bekommt. Erste Zinssenkungen im zweiten Halbjahr 2024 und die Perspektive auf weitere 2025 könnten jedoch das Pfund belasten, wenngleich das Verlustpotenzial nicht groß ausfällt. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte Ende 2024 um 0,88 notieren, der Pfund-Dollar-Kurs um 1,25.

Schweizer Franken kann nicht immer gewinnen

Der **Schweizer Franken** zählte 2023 zu den Gewinnern am Devisenmarkt. Die Schweizer Notenbank (SNB) erhöhte ihren Leitzins bis auf 1,75 % und beendet damit voraussichtlich die Anhebungen. Schließlich ist die Inflation klar unter die 2 %-Marke gefallen und bleibt da 2024, während das BIP-Wachstum dann bei rund 1,5 % liegen dürfte. Die geringere Teuerung im Vergleich zur Eurozone rechtfertigt im Prinzip die Aufwertung des Frankens. Dennoch ist er gemäß Kaufkraftparitäten ziemlich teuer.

Von seiner Rolle als sicherer Anlagehafen profitiert der Franken bei steigender Risikoaversion zeitweise, aber 2024 dürfte ihm das nicht mehr nachhaltig helfen. Die SNB blieb bei ihren Zinserhöhungen deutlich hinter EZB und Fed zurück, so dass der **Renditenachteil des Frankens auf langjährige Höchststände** stieg. Allerdings hat die SNB am Devisenmarkt zu seinen Gunsten interveniert. Angesichts des nachlassenden Inflationsrisikos könnte sie hier aber die Zügel lockern. In dem Fall dürfte die Schweizer Währung nachgeben und der Euro-Franken-Kurs knapp über die Parität steigen.

SNB reduzierte Reserven zugunsten des Frankens



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Japanischer Yen mit Erholungspotenzial

Wie im Vorjahr erwies sich der **Japanische Yen** 2023 als einer der großen Verlierer am Devisenmarkt – trotz einer zwischenzeitlich kräftigen Erholung. Hauptgrund hierfür ist die Geldpolitik, da sich die Bank of Japan nicht den internationalen Zinserhöhungen anschloss. Der **Renditenachteil des Yen** gegenüber Euro und Dollar ist daher **stark ausgeprägt**. Allerdings haben die Wechselkurse dies auch schon mehr als ausreichend berücksichtigt. Die Zinsdifferenzen werden sich 2024 vermutlich wieder verringern. Zum einen sollten die Kapitalmarktzinsen in den USA und der Eurozone sinken, zum anderen wird die Bank of Japan wohl die Zinskurvensteuerung lockern bzw. beenden, so dass die japanischen Renditen leicht anziehen. Davon dürfte der Yen mittelfristig profitieren. In der kürzeren Frist könnte die Notenbank mit Hilfe von Interventionen die Währung stützen.

gg. Euro	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
US-Dollar	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	155	153	150	148
Britisches Pfund	0,86	0,86	0,87	0,88
Schweizer Franken	0,97	0,98	1,00	1,01

Quelle: Helaba Research & Advisory

Auf längere Frist ist der Yen gemäß Kaufkraftparitäten oder realer Wechselkursindizes die mit Abstand am stärksten unterbewertete unter den führenden Währungen. Demzufolge nähert sich auch der Leistungsbilanzüberschuss allmählich wieder alten Rekordwerten. Daher sind die **Perspektiven für die japanische Währung durchaus positiv**. Der Dollar-Yen-Kurs dürfte 2024 auf 135 und der Euro-Yen-Kurs auf 148 fallen.

Christian Apelt, CFA

Deutschland: Wieder mehr Konsumfreude

Mit Hilfe der Konsumenten wächst Deutschland 2024 wieder. Die Industrie erholt sich. Die Baukrise ist noch nicht ausgestanden. Strukturreformen könnten die Dynamik mittelfristig erhöhen.

Deutschland spielt zurzeit nicht um die ersten Ligaplätze. Die Wirtschaftsleistung ist seit sechs Quartalen nicht mehr gestiegen, während die Eurozone 2023 um schätzungsweise 0,5 % gewachsen ist. Das **Verarbeitende Gewerbe** dürfte **global** allerdings **wieder Tritt** fassen. Deutschland mit seinem überdurchschnittlichen Industrieanteil sollte hiervon profitieren. Damit wird die hiesige Wirtschaft **2024 mit 1,3 %** immerhin den Durchschnitt des Währungsraumes erreichen.

	2023s	2024p	2025p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	-0,2	1,3	1,0
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	0,0	1,3	1,1
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	-0,7	1,3	1,3
Staatskonsum, % gg. Vj.	-1,5	1,5	1,0
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	0,6	0,6	0,8
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	4,0	2,0	2,0
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	-1,5	-1,0	0,0
Exporte, % gg. Vj.	0,0	3,5	4,0
Importe, % gg. Vj.	-1,0	3,0	4,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	6,0	3,0	2,5
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,6	5,2
Arbeitslose, Tsd.	2.600	2.550	2.350
Budgetsaldo, % des BIP	-2,0	-1,5	-1,0
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	5,9	6,0	6,1

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisor s=Schätzung, p=Prognose

Strukturelle Probleme verhindern ein noch stärkeres Wachstum: Die Gasversorgung wurde zwar erfolgreich umstrukturiert, die **Gaspreise** sind nun allerdings **höher als zuvor** und anderswo. Zudem ist **Strom teuer**. Insbesondere energieintensive Branchen werden hierdurch in ihrer Entwicklung gebremst. Andere strukturelle Faktoren wie **hohe Steuern** und **Bürokratie** sowie die **schwache Produktivitätsentwicklung** belasten nicht erst seit kurzem. Sie sollten politisch entschiedener bekämpft werden. Der momentane Rückstand zur Eurozone erklärt sich zudem durch die umfangreichen Finanztransfers aus Brüssel, von denen vor allem Italien und Spanien profitiert haben. Diese Effekte dürften allmählich an Bedeutung verlieren.

Sinkende Inflation stimuliert Konsum

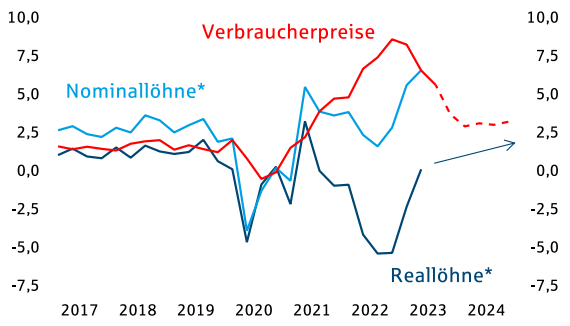
Dominierendes Thema war bereits seit Sommer 2021 der immer stärkere Anstieg der Verbraucherpreise. Dies nahm den Konsumenten die Luft zum Atmen. Die Reallöhne sanken zeitweise deutlich und die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dürften 2023 zum dritten Mal in Folge leicht gesunken sein. Da die Sparquote das Vorkrisenniveau erreicht hat und sich zuletzt kaum mehr änderte, sanken 2023 auch die privaten Konsumausgaben um schätzungsweise 0,7 %.

Nur durch beherzte Strukturreformen steigt das Produktionspotenzial

Eine Besserung ist aber absehbar: Die **Inflationsrate** wird sich **2024** nach 6 % deutlich auf etwa **3 %** verringern. Die Beschäftigung in Deutschland ist trotz der zuletzt schwachen Konjunktur kontinuierlich gestiegen. Dies dürfte sich mit wieder anziehender Konjunktur fortsetzen. Die Arbeitslosigkeit nimmt um die Jahreswende 2023/2024 nur temporär zu, so dass es kaum zu einer größeren Bremswirkung des Konsums kommt. Gleichzeitig steigen die **Nettolöhne und -gehälter** deutlich, auch weil neben den zum Teil kräftigen Lohnerhöhungen die Tarifeckwerte der Einkommensteuer angepasst und Inflationsausgleichprämien bis 2024 abgabenfrei gezahlt werden können. **Höhere Renten**, die **Anhebung der Grundsicherung** und die **stark gestiegene Migrantenzahl** lassen zudem die monetären Sozialleistungen zunehmen. Die Unternehmens- und Vermögenseinkommen hingegen dürften kaum wachsen. In der Summe dürften die **verfügbaren Einkommen** der privaten Haushalte um **rund 4 ¼ %** zulegen.

Reallöhne steigen 2024

Quartalswerte, % gg. Vj.



*Bruttomonatsverdienste einschließlich Sonderzahlungen
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

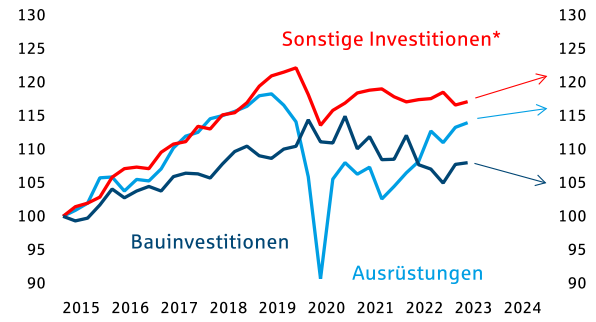
Bei nahezu unveränderter Sparquote bedeutet dies einen **Zuwachs der privaten Konsumausgaben von 1,3 %.** Auch der **Konsum des Staates** hat 2023 gebremst, vor allem durch den Wegfall der Ausgaben zur Bekämpfung der Corona-Pandemie. Dieser Effekt spielt 2024 keine Rolle mehr. Der Staatskonsum, der gut ein Fünftel zum Bruttoinlandsprodukt beiträgt, dürfte von niedrigerem Niveau aufgrund steigender Löhne und Gehälter der Staatsbediensteten und des zunehmenden Bedarfs in den Bereichen Gesundheit, Pflege und Bildung wieder expandieren.

Uneinheitliche Investitionsentwicklung

Während sich die Ausrüstungen 2023 mit einem Anstieg von 4 % robust gezeigt haben, sind die Bauinvestitionen zum dritten Mal in Folge gesunken (-1,5 %). Diese Spaltung wird sich 2024 fortsetzen. Die Ausrüstungen litten bislang nur begrenzt unter dem starken Zinsanstieg. Die Unternehmen haben in ihren Fuhrpark investiert, zumal die staatliche Förderung für den Kauf von Elektrofahrzeugen im August 2023 ausgelaufen ist. Hier sind nun geringere Impulse zu erwarten. Zudem ist die inländische Nachfrage nach Produkten der Kapitalgüterhersteller schwach. Der erwartete Aufschwung im Verarbeitenden Gewerbe sollte sich allerdings 2024 positiv auswirken. Zunehmende Impulse werden ab 2024 auch vom Sondervermögen Bundeswehr in Höhe von 100 Mrd. Euro ausgehen. Die **Ausrüstungsinvestitionen** dürften damit 2024 **um etwa 2 % zulegen**.

Baukrise noch nicht ausgestanden

Reale Anlageinvestitionen, Index: Q1 2015 = 100



*u. a. Forschung & Entwicklung, Software, Datenbanken, Urheberrechte
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bau schrumpft weiter

Der **Rückgang der Bautätigkeit** wird sich **2024** in der Größenordnung **von 1 %** fortsetzen. Überdurchschnittlich schrumpft der **Wohnungsbau**. Gestiegene Baukosten und hohe Zinsen belasten hier die Kalkulationsgrundlage. Neubau ist häufig nur noch zu Preisen möglich, die am Markt nicht realisiert werden können. Immerhin haben sich die Auftragseingänge nach dem Einbruch zuletzt stabilisiert. Die Wohnungsbaugenehmigungen sind 2023 um fast 30 % gesunken. Die Fertigstellungen dürften 2024 nur noch in einer Größenordnung von 200.000 liegen.

Aufgrund der schwierigen Lage hat die Bundesregierung im September 2023 ein **umfassendes Maßnahmenpaket** vorgelegt, das neben der degressiven Abschreibung von jährlich 6 % für neue Wohngebäude auch die deutliche Anhebung der Einkommensgrenzen für zinsvergünstigte Darlehen enthält. Diese Maßnahmen dürften sich ab 2024 allmählich positiv auswirken. Zudem beträgt der Anteil des Neubaus am gesamten Wohnungsbauvolumen nur rund 30 %. Bei den Bauleistungen an bestehenden Gebäuden sieht es weniger dramatisch aus. Hohe Energiepreise, politische Vorgaben und Förderungen dürften 2024 zu Impulsen bei der energetischen Sanierung inklusive des Heizungsbaus führen.

Im Nichtwohnungsbau verlief die Auftragsvergabe stabiler als im Wohnungsbau. Im **gewerblichen Bau** wirken sich die lebhaften Investitionen der Deutschen Bahn positiv aus. Viele private Unternehmen dürften aber erst mit klaren Signalen einer konjunkturellen Belebung an eine steigende Auftragsvergabe denken. Die Budgetplanungen der **öffentlichen Haushalte** hingegen lassen weiterhin hohe Ausgaben erwarten. 2024 dürften auch die Baukosten zurückkommen, so dass in realer Rechnung Zuwächse wahrscheinlich sind.

Die deutschen **Exporte** sind 2023 nicht vom Fleck gekommen. Die konjunkturelle Flaute in China und in der Eurozone hat gebremst. Sinkende reale **Importe** haben den Außenbeitrag allerdings etwas erhöht. Mit der günstigeren Weltkonjunktur dürften sich 2024 zwar allmählich wieder mehr Chancen für den deutschen Außenhandel ergeben. Mit dem lebhafteren Konsum steigen allerdings auch die Importe, so dass der **Wachstumsbeitrag vom Außenhandel überschaubar** ausfällt.

Dr. Stefan Mütze



Frankreich: Reformerfolge

Nach vermiedener Rezession dürfte Frankreich 2024 um 1,5 % wachsen. Die Politik der Regierungen von Emmanuel Macron seit 2017 hat die Wettbewerbsfähigkeit des Landes erhöht.

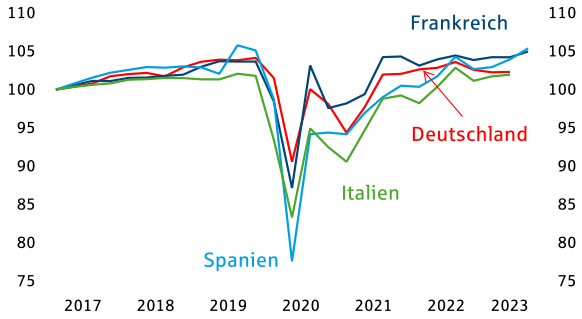
Auch Frankreich leidet unter den Folgen der hohen Inflation, dem schwachen Welthandel und der rückläufigen Industrieproduktion, allerdings weniger als beispielsweise Deutschland. Eine **Rezession konnte 2023 vermieden werden**. Die Erneuerung des Landes in den vergangenen Jahren zahlt sich nun aus.

Der „Macronisme“ als Erfolgsfaktor

Seit 2017 wurde der **Arbeitsmarkt reformiert** – inspiriert von den deutschen Hartz-Reformen. Mehr Flexibilität und Kurzarbeit, eine kürzere Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes sowie die Entwicklung und Verbesserung der beruflichen Ausbildung waren wichtige Bestandteile. Darüber hinaus wurden **Unternehmenssteuern gesenkt**. Selbst die heftig umstrittene **Rentenreform** ist im September 2023 in Kraft getreten. Diese angebotsorientierten Maßnahmen hat die Regierung Macron mit der **typischen französischen Industriepolitik** verbunden, deren Ziel die Reindustrialisierung ist. Hierfür wurde der 50 Mrd. Euro schwere Investitionsplan „France 2030“ beschlossen. Industriestrom ist zudem verhältnismäßig günstig. Auch wenn diese Politik weniger auf die Staatsverschuldung achtet, hilft sie, ausländische Investoren anzulocken.

Konsumfreudige Franzosen zurückhaltender

Reale Konsumausgaben, Index: Q1 2017 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Ausrüstungsinvestitionen** sind 2023 um rund 4 % gestiegen. Der Zuwachs dürfte 2024 geringer ausfallen. Dies ist allerdings nicht für die **Bautätigkeit** zu konstatieren, die 2023 aufgrund gestiegener Kapitalmarktzinsen, hoher Baukosten und einer schwierigen Einkommenssituation der privaten Haushalte um schätzungsweise 2 % rückläufig war. Da sich diese Rahmenbedingungen nur allmählich bessern, dürfte der Bau auch 2024 bremsen.

Zurückhaltende Konsumenten

Aktuell wird die Konjunktur vom in Frankreich wichtigen **Konsum** gebremst. Die privaten Haushalte haben sich 2023 zurückgehalten und ihre Verbrauchsausgaben leicht unterdurchschnittlich erhöht. Das frühzeitige und breit angelegte Deckeln der Gas- und Stromtarife hat nur temporär zu einer im europäischen Vergleich geringeren Inflationsspitze und damit zu einer Stabilisierung der Konsumausgaben geführt. Die Inflationsrate lag 2023 mit 5,7 % wieder in etwa auf dem Niveau der Eurozone. Auch 2024 dürfte es mit etwa 3 % keine nennenswerten Abweichungen geben. Die Löhne und Gehälter dürften deutlich um etwa 4 ½ % zulegen. Zusammen mit der niedrigeren Inflation und einer steigenden Beschäftigung wird der **Konsum** dann mit schätzungsweise 1,5 % etwa so stark **zulegen wie das Bruttoinlandsprodukt**.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	2,5	1,0	1,5	1,2
Inflationsrate	% gg. Vj.	5,9	5,7	3,0	2,7
Arbeitslosenquote	%	7,3	7,3	7,0	6,7
Budgetsaldo	% des BIP	-4,7	-5,0	-4,5	-4,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Der **Außenhandel** hat 2023 zum Wachstum beigetragen. Der wichtigste Handelspartner bleibt Deutschland, in das 13 % der Waren geliefert und aus dem 12 % der Güter kommen. Mit der günstigeren Weltkonjunktur sollten die Ausfuhren 2024 zwar stärker zunehmen. Gleichzeitig dürfte der sich erholende französische Konsum aber auch die Einfuhren stimulieren, so dass der Außenhandel insgesamt wenig zum Wachstum beitragen wird.

Dr. Stefan Mütze



Italien: Wachstum basiert auf Hilfen, nicht auf Reformen

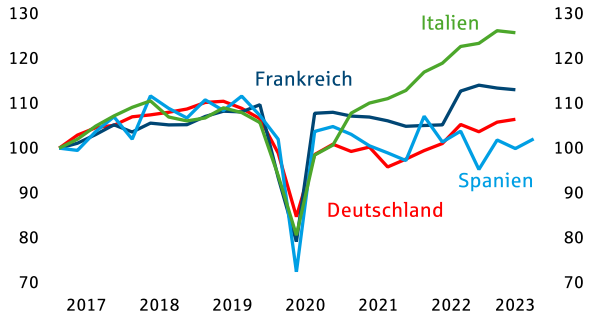
Trotz massiver Hilfen aus Brüssel wird Italien 2024 mit 1,1 % schwächer wachsen als der gesamte Währungsraum. Nur mit Reformen ließe sich dies mittelfristig ändern.

Die Wirtschaftsdynamik Italiens war seit 2021 stärker als die der Eurozone. Zum einen war auch der Einbruch während der Pandemie ausgeprägter; zum anderen stimulieren weiterhin Transfers der EU von rund 70 Mrd. Euro. Hinzu kommen zinsvergünstigte Kredite. Mit einem Wachstum von 1,1 % dürfte das Land 2024 schwächer zulegen als der gesamte Währungsraum.

Obwohl das Land Schwierigkeiten hat, Investitionsprojekte zu planen und genehmigen zu lassen, sind die Investitionen deutlich gestiegen. Die **Ausrüstungen** fielen 2023 um rund 5 % höher aus. Allerdings hat die Dynamik zuletzt nachgelassen. Trotzdem dürfte 2024 noch ein erneuter kleinerer Zuwachs möglich sein.

Hohe italienische Investitionsdynamik lässt nach

Reale Ausrüstungsinvestitionen, Index: Q1 2017 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Überzogene Bauförderung belastet den Haushalt

Während die Ausrüstungen seit Ende 2019 um 19 % gestiegen sind, liegen die Bauinvestitionen sogar 31 % über dem Vor-Corona-Niveau. Eine wesentliche Ursache hierfür war die sehr großzügige Sanierungsförderung **„Superbonus 110“.** Hiermit konnten mehr als die gesamten Kosten z.B. für die energetische Erneuerung, nämlich 110 %, von der Steuer abgezogen werden. Dieses System hat zu enormem Missbrauch und hohen Kosten geführt. Die Förderung wurde inzwischen zwar eingeschränkt, erhöht aber weiterhin das **Staatsdefizit**. Nach 5,5 % dürfte es 2024 immer noch bei 4 % liegen. Die **Bauinvestitionen** sanken 2023 um etwa 2 ½ %. Die Wohnungsbaugenehmigungen sind zuletzt gefallen. Nicht nur die eingeschränkte Förderung, sondern auch höhere Hypothekenzinsen und gestiegene Baukosten bremsen weiterhin.

Noch schlechte Rahmenbedingungen für den Konsum

Die **Konsumausgaben** sind 2023 um schätzungsweise 1 ¼ % gestiegen. 2024 dürfte der **Zuwachs ähnlich hoch ausfallen**. Ein nochmaliger Rückgang der Sparquote ist nicht zu erwarten, da mittlerweile das Vor-Corona-Niveau sogar unterschritten ist. Entlastung für die italienischen Konsumenten kommt von den sinkenden Inflationsraten bei gleichzeitig moderat steigenden Löhnen. Die Beschäftigung dürfte weiter zulegen und die Arbeitslosigkeit ist rückläufig.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	3,9	0,7	1,1	1,2
Inflationsrate	% gg. Vj.	8,7	6,1	2,7	2,6
Arbeitslosenquote	%	8,1	7,6	7,3	6,9
Budgetsaldo	% des BIP	-8,0	-5,5	-4,0	-3,5

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Der Außenhandel hat 2023 erneut das Wachstum gebremst. Die Exporte sind kaum gestiegen. Die Ausfuhren in die drei wichtigsten Exportdestinationen Deutschland, die USA und Frankreich waren zuletzt rückläufig. Dies sollte sich mit der günstigeren Konjunktur 2024 ändern. Trotz stärkerer Importe dürfte der **Außenhandel** dann zumindest **keinen negativen Wachstumsbeitrag** erbringen.

Um die Wachstumskräfte zu stimulieren, müsste die Regierung Meloni stärker auf Reformen setzen. So gelten Verwaltung und Justiz immer noch als zu langsam. Zudem muss mehr in das Bildungssystem investiert werden. Kostspielig ist das italienische Rentensystem. Daneben soll die von der EU geforderte Klimaneutralität bis 2050 erreicht werden. Die italienische **Wirtschaftspolitik** steht damit trotz der Stimulierung durch europäische Mittel **vor enormen Herausforderungen**.

Dr. Stefan Mütze

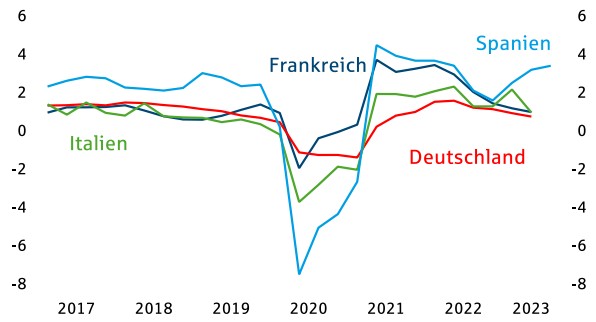
Spanien: Es läuft – zurzeit

Spanien glänzt mit hohem Wirtschaftswachstum, auch wenn die mangelnde Bereitschaft zu politischen Kompromissen das Land bremst. Impulse kommen vom Konsum und der Bautätigkeit.

Spanien expandierte 2023 mit 2,4 % erneut deutlich stärker als der Euroraum (0,5 %). Allerdings war der pandemiebedingte Einbruch 2020 auch der größte unter den Flächenländern. Mittlerweile hat die Wirtschaftsleistung das Niveau von 2019 überschritten und die Dynamik lässt nach. Dies gilt auch für den wichtigen Tourismus, der das Vor-Corona-Niveau erreicht hat. Die **Wachstumsdynamik** dürfte 2024 **auf 2 % etwas nachgeben**, aber immer noch höher ausfallen als im Währungsraum (1,3 %).
Auf der Schattenseite steht allerdings die **hohe Staatsverschuldung**, die das Land anfällig macht. **Reformen** z. B. bei der teuren Rentenversicherung wären **notwendig**. Die Produktivität gilt als eher niedrig.

Spaniens Beschäftigung wächst deutlich

Beschäftigung, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Konsum wächst durchschnittlich

Der spanische **Konsum** ist 2023 so stark gewachsen wie das Bruttoinlandsprodukt. 2024 verbessern sich die Rahmenbedingungen für die privaten Haushalte, so dass die Verbrauchsausgaben mit 2,5 % stärker expandieren dürften als das Bruttoinlandsprodukt. So ist die Inflationsrate deutlich schneller zurückgegangen als in der gesamten Eurozone: Sie lag 2023 bei nur 3,5 %. Für viele Spanier ist der Stromtarif an den schwankungsanfälligen Großhandelspreis gebunden. Die jüngsten Rückgänge wirken sich nun positiv aus. Die harmonisierte Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel lag 2023 immerhin einen Prozentpunkt höher. Die **Inflationsrate** dürfte zwar 2024 nur wenig auf 3,3 % zurückgehen, Impulse für den Konsum kommen allerdings von der **zunehmenden Beschäftigung**. Obwohl viele Spanier nicht Vollzeit arbeiten, nimmt die Zahl der insgesamt gearbeiteten Stunden zu. Die Lohnsteigerungen fallen höher aus als 2023 und die Renten dürften deutlich erhöht werden. Die verfügbaren Einkommen werden zudem durch die Einkommen der Selbstständigen stimuliert.

Politische Unsicherheit behindert Investitionen

Spanien hat aus dem europäischen Wiederaufbauplan Anspruch auf **Transfers in Höhe von rund 80 Mrd. Euro**. Hinzu kommen zinsvergünstigte Kredite. Die Schwierigkeiten bei der Bildung einer handlungsfähigen Regierung verzögern aber die Genehmigung von Projekten und deren Finanzierung. Sollte sich bis Ende November 2023 keine neue Regierung gebildet haben, werden die Spanier am 14. Januar 2024 erneut zur Wahlurne gehen. Bislang haben sich die Brüsseler Hilfen im Gegensatz zu Italien nur wenig bei den **Ausrüstungsinvestitionen** niedergeschlagen (vgl. Grafik S. 23). Nachdem diese 2023 sogar leicht gesunken sein dürften, ist für 2024 trotz höherer Kapitalmarktzinsen mit einer Erholung zu rechnen. Erfreulicher verläuft die **Bautätigkeit**. Die Geschäftserwartungen der Branche sind optimistischer geworden. Die Zahl der genehmigten und begonnenen Häuser ist wie die Bauproduktion 2023 deutlich gestiegen. Auch 2024 dürften die Bauinvestitionen zulegen, wobei sich der Nichtwohnungsbau günstiger entwickelt.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	5,8	2,4	2,0	1,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	8,3	3,5	3,3	2,7
Arbeitslosenquote	%	12,9	12,0	11,5	10,9
Budgetsaldo	% des BIP	-4,8	-4,0	-3,5	-3,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Exporte haben 2023 stärker zugenommen als die Importe, so dass der **Außenhandel** einen positiven Wachstumsbeitrag erbracht hat. Hier sind 2024 nur noch geringe Wachstumsimpulse zu erwarten, da der lebhaftere Konsum höhere Einfuhren nach sich zieht.

Dr. Stefan Mütze



Schweden: Troubleshooter auf vielen Positionen gefragt

Die Konjunkturschwäche bei erhöhter Inflation bleibt eine Herausforderung für die Wirtschafts- und Geldpolitik. Die Wohnungsknappheit ermöglicht einen vorsichtigen Hauspreisanstieg.

Schweden kämpft sich 2024 langsam aus dem Konjunkturtief. Die Riksbank hat zur Eindämmung der Inflation seit Mai 2022 die Zinsen von null auf 4 % angehoben. Zunächst bremsen daher noch die gestiegenen Kreditkosten für Industrie und Verbraucher die Nachfrage. Die restriktive Geldpolitik sollte im Jahresverlauf aber gelockert werden. Die **Verbraucherpreise** dürften 2024 mit rund 3 ½ % langsamer steigen als im Vorjahr.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real*	% gg. Vj.	2,9	-0,5	0,8	2,3
Inflationsrate	% gg. Vj.	8,4	8,6	3,5	2,2
Arbeitslosenquote	%	7,5	7,6	7,7	7,3
Budgetsaldo	% des BIP	0,8	-0,3	-0,2	-0,1

*kalenderbereinigt; Quellen: EU, Eurostat, Helaba Research & Advisory

Hohe Lohnabschlüsse unterstützen den Konsum 2024. Der Anstieg der Arbeitslosenquote bleibt moderat. Impulse kommen auch von Investitionen zur Anpassung an den Klimawandel, z. T. von der EU bezuschusst. Außerdem bewirkt die global gestiegene Unsicherheit, dass die Verteidigungsausgaben schneller angehoben werden als zunächst geplant. Das **BIP-Wachstum** bleibt 2024 verhalten. Zusammen mit der rückläufigen Inflation ebnet das den Weg für eine Leitzinswende im zweiten Halbjahr.

> *„Die Regierung ist vorbereitet"*
> *Finanzminister Wykman angesichts der Probleme auf dem schwedischen Immobilienmarkt*

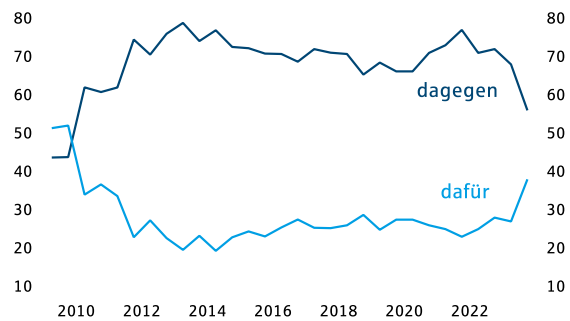
Bei den **Hauspreisen** sollte nach einem ausgeprägten Minus 2023 im Jahresverlauf 2024 eine Gegenbewegung einsetzen, begünstigt von der anhaltenden Knappheit auf dem Wohnungsmarkt. Allerdings leiden die Kreditnehmer wegen der oft variabel verzinsten Kredite unter den gestiegenen Lasten. Die Dynamik früherer Jahre wird daher nicht erreicht: Um 2 bis 3 % könnten die Hauspreise bei nachlassendem Zinsdruck steigen. Die **Schweden-Krone** wird wohl auf kurze Sicht anfällig bleiben, dennoch überwiegen die Chancen. Denn sowohl Zinsdifferenzen als auch Kaufkraftparitäten deuten auf eine Unterbewertung der Währung hin. Der Euro-Krone-Kurs dürfte 2024 wieder in Richtung 11 sinken.

Neutralität nicht mehr oberstes Ziel

Die **Minderheitsregierung** aus Moderaten, Christdemokraten und Liberalen ist von externer Unterstützung durch die rechtsextremen Schwedendemokraten abhängig, die eine hauchdünne Mehrheit liefert. Die Stabilität bis zum Ende der Legislaturperiode im Herbst 2026 ist angesichts des breiten Parteienspektrums und der knappen Mehrheit fraglich. Um die Themen Konjunktur, Wohnungsmarkt, Migration und innere Sicherheit wird intensiv gerungen werden. Mit der von der Türkei zugesagten Ratifizierung des schwedischen **Beitritts zur NATO** kann Ministerpräsident Kristersson einen wichtigen politischen Erfolg für sich verbuchen, selbst wenn die konkrete Umsetzung noch nicht erfolgt ist und auch Ungarn sie bislang immer wieder verzögert. Die unsichere weltpolitische Lage und die schwache Konjunktur bewirken offenbar, dass sich die Einstellung der Schweden gegenüber Bündnissen ändert.

Zustimmung zur Eurozone wächst

Einstellung zur Wirtschafts- und Währungsunion sowie zum Euro*, %



*Standard-Eurobarometer 99
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Dies gilt auch im Hinblick auf die Eurozone: Bei der jüngsten Umfrage zum Eurobarometer zeichnete sich in Schweden ein **kräftiger Sprung bei den Befürwortern der Eurozone** und der gemeinsamen Währung ab. Konkret nach der Euro-Einführung im Land gefragt, ergab sich sogar eine Mehrheit, die dies unterstützt. Ob der Trend bei wieder anziehender Konjunktur Bestand hat, bleibt abzuwarten.

Marion Dezenter

Polen, Tschechien, Ungarn: Geldpolitik kontert

Die Konjunktur in den drei Ländern erholt sich langsam. Zinssenkungen der Notenbanken sollen dies beschleunigen. Querelen mit der EU verzögern die Auszahlung von Fördergeldern.

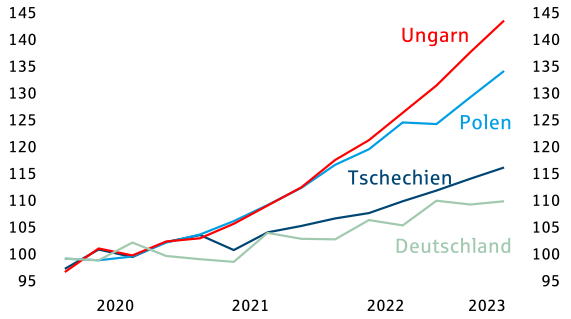
In den drei zentralosteuropäischen Ländern zeichnet sich für 2024 ein **verhaltener konjunktureller Aufholprozess** ab – stärker als im Durchschnitt der Eurozone, aber noch nicht auf der Höhe der Wachstumsraten vor Pandemie und Ukraine-Krieg. Der private Verbrauch erholt sich zögerlich, Reallohneinbußen werden nur langsam durch Lohnsteigerungen wettgemacht. Sie treiben die Kosten und stellen Unternehmen vor die Wahl zwischen geringeren Gewinnen oder Preisanpassungen, die allerdings nicht in vollem Umfang durchsetzbar sein dürften.

In den Fokus rückt auch wieder die Entlastung der öffentlichen Haushalte. Zum Teil sind Steuererhöhungen geplant, so in Tschechien. Dies verzögert den Abbau der **Inflation**, die 2024 oft noch zäh ist. Die Teuerungsraten werden im Durchschnitt aber unter den Vorjahreswerten liegen, zwischen 2,7 % (Tschechien) und 5,3 % (Polen).

Die hohe Inflation hat v. a. in Ungarn **kräftige Lohnsteigerungen** nach sich gezogen, in Polen dürften zudem die Wahlen im Oktober ein Motiv für deutliche Mindestlohnanhebungen gewesen sein. Zwar liegen die Mindestlöhne in den drei Ländern noch deutlich unterhalb des deutschen Niveaus, jedoch schmilzt dieser Standortvorteil bei fortgesetzt rasantem Anstieg. Weiterhin unterstützen allerdings **großzügige Staatssubventionen** die Ansiedlung ausländischer Unternehmen, wie zuletzt bei einem Werk für Kathodenmaterial in Polen. Darüber hinaus können Gelder im Rahmen der EU-Klimapolitik genutzt werden, um die Wettbewerbsfähigkeit bei der E-Mobilität weiter auszubauen.

Komparativer Lohnvorteil schmilzt

Löhne gewerbliche Wirtschaft*, Index, 2020 = 100



*kalender-/saisonbereinigt
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

2024 verbesserte Rahmenbedingungen für BIP-Wachstum

Höhere Löhne und – in unterschiedlichem Ausmaß – sinkende Preise sollten im Laufe von 2024 dem privaten Verbrauch in Polen, Tschechien und Ungarn auf die Beine helfen. Unternehmensinvestitionen kommt der abwärts gerichtete Zinstrend zugute. Die Exporte dürften zwar von der stärkeren Konjunktur bei den Handelspartnern profitieren, allerdings treibt eine zunehmende Inlandsnachfrage auch die Importe an. Ein Impuls kommt in allen drei Ländern von höheren Verteidigungsausgaben. Polen strebt mit einem Anteil am BIP von über 4 % einen deutlich höheren Wert an als die von der NATO geforderten 2 %. Insgesamt ist für 2024 von einem **BIP-Wachstum zwischen 2,2 % in Tschechien sowie 3,2 % in Ungarn** auszugehen.

		Polen				Tschechien				Ungarn			
		2022	2023s	2024p	2025p	2022	2023s	2024p	2025p	2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real*	% gg. Vj.	5,6	0,0	2,5	3,4	2,4	-0,2	2,2	2,8	4,6	-0,5	3,2	3,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	14,4	11,6	5,3	4,0	15,1	10,9	2,7	2,7	14,5	17,8	5,0	3,8
Arbeitslosenquote EU	%	2,9	2,8	3,0	2,9	2,4	2,7	2,7	2,6	3,6	3,9	4,0	3,8
Budgetsaldo	% des BIP	-3,7	-4,8	-4,5	-3,8	-3,7	-3,8	-3,0	-2,5	-6,3	-5,0	-4,2	-3,3

*kalenderbereinigt; Quellen: EU, EIU, Helaba Research & Advisory

Die **Geldpolitik** verbessert die Rahmenbedingungen für die Konjunktur: Angesichts schwacher Wirtschaftsdaten haben die Notenbanken in Ungarn und Polen auf der Basis der abnehmenden Teuerung bereits die Zinswende eingeläutet. Ein Quäntchen Hoffnung, dass die hohen Inflationszahlen durch den Basiseffekt quasi automatisch eingebremst werden, dürfte dabei wohl eine Rolle gespielt haben. Offenbar überwiegen Rezessionsängste. Die Nase vorn hatte dabei die polnische Zentralbank, die kurz vor den Parlamentswahlen im Oktober den Leitzins in zwei Schritten um 100 Basispunkte auf 5,75 % gesenkt hat. Die ungarische Notenbank hat bereits seit Mai 2023 den

kurzfristigen Einlagesatz stetig reduziert und inzwischen auch mit dem Leitzins nachgezogen. Die tschechische Zentralbank agiert zurückhaltender, dürfte aber im vierten Quartal 2023 das Trio komplett machen.

Alle drei Notenbanken werden 2024 **an dem eingeschlagenen Kurs festhalten**. Wegen der späteren Zinswende der EZB nimmt der Spread zu den EZB-Leitzinsen wieder ab. Mögliche Stolpersteine, wie Inflationsimpulse durch eine schwächere Währung oder höhere Löhne, stehen zumindest in Polen und Ungarn hinter dem Ziel eines stärkeren Wirtschaftswachstums zurück.

Da die Leitzinsen schon im Vorgriff auf eine deutlich sinkende Inflation zurückgenommen wurden und auch nicht in jedem Fall mit starken **Wechselkursen zum Euro** unterlegt sind, besteht das Risiko, die Märkte zu verunsichern. Im „Risk-off"-Modus kann dies zum Abzug liquiden Kapitals führen: Die Währungen werden dann geschwächt und damit die Importe verteuert, was eine Rückführung der Inflation behindert.

> *„Brüssel ist nicht unser Chef. Wir sind eine unabhängige (…) Nation"*
> *Viktor Orbán, ungarischer Ministerpräsident, 2022*

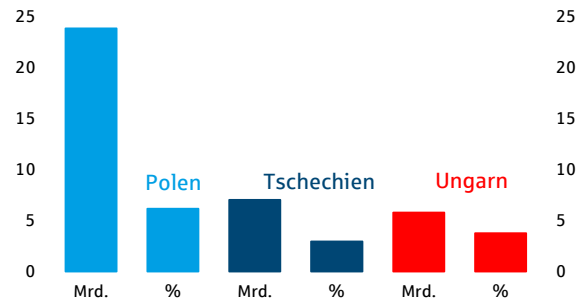
Dies dürfte insbesondere Ungarn betreffen, das die höchste Auslandsverschuldung sowie die volatilste Währung der drei Länder aufweist und auch abseits von Wahlkampfzeiten seit Jahren am stärksten auf **Konfrontation mit der EU** geht. Dabei sind die Milliarden aus Brüssel angesichts gestiegener öffentlicher Defizite und schwacher Wachstumsdaten mehr als willkommen: Für Polen und Ungarn ist voraussichtlich über 2024 hinaus mit Budgetdefiziten oberhalb der Maastricht-Grenze von 3 % des BIP zu rechnen.

Polen und Ungarn noch ohne EU-Wiederaufbauhilfe

Während Tschechien im März 2023 die ersten Zahlungen aus dem Wiederaufbaufonds des Programms NextGenerationEU abrufen konnte, gehen Polen und Ungarn bislang leer aus. Vor einer Auszahlung möchte die EU-Kommission definierte **Meilensteine erfüllt sehen**, bei denen es insbesondere um die Rechtsstaatlichkeit geht. Die Länder riskieren außerdem Einbußen bei Kohäsionsfondsmitteln, die seit Ende 2022 eingefroren sind, um den Druck zu erhöhen. Die Gefahr ist groß, dass der ungarische Ministerpräsident Orbán mit seiner Strategie erfolgreich ist, EU-Entscheidungen zu blockieren, um eine Auszahlung zu erwirken, und dass dies Schule machen könnte.

Begehrte EU-Zuschüsse

EU-Wiederaufbauprogramm*, Mrd. Euro bzw. % des BIP

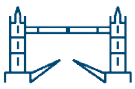


*vorgesehene Zuschüsse
Quellen: Recovery and Resilience Scoreboard EU, Helaba Research & Advisory

So ist die Mannschaftsfähigkeit im „Team EU" harten Belastungsproben ausgesetzt – in einer Zeit, in der angesichts wirtschaftlicher und geopolitischer Probleme Geschlossenheit notwendiger denn je wäre. Eine Verbesserung im Verhältnis zur EU und Fortschritte bei der Auszahlung von EU-Geldern dürfte der **Wahlsieg der polnischen Opposition** unter Führung des früheren EU-Ratspräsidenten Donald Tusk bringen, wenn sie tatsächlich die Regierung stellt.

Laut Umfragen wäre es ohnehin nicht notwendig, durch Konfrontation mit der EU auf Stimmenfang zu gehen. Im **Eurobarometer** vom vergangenen Sommer war der Anteil der Befragten, die der EU vertrauen, gerade in Polen und Ungarn deutlich größer als der Anteil der Skeptiker und lag sogar markant über dem EU-Durchschnitt. Nach der Euro-Einführung gefragt, äußerten sich die Ungarn mit Abstand am euphorischsten: fast drei Viertel der Befragten möchten die gemeinsame Währung übernehmen, über 40 % so schnell wie möglich. Vor dem Hintergrund der (vielfach kritisierten) EU-Ratspräsidentschaft Ungarns im zweiten Halbjahr 2024 sollten diese Umfrageergebnisse den Regierenden zu denken geben.

Marion Dezenter



Großbritannien: Befreiung aus der Abstiegszone

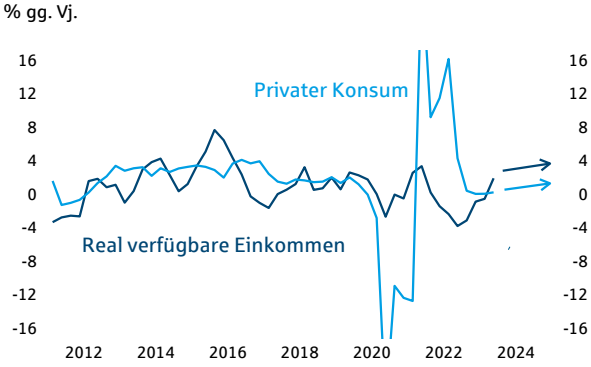
Die britische Wirtschaft hat sich achtbar geschlagen. Glänzen wird sie zwar auch 2024 nicht, aber zumindest ein höheres Wachstum aufweisen. Der Inflationsspuk wird in den Hintergrund rücken.

Regierungschaos, zweistellige Inflationsraten, ein massiver Renditeanstieg und Rezessionssorgen – im Herbst 2022 waren die Perspektiven für Großbritannien ziemlich düster. Gemessen daran kam das **Land dann doch besser durch das Jahr**: Die Regierung hat sich unter Premier Sunak stabilisiert. Die Inflation ist zwar noch hoch, aber klar rückläufig. Die Gilt-Renditen haben sich auf erhöhtem Niveau eingependelt. Die befürchtete Rezession ist nicht eingetreten, das Wachstum fällt mit 0,5 % allerdings bescheiden aus. Rosig sieht jedoch anders aus.

> *„Wie so oft liegt auch hier die Mitte in der Wahrheit“*
> *Rudi Völler*

Den Energiepreisschock hat die britische Wirtschaft einigermaßen verkraftet. Die Energierechnung der Verbraucher geht 2024 weiter zurück, selbst wenn sie über dem Vorkrisenniveau bleibt. Nachwirkungen dürfte aber der Zinsschock haben. Angesichts des – anders als früher – recht hohen Anteils von festverzinslichen Hypothekendarlehen steigt die Belastung aber nur allmählich. Die Bautätigkeit wird zumindest darunter leiden. Darüber hinaus heben gefallene Preise für Wohnimmobilien kaum die Stimmung der Konsumenten. Sie werden 2024 aber vermutlich einen Boden ausbilden. Die Arbeitslosigkeit wird noch etwas anziehen. Dennoch sind die **Perspektiven für den privaten Verbrauch durchaus günstig**. Die rückläufige Teuerung bei einem nach wie vor robusten Lohnwachstum wird die Realeinkommen steigen lassen.

Steigende Realeinkommen stärken Konsum



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bei den Unternehmen wird sich der Zinsanstieg wohl deutlicher bemerkbar machen. Die **Investitionen** dürften nach drei Jahren recht robusten Wachstums – was übrigens die Schwäche seit dem Brexit-Referendum relativiert – **2024 allenfalls leicht expandieren**. Die Impulse vom Außenhandel werden sich trotz zunehmender Exporte in Grenzen halten. Denn der Regierung fehlen die finanziellen Mittel für eine große Unterstützung. Vor den Unterhauswahlen zum Jahreswechsel 2024/25 wird die Fiskalpolitik aber auch kaum bremsen. Insgesamt wird das **BIP-Wachstum 2024 mit 1 % etwas freundlicher ausfallen**.

Inflation auf dem Rückzug

Die Teuerung hat sich verlangsamt, selbst wenn sie im Durchschnitt 2023 mit etwa 7 ½ % noch erschreckend hoch liegt. Auch jenseits der rückläufigen Energiepreise zeigt der Trend bei den übrigen Gütern und Dienstleistungen nach unten. Hingegen **dämpft das deutliche Lohnwachstum die Disinflation** vor allem im Servicesektor. Bei Nahrungsmitteln lässt der Preisanstieg nur langsam nach. Dank der konjunkturellen Abschwächung und der damit verbundenen geringeren Auslastung dürfte sich die Inflation 2024 mit 3,5 % gegenüber dem Vorjahr mehr als halbieren.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	4,3	0,5	1,0	1,2
Inflationsrate	% gg. Vj.	9,1	7,4	3,5	2,5
Arbeitslosenquote	%	3,7	4,1	4,3	4,1
Budgetsaldo	% des BIP	-5,2	-5,0	-4,0	-3,5

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Kehrtwende der Bank of England?

Die britische Notenbank hatte im Zuge der Inflationsbekämpfung beherzt gestrafft, aber zwischenzeitlich den Mut verloren. Der Zinserhöhungszyklus läuft noch 2023 aus. Im Anschluss kann sich die Bank of England erst einmal zurücklehnen und abwarten, ob die Teuerung wie gewünscht fällt. Das 2 %-Ziel wird 2024 nicht erreicht. Im zweiten Halbjahr fällt der Blick aber mehr auf 2025, so dass dann **erste Zinssenkungen realistisch** erscheinen.

Christian Apelt, CFA



USA: Geldpolitische Meisterleistung?

Derzeit sieht es ganz so aus, als würde die US-Wirtschaft trotz des massiven Inflationsschubs 2021/2022 und der folgenden drastischen Erhöhung der Zinsen an einer Rezession vorbeikommen. Wenn dies wirklich gelingt, wäre es eine meisterliche Leistung der Fed. Eine konjunkturelle Erholung ist 2024 wahrscheinlich.

Während der Start ins neue Jahr eher mäßig sein sollte, rechnen wir für den weiteren Verlauf von 2024 mit einer Belebung. Die **Realeinkommen** steigen angesichts der abflauenden Inflation wieder stärker und der maximale negative **Effekt der geldpolitischen Straffung** dürfte bereits 2023 verzeichnet worden sein. Zwar bleibt das Niveau der Leitzinsen sehr hoch, aber die zusätzlich bremsende Wirkung ihrer Veränderung dürfte abklingen. Letztere ist nur vorübergehend, aber umso größer, je überraschender die Zinserhöhungen kommen. 2022 und 2023 wurden die Erwartungen der meisten Beobachter in dieser Hinsicht deutlich übertroffen. Der prognostizierte Kurswechsel der Fed (siehe S. 9) fällt hingegen nicht so kräftig aus, dass davon schon 2024 größere konjunkturelle Impulse ausgehen würden. Dies wird eher eine Story für 2025 sein.

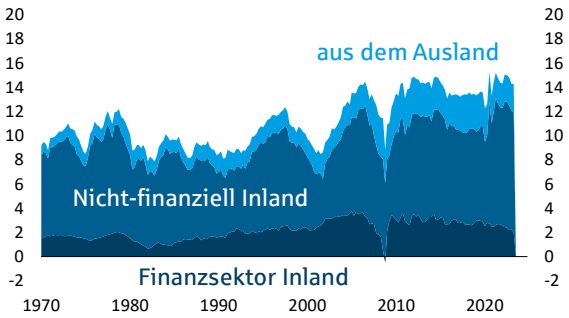
Das relativ niedrige jahresdurchschnittliche Wachstum 2024 von nur 1,3 % (2023: 2,3 %) ist dabei vor allem eine Folge des schwachen Starts ins Jahr. Im Verlauf sollte die Dynamik anziehen und für Ende des Jahres rechnen wir wieder mit Vorquartalsraten von (annualisiert) über 2 %. Nicht zuletzt der **Wohnungsmarkt** scheint den größten Teil seiner Korrektur bereits hinter sich zu haben. Dies ist auch eine gute Nachricht für das Bankensystem, wo sich die Lage nach der Verunsicherung im Frühjahr 2023 mittlerweile stabilisiert hat. Die Bilanz des **Haushaltssektors** sieht solide aus, trotz spürbar gestiegener Zinslasten. Die Entwicklung der Realeinkommen sollte die Wirkung einer perspektivisch wieder leicht anziehenden Sparquote auf den Konsum überkompensieren.

Robuste Unternehmensgewinne trotz starken Lohnauftriebs

Strittig sind hingegen die Perspektiven für den **Unternehmenssektor**. Zwar haben diese, auf Basis mancher Berechnungsmethoden, historisch hohe Verschuldungsquoten. Dem stehen aber, gemessen am Nationaleinkommen, bis zuletzt sehr starke Unternehmensgewinne gegenüber (Schaubild). Wir gehen davon aus, dass auch die Investitionen einen nennenswerten Beitrag zur Erholung beisteuern werden.

Historisch hohe Gewinnquote

Anteil der Unternehmensgewinne* am Nationaleinkommen, %



*"Corporate profits with inventory valuation and capital consumption allowance" aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die hohe Gewinnquote ist vor allem deshalb überraschend, weil der **Arbeitsmarkt** in den vergangenen Jahren angespannter war als seit Jahrzehnten. Entsprechend mussten die Unternehmen erhebliche Lohnsteigerungen hinnehmen, die aber per saldo die im langfristigen Vergleich hohe Gewinnquote nur leicht gesenkt haben. Das aktuelle Niveau (zweites Quartal) wurde in den letzten fünfzig Jahren nur selten übertroffen.

Der noch immer sehr enge Arbeitsmarkt sollte sich zunächst abkühlen. Wir gehen davon aus, dass die Arbeitslosenquote vom Tief von 3,4 % kommend noch ein paar Zehntel steigt und bei 4,2 % ihr Hoch erreicht, bevor die konjunkturelle Erholung leicht verzögert auch am Arbeitsmarkt für Besserung sorgt. Gemessen am Umfang der geldpolitischen Straffung und des vorangegangenen Inflationsschocks wäre dies **eine sehr weiche Landung**.

Der Konsens der von Bloomberg befragten Ökonomen sah im Oktober 2023 das **Risiko einer Rezession** in den kommenden zwölf Monaten noch immer als überdurchschnittlich hoch an (50 %). Die Prognostiker verschieben dabei aber die Minusquartale in jeder monatlichen Umfrage nach hinten. Dies war aus unserer Sicht 2023 plausibel. Ein „dickes Ende“ erst irgendwann im späteren Verlauf von 2024 wird jedoch zunehmend unwahrscheinlich,

zumindest wenn die Fed – wovon fast alle ausgehen – schon 2023 am Ende ihres Zinserhöhungszyklus angekommen ist.

Störende Diskussion über Trainerwechsel

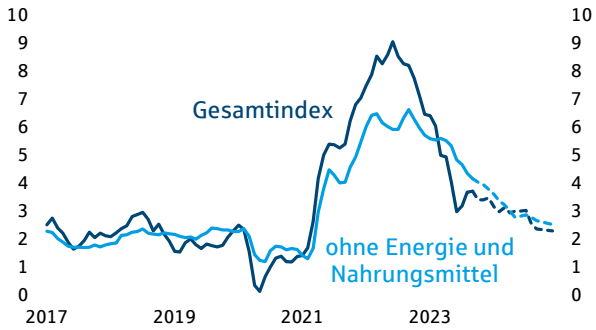
Politisch wird 2024 im Zeichen des **Wahlkampfes** stehen. Im November 2024 wird nicht nur der Kongress neu gewählt, sondern auch der Präsident. Mit den wahrscheinlichen Kandidaten Joe Biden und Donald Trump stehen zwei sehr unterschiedliche Personen und Programme zur Auswahl – wenn man bei Trump von einem Programm sprechen kann. Zwar dürften die möglicherweise schwankenden Erwartungen hinsichtlich des Wahlausgangs im Verlauf des Jahres keine direkten konjunkturellen Auswirkungen haben. Dies setzt aber voraus, dass es an den Finanzmärkten deswegen nicht in größerem Umfang zu Kapriolen kommt. Vor allem Äußerungen der Wahlkämpfer hinsichtlich des **Umgangs mit China** könnten leicht zu einer zusätzlichen Verschlechterung der sino-amerikanischen Beziehungen beitragen.

Fiskalpolitisch wird 2024 angesichts der Mehrheitsverhältnisse im 118. Kongress wahrscheinlich nicht mehr viel passieren. Laut den Zahlen des IWF wird die Haushaltspolitik in den USA auf Basis der aktuellen Gesetzeslage bremsend wirken, nachdem sie 2023 noch ein konjunktureller Rückenwind war. Der fehlende politische Konsens sorgt dabei dafür, dass mögliche „government shutdowns“ auf der Tagesordnung bleiben. Das leidige Thema „Schuldenobergrenze“ ist bis Anfang 2025 vom Tisch, wird dann aber wieder akut – gerade, wenn der frisch gewählte 119. Kongress und vielleicht ein neuer Präsident antreten.

> *„Boring!“*
> *Homer Simpson bei seinem ersten Fußballspiel*

Der Preis der zuletzt die Konjunktur stützenden Fiskalpolitik sind noch immer ungewöhnlich **hohe Defizite**. Sowohl 2023 als auch 2024 sollte der Fehlbetrag auf Bundesebene in der Größenordnung von mehr als 6 % am BIP liegen – früher in Friedenszeiten ohne Rezession undenkbar. Die **öffentlichen Schuldenberge** wachsen, zunehmend getrieben auch von den deutlich steigenden Zinskosten. Diese schränken den Haushaltsspielraum in einer Zeit ein, wo angesichts kommender demografischer Herausforderungen eigentlich dringend ein finanzieller Puffer aufgebaut werden müsste.

Inflation: Es geht in die richtige Richtung
Verbraucherpreise, % gg. Vj.*



*Prognose ab Oktober 2023
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Inflation: Weiterer Rückgang, aber langsamer

Der **Disinflationsprozess** wurde 2023 von einem deutlichen Rückgang der Energiepreise unterstützt, der sich 2024 nicht wiederholen wird. Stattdessen steigen die Energiepreise wieder. Ähnlich sieht es bei dem Effekt der globalen Lieferketten aus: Nach einer spürbaren Entspannung 2022/2023 wirken sie nun eher neutral.

Entsprechend ist es eine **abflauende Kernteuerung** vor allem bei Dienstleistungen, die im neuen Jahr die Inflation insgesamt drücken wird. Im Jahresschnitt sollte der Verbraucherpreisindex um 2,7 % steigen, der Kernindex um 2,9 %. Zur Jahreswende 2024/2025 würden die Teuerungsraten damit bei 2,3 % (Gesamtindex) und 2,5 % (Kernindex) liegen. Das **Inflationsziel** der Notenbank wäre also am Jahresende in greifbarer Nähe, aber noch nicht ganz erreicht. Eine Rückkehr in ein Umfeld „zu niedriger“ Inflation halten wir für unwahrscheinlich.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	1,9	2,3	1,3	2,2
Inflationsrate	% gg. Vj.	8,0	4,2	2,7	2,2
Arbeitslosenquote	%	3,6	3,7	4,1	4,0
Budgetsaldo*	% des BIP	-4,3	-6,5	-6,0	-6,0

*Bundesebene inkl. Sozialversicherungen
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Patrick Franke

Japan: Zurück ins Mittelfeld

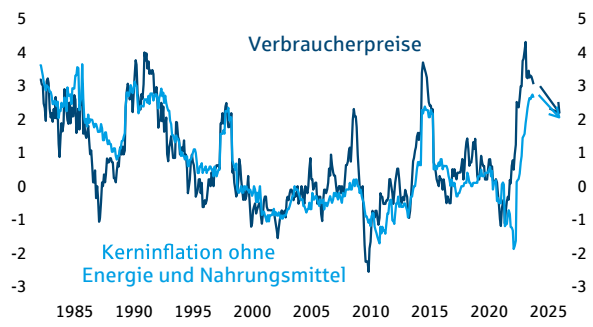
Japans Wirtschaft überraschte 2023 mit einem hohen Wachstum, dürfe dies aber 2024 nicht fortschreiben können. Die Inflation wird sich trotz Beruhigung klar in positivem Terrain einpendeln.

Anders als beim Fußball taugt Japan aus Sicht der Wirtschaft schon lange nicht mehr als Angstgegner. Seit den neunziger Jahren wuchs die Wirtschaft insgesamt nur verhalten. Ein signifikantes Plus gab es zumeist nur nach zuvor deutlichen Rückschlägen. Von daher überrascht der voraussichtliche Zuwachs von **rund 2 % im Jahr 2023**. Japan kann damit fast alle G7-Staaten hinter sich lassen. Seit der Pandemie fällt das Land zumindest nicht mehr hinter Europa zurück. Kann die japanische Wirtschaft damit an frühere Erfolge anknüpfen?

Impulse vom Außenhandel und den Ausrüstungsinvestitionen machen auf den ersten Blick Hoffnung. Im Detail sieht es aber weniger rosig aus: Den Nettoexport trieben eher rückläufige Importe und die Investitionsdynamik hat bereits wieder nachgelassen. Während Außenhandel und Investitionen 2024 wohl weniger zum Wachstum beitragen werden, dürfte der **private Konsum relativ stabil** bleiben. Die Realeinkommen werden sich in Japan verbessern, wenngleich die Impulse sowohl von der Lohnentwicklung als auch der Disinflation weniger kräftig als anderswo ausfallen.

Inflation in ungewöhnlicher Höhe

% gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Auch der Staat wird das Wirtschaftswachstum nicht im größeren Ausmaß stimulieren. Daher sind die Aussichten für 2024 nicht euphorisch, sondern sprechen mehr für ein **BIP-Wachstum auf Normalmaß** um 1 %.

Deflation ist Vergangenheit

An viel frühere Tage erinnerte die Inflation, die in der Spitze auf mehr als 4 % kletterte und damit so hoch wie seit mehr als 40 Jahren nicht mehr lag. Nach gut 3 % im Jahr 2023 dürfte die Teuerung aufgrund einiger Basiseffekte – u. a. entfällt der Preisschub durch die Yen-Abwertung – etwas nachlassen. Allerdings deuten die erhöhten Kerninflationsraten daraufhin, dass die **Preissteigerung breiter als bei vergangenen Anstiegen** ausfällt. Zunehmende Löhne sprechen dafür, dass sich die Inflation auf höherem Niveau einpendelt. 2024 wird die Teuerungsrate wohl im Durchschnitt über 2 % bleiben. Die Deflationszeiten sind beendet. Das wird die Notenbank vermutlich sogar als Erfolg werten.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	1,0	2,0	1,0	0,8
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,5	3,2	2,5	2,0
Arbeitslosenquote	%	2,6	2,6	2,7	2,7
Budgetsaldo	% des BIP	-5,9	-5,2	-4,0	-3,5

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bank of Japan bereit zum Kurswechsel?

Anders als alle anderen wichtigen Notenbanken hat die Bank of Japan ihre Geldpolitik noch nicht merklich gestrafft. Lediglich im Rahmen ihrer Zinskurvensteuerung hat sie die Bandbreiten für zehnjährige Staatsanleiherenditen gelockert. **Reguläre Zinserhöhungen bleiben wohl vorerst außer Reichweite**. Schließlich wird sich die Inflation 2024 verringern, auch wenn nicht auszuschließen ist, dass sie in den Folgejahren – insbesondere ohne Straffung – wieder höher ausfällt. Gut möglich ist jedoch, dass die Bank of Japan die Zinskurvensteuerung beendet bzw. soweit lockert, dass sie keine Rolle mehr spielt. Wirklich restriktiv wird die Geldpolitik damit nicht, aber es wäre zumindest ein Schritt in Richtung Normalisierung. Die achtziger Jahre mit hohem Wachstum und spürbarer Teuerung werden nicht zurückkommen. Aber mutmaßlich normalisieren sich Wachstum und Inflation soweit, dass Japan nicht mehr der große Ausreißer mit Stagnation und Deflation ist.

> *„Es muss eine Kehrtwende geben. Und die muss 360 Grad sein“*
> *Eduard Geyer*

Christian Apelt, CFA

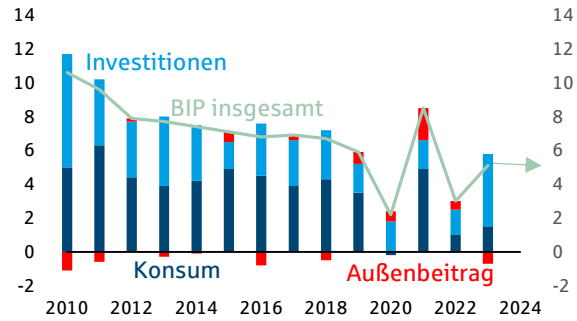
China: Abstiegsgefährdet?

Nach einem schwierigen Jahr 2023 wird es 2024 in China wohl konjunkturell wieder besser. Die Erholung ist aber kein Selbstläufer und die Politik bleibt äußerst gefordert.

Für China war 2023 ökonomisch ein Jahr des tiefen Falls. Die Euphorie über den erwarteten kräftigen und längeren Aufschwung nach dem Ende der Null-Covid-Politik währte nur kurz. Stattdessen folgten eine **Korrektur des Exportbooms** der Vorjahre und eine ausgeprägte **Nachfrageschwäche** im Inland. Letztere war nicht zuletzt getrieben von starken Verwerfungen im Wohnungssektor und den damit verbundenen Effekten auf das Finanzsystem. Aber damit nicht genug: Die USA und andere westliche Länder machten Ernst mit ihrer Ankündigung, China im High-Tech-Bereich aus den internationalen Lieferketten zurückzudrängen. Und **strukturelle Probleme** – vor allem, aber nicht nur demografische – werfen die Frage auf, ob China die USA jemals als größte Volkswirtschaft der Welt ablösen wird – was jahrelang eigentlich als ausgemachte Sache galt.

Konsum schwächelt, Außenhandel bremst

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Prozentpunkten*



*2023 auf Basis der ersten drei Quartale
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

2024: Besser…

Kann 2024 vor diesem Hintergrund nur besser werden? Grundsätzlich ja, aber **es wird kein Selbstläufer**. So liegt das Potenzial für eine Eskalation des Handels- und Technologiestreits mit den USA in einem Wahljahr, in dem sich die Kandidaten für das Weiße Haus und den Kongress als hart gegenüber China profilieren wollen, auf der Hand. Auch der strukturelle Gegenwind von der Demografie nimmt im Zeitablauf weiter zu.

> *„Peak China?“*
> *Schlagzeile des Magazins „The Economist“, Mai 2023*

Die Regierung muss daher über geld- und fiskalpolitischen Stimulus hinaus dringend die systemischen **Ungleichgewichte am Immobilienmarkt und im Finanzsystem** angehen. Mit einem durch hohe Schulden und versiegende Cash-Flows paralysierten Wohnungssektor, verunsicherten Konsumenten und Wohnungskäufern sowie einem angeschlagenen Bankensystem ist eine nachhaltige konjunkturelle Erholung kaum oder gar nicht darstellbar.

…aber nicht wirklich toll

In unserem Basisszenario gelingt eine solche Erholung zwar, aber ohne dass die Nachfrage deswegen boomen würde. Ihre aktuelle Zurückhaltung, was die Dosis des Konjunkturstimulus angeht, wird die Regierung nicht komplett ablegen. Mit einem prognostizierten 5 %-Anstieg des realen BIP im Jahr 2024 kehrt China grob zu seinem **„normalen“ Wachstum** zurück. Dass dieser Wert im Jahresschnitt sogar etwas niedriger ausfällt als das „problematische“ Vorjahr ist der enormen Volatilität rund um den Shutdown in Schanghai 2022 und der Öffnung der Wirtschaft Anfang 2023 geschuldet.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	3,0	5,3	5,0	4,8
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,9	0,5	1,5	2,3
Arbeitslosenquote*	%	5,6	5,2	5,0	4,9
Budgetsaldo	% des BIP	-7,5	-7,0	-7,5	-7,2

*"Surveyed". Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Insgesamt dominieren in China 2024 **landesspezifische Abwärtsrisiken**, sowohl binnenwirtschaftlich als auch außenpolitisch. Insbesondere der Immobilienmarkt bleibt eine Gefahr für die Stabilität. Die Regierung behandelt ihn daher als Priorität und verfügt über weitergehende Eingriffsmöglichkeiten als ihre Pendants in den Industriestaaten. Das Risiko, dass eine ökonomisch und teilweise auch politisch angeschlagene chinesische Führung einen besonders aggressiven außenwirtschaftspolitischen Kurs steuert, ist aber 2024 nach wie vor erhöht.

Patrick Franke



Russland: Schwierige Anpassung an neues Umfeld

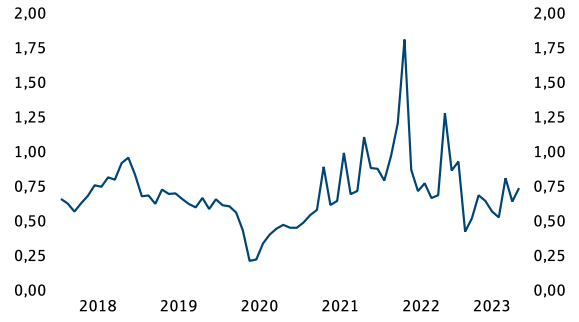
Die Rezession in Russland ist vorbei und das Land steuert 2024 auf ein moderates Plus bei der Wirtschaftsleistung zu. Das geopolitische Umfeld birgt die größten Risiken.

Sämtliche Spiele der russischen Fußballnationalmannschaft für internationale Turniere oder Qualifikationsspiele wurden abgesagt. Seither konzentriert man sich auf Spiele mit Ländern, die Moskau mehr oder weniger freundlich gesonnen sind. Analog verhält es sich in der Wirtschaft. Die (direkten) Verbindungen zu den wichtigen Handelspartnern in Europa sind unterbrochen, asiatische Länder gewinnen an Bedeutung. Trotz umfassender westlicher Wirtschaftssanktionen bleibt die **russische Wirtschaft recht widerstandsfähig** und versucht, sich so gut es geht an das neue Umfeld anzupassen. Die Wirtschaftsleistung dürfte 2024 nach zwei Rezessionsjahren mit 1,8 % ein moderates Plus aufweisen.

> *„Wir haben einem absolut beispiellosen Druck von außen standgehalten“*
> *Präsident Wladimir Putin*

Leichter Aufwärtstrend bei den Öleinnahmen

Monatliche Öl- und Gas-Haushaltseinnahmen, Billionen Rubel



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **wichtigste Stütze der Wirtschaft ist der Rohstoffsektor**, der etwa ein Drittel des BIP, 40 % der Haushaltseinnahmen und fast zwei Drittel der Exporterlöse ausmacht. Der 2024 erwartete Ölpreis dürfte mit durchschnittlich 90 US-Dollar pro Barrel für die Sorte Brent etwas höher liegen als im Vorjahr. Russisches Öl verkauft sich zwar mit einem Abschlag zum Weltmarktpreis, der Ölpreisdeckel von 60 US-Dollar pro Barrel ist jedoch kaum wirksam. Moskau hat bei Rohöltransporten zuletzt immer weniger auf westliche Versicherungen zurückgegriffen: Mitte 2023 war nur ein Viertel der mit russischem Öl beladenen Schiffen bei westlichen Unternehmen versichert. Zwischenhändler, vor allem in Indien, aber auch in China und der Türkei, helfen beim Transport in den Westen.

Jenseits des Rohstoffsektors verhaltene Entwicklung

Um der Rubel-Abwertung entgegenzuwirken hat die russische Zentralbank Mitte 2023 damit begonnen, den Leitzins deutlich anzuheben, in zunächst vier Schritten von 7,5 % im Juli auf 15 % im Oktober. Zumindest bis Mitte 2024 sollte der Leitzins weitgehend auf diesem Niveau verharren, schließlich will man die Konjunktur nicht zu sehr unter Druck setzen. In der zweiten Jahreshälfte 2024 sind dann **Zinssenkungen** denkbar. Die Investitionsaktivitäten werden schwach bleiben – nicht nur wegen des hohen Zinsniveaus, sondern auch, weil die westlichen Unternehmen ihre Aktivitäten im Land weiter zurückfahren.

		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	-2,1	-1,0	1,8	2,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	13,7	7,0	5,5	3,5
Arbeitslosenquote	%	3,9	3,2	3,0	3,2
Budgetsaldo	% des BIP	-2,1	-3,5	-3,0	-2,5

Quellen: EIU, Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nachdem 2023 beim Konsum gewisse Aufholeffekte zu spüren waren, wird es 2024 wieder eine Abschwächung geben, da sich der **Inflationsrückgang verlangsamt**. Mit 5,5 % im Jahresdurchschnitt wird eine Inflationsrate über dem Niveau der Vorkriegszeit erwartet. Druck auf die Preise kommt vom engen Arbeitsmarkt und von den höheren Importkosten.

Die Zeiten der Haushaltsüberschüsse (mit Ausnahme des Corona-Jahres 2020) sind seit Kriegsbeginn vorbei. Geringeren Einnahmen stehen **höhere Ausgaben**, vor allem **für das Militär** gegenüber. Da sich die Rohstoffeinnahmen aber 2024 leicht verbessern, dürfte das Haushaltsdefizit mit rund 3 % des BIP etwas geringer ausfallen als im Vorjahr.

Patrick Heinisch

Brasilien: Aktive Konjunkturpolitik

Der Präsident ringt mit dem Kongress um die Umsetzung seiner Vorhaben. Ein massives Konjunkturprogramm, flankiert von der Geldpolitik, soll das Wirtschaftswachstum stützen.

Brasiliens Präsident Luiz Inácio Lula da Silva steht 2024 vor der Aufgabe, die Haushaltskonsolidierung fortzuführen und sein Versprechen von mehr Wachstum umzusetzen. Erschwerend kommt hinzu, dass der Kongress von rechtsgerichteten Parteien dominiert wird. Mitte 2023 hatte Lula sein Kabinett umgebildet, um sich die Unterstützung des Centrao-Blocks zu sichern. Dennoch wird er im kommenden Jahr von Fall zu Fall mit den Fraktionen im Parlament verhandeln müssen, um seine Agenda umzusetzen, insbesondere da sich diese im Vorfeld der **Kommunalwahlen im Oktober 2024** zu profilieren versuchen werden.

> *„Der Staat wird wieder ein Unternehmerstaat sein“*
> *Präsident Lula da Silva*

Mitte August 2023 hat Lula sein **Konjunkturprogramm** „Aceleração do Crescimento“ vorgelegt. Es sieht bis 2026 Ausgaben von insgesamt 1,7 Billionen Real (ca. 340 Mrd. US-Dollar) vor. Davon soll allerdings nur etwa ein Fünftel direkt aus dem Staatshaushalt getragen werden, der Rest verteilt sich auf Staatsunternehmen, Kreditaufnahme und den Privatsektor. Ziele des Programms sind u.a. eine Erhöhung der öffentlichen und privaten Investitionen, eine Ausweitung der Kreditvergabe und eine ökologisch nachhaltige Entwicklung.

Haushaltsziele werden voraussichtlich verfehlt

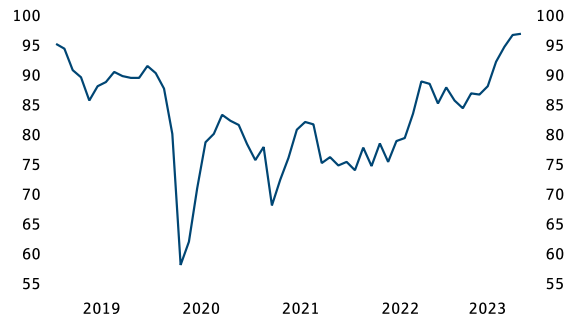
		2022	2023s	2024p	2025p
BIP, real	% gg. Vj.	2,9	2,6	2,2	2,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	9,0	5,0	3,5	3,5
Arbeitslosenquote	%	7,9	8,3	8,5	8,4
Budgetsaldo	% des BIP	-4,0	-7,6	-7,5	-7,0

Quellen: EIU, Helaba Research & Advisory

Dabei kann sich die Regierung 2024 nennenswerte fiskalische Impulse eigentlich gar nicht leisten. Ausgaben für Zinszahlungen in Höhe von jährlich fast 7 % des BIP lasten auf den Staatsfinanzen. Der Haushaltsentwurf für 2024 sieht einen ausgeglichenen Primärsaldo vor. Reformen bezüglich Steuervereinfachung und einer progressiveren Einkommensbesteuerung stehen noch auf der Agenda. Es ist aber unwahrscheinlich, dass Lula seine Pläne im Kongress eins zu eins wird umsetzen können. Daher dürfte die erhoffte **Einnahmensteigerung** (1,5 % des BIP) **geringer als geplant ausfallen**. Auf der Ausgabenseite gibt es Druck durch das Konjunkturprogramm, sodass das Ziel eines ausgeglichenen Primärsaldos 2024 nicht erreicht werden dürfte.

Gute Stimmung bei den Verbrauchern

Verbrauchervertrauensindex, Juli 2010=100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Wachstumsunterstützung kommt aber von der **Geldpolitik**. Die brasilianische Zentralbank war eine der ersten weltweit, die mit dem Zinserhöhungszyklus zur Bekämpfung der Inflation begonnen hatte, was ihr erfolgreich gelang. Anfang August 2023 wurde die Zinswende eingeleitet. 2024 dürfte es **weitere Zinssenkungen** geben, da sich die Inflation ihrem Zielwert von 3 % nähert.

Die Geldpolitik wird sich positiv auf die **Investitionen** auswirken und die Inflation weiter drücken. Davon profitiert auch der **Konsum**, der sich bereits 2023 gut entwickelt hatte, wie der das ganze Jahr über gestiegenen Index zum Konsumentenvertrauen signalisiert. Dennoch dürfte das **Wirtschaftswachstum 2024** mit **2,2 %** etwas geringer **ausfallen** als im Vorjahr, als die Landwirtschaft mit einer Rekordernte an Sojabohnen, dem zweitwichtigsten Exportprodukt des Landes, einen Sonderfaktor darstellte. Die außenwirtschaftliche Nachfrage wird insgesamt schwächer ausfallen.

Patrick Heinisch

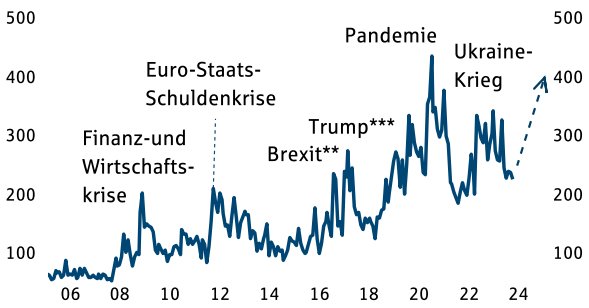
Negativszenario: Vorrundenaus (20 %)

Die besten Absichten und größten Pläne schützen nicht vor einem schnellen Scheitern. Tatsächlich können übertriebene Ambitionen und der Einsatz scheinbar erprobter, aber überholter Mittel dies wahrscheinlicher machen. In unserem Negativszenario fällt die Weltwirtschaft in eine Rezession. Dazu tragen insbesondere die Spielmacher in den Notenbanken bei, weil sie im Straffungszyklus überzogen haben. Aber auch die Politik ist mitverantwortlich. Eine zunehmend protektionistische Ausrichtung und geopolitische Konfrontationen führen zum Vorrundenaus.

Nachdem die konjunkturelle Entwicklung 2023 in den Industriestaaten in der Tendenz positiv überraschte, stellt sich die Frage: Ist die **Rezession**, die nach den massiven Leitzinserhöhungen eigentlich zu erwarten war, **aufgehoben oder nur aufgeschoben?** Deutschland ist dabei bisher schlechter gefahren als seine Nachbarn in der Eurozone oder die USA. Aber selbst hierzulande steckte die Wirtschaft den Inflationsschock und die geldpolitische Straffung bis dato besser weg als die meisten vorher gedacht hätten.

Wachstumsrisiko durch geopolitische Instabilität

Globaler Unsicherheitsindex*



*Zur Berechnung werden u. a. Zeitungsberichte herangezogen
**Referendum ***Wahl zum US-Präsidenten
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Nun sind die **Wirkungsverzögerungen** der Geldpolitik bekanntermaßen „lang und variabel". Die These, die Notenbanken hätten doch übertrieben und es sei nur eine Frage der Zeit, bis wir das in den realwirtschaftlichen Daten sehen, ist schwer zu entkräften. Die Pessimisten haben in diesem Fall die historische Erfahrung eindeutig auf ihrer Seite.

Rezession als Preis des Sieges über die Inflation

Eine **spürbare zyklische Kontraktion** zu Beginn des Jahres ist daher nur allzu plausibel. Sie würde wohl die Phase des „unverwundbaren" Arbeitsmarktes beenden, die vielerorts bislang für Überraschung gesorgt hat. **Steigende Arbeitslosigkeit** belastet die Einkommen und verunsichert die Konsumenten. Ein sehr kalter Winter könnte zudem das Thema „Energieengpässe" wieder auf die Agenda bringen.

Rezessionen ziehen stets auch die **Finanzstabilität** in Mitleidenschaft. Steigenden Ausfallquoten bei Krediten würde ein Rückgang der Zinsen gegenüberstehen – aber nicht auf die Rekordtiefs vor oder während der Pandemie. Stattdessen sollte sich eine **„neue Normalität"** offenbaren, in der die Leitzinsen nicht mehr auf oder unter null fallen und nicht überall wieder riesige Anleihekaufprogramme gestartet werden. Die Fed beispielsweise würde den Leitzins in diesem Szenario zwar wohl sehr beherzt senken – aber eben nur auf rund 2 %.

> *„Erst hat man kein Glück, und dann kam auch noch Pech dazu"*
> *Jürgen Wegmann*

Wenn die Zinsen nicht mehr in die Regionen der Niedrigzinsphase zurückfallen, bleibt auch der **Immobiliensektor** unter Druck. Trotz schwacher Konjunktur sind Hypotheken weiterhin teurer als 2020/2021. Projektentwickler und Bauträger müssen sich kostspieliger refinanzieren. Die Korrektur am Immobilienmarkt dürfte daher weitergehen.

Geo- und Handelspolitik: Falsche Taktik

Die geopolitischen Spannungen sind in zahlreichen Regionen hoch – jüngstes Beispiel ist die Krise im Nahen Osten. Dies belastet die Stimmung, verunsichert und führt zu Zurückhaltung, insbesondere bei den Investitionen. Auf den Feldern der Geo- und Handelspolitik sind 2024 spektakuläre Eigentore denkbar. Hier zählt die richtige Taktik: Zwischen **China** und dem Westen kann – von beiden Seiten ausgehend – viel falsch gemacht werden. Dabei drohen Fehlentscheidungen zu **Kollateralschäden** auf anderen Gebieten zu führen.

Wenn die EU beispielsweise eine Strafsteuer auf chinesische Elektroautos einführen sollte, bremst dies den Umstieg von den Verbrennern. Milliardenschwere Subventionen für Chiphersteller und andere Großunternehmen fehlen an anderer Stelle – vor allem in einem konjunkturell schwachen Umfeld. Staatliche **Industriepolitik** kann zu Überkapazitäten, Ineffizienzen und höheren Preisen führen, die nicht nur die Klimawende verlangsamen, sondern auch den aus demografischen Gründen immer wichtiger werdenden **Produktivitätszuwachs dämpfen**.

Die **Schwellenländer**, deren Verschuldung bereits durch die Pandemie und den Rohstoffpreisschock nach dem Beginn des Ukraine-Kriegs stark gestiegen war, stehen erneut im Fokus. Restrukturierungen der Auslandsverschuldung sind, stärker noch als in der Vergangenheit, bei den ärmeren Ländern ein Thema.

Prognoseübersicht im Negativszenario

Konjunkturell ist 2024 gezeichnet von einer **Rezession**, der im zweiten Halbjahr eine flache Erholung folgt. Deutschland verzeichnet einen Rückgang seiner Wirtschaftsleistung von rund 2 %, die US-Wirtschaft schrumpft um 0,5 %.

Die **Inflation** fällt spürbar, getrieben vor allem von einem deutlich niedrigeren Ölpreis. Dieser Effekt ist in den USA erfahrungsgemäß stärker als in Europa, zumal vor allem dort im Winterhalbjahr 2023/2024 höhere Gaspreise belasten. Die Kernraten geben zwar ebenfalls nach, kommen aber von einem hohen Niveau, so dass hier z. B. in den USA die 2 %-Marke erst im Herbst unterschritten wird.

Die **Notenbanken** schwenken im negativen Szenario auf einen schnellen Zinssenkungskurs ein, in dem die Leitzinsen in üblicher Manier in kurzer Zeit stark reduziert werden. Sie fallen dabei aber nicht mehr auf die Tiefs aus der Pandemiezeit zurück. Die Fed senkt ihren Leitzins auf 2 %, die EZB den Refinanzierungssatz auf 1,5 %.

Bei **Renten** führt der kraftvolle Schwenk der Notenbanken zu einem deutlichen Renditerückgang. Die Flucht in vermeintlich sichere Häfen und sinkende langfristige Inflationserwartungen unterstützen diese Entwicklung. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen notiert in diesem Szenario Ende 2024 bei rund 1,5 %.

Die ungünstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen lassen die Ausfallraten der **Corporates** steigen und führen zu einer merklichen Ausweitung der Spreads. Für den **Bankensektor** bedeutet dies steigende Problemkreditquoten. **Covered Bonds** profitieren bei zunehmender Risikoaversion von ihrem Status als „sicherer Hafen“. Nachgebende Zinsen wirken sich auf die Spread-Entwicklung dämpfend aus.

Die gegenwärtigen Belastungsfaktoren halten an und verschärfen sich sogar noch. Dies führt zu deutlichen Rückgängen bei den Unternehmensgewinnen. Die Risikoaversion der Anleger nimmt zu und verursacht eine weitere Bewertungskontraktion. **Aktien** rutschen in einen Bärenmarkt. Der DAX unterschreitet zwischenzeitlich die Marke von 11.000 Punkten.

> *„In diese Spiel, wie zwei oder drei, diese Spieler waren schwach wie eine Flasche leer“*
> *Giovanni Trapattoni*

Am deutschen **Immobilienmarkt** nimmt die Talfahrt der Kaufpreise wieder an Fahrt auf. Während der Rückgang bei Wohnimmobilien angesichts der nach wie vor großen Knappheit an Wohnraum überschaubar bleibt, verlieren Büro- und Einzelhandelsimmobilien deutlich an Wert. Daran ändern auch die wieder niedrigeren Finanzierungskosten nichts.

Gold ist nun als Krisenabsicherung stark gefragt. Das Edelmetall knackt mühelos sein altes Rekordhoch von 2.075 US-Dollar je Feinunze und strebt in Richtung 2.500 US-Dollar.

Auch der **US-Dollar** ist zunehmend als sicherer Anlagehafen gefragt, nicht nur aufgrund der geopolitischen Unsicherheiten. Schließlich leidet Europa stärker unter der Rezession. Der Euro-Dollar-Kurs fällt bis auf 0,90.

Patrick Franke

Positivszenario: Ballzauber (10 %)

Spektakuläre Ballakrobatik, perfektes Passspiel, Dribblingerfolge gegen mehrere Gegner und dann ein aus scheinbar unmöglicher Lage heraus erzieltes Tor – solcher Ballzauber ist im Fußball die Ausnahme, nicht die Regel. Das liegt unter anderem daran, dass so viel richtig laufen muss und alle Beteiligten mit vollem Engagement dabei sein müssen. Das wirtschaftspolitische Äquivalent erfordert in ähnlicher Weise Teamgeist, eine Prise Genialität und eine Portion Glück: Nicht unmöglich, aber selten.

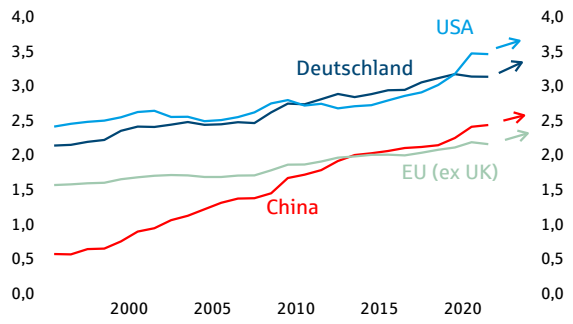
Unser Positivszenario hat dieses Jahr eine **geringere Wahrscheinlichkeit** als das Negativszenario. Kurz gesagt: Damit es eintritt, muss mehr gut gehen als im anderen Fall daneben. Alle oder zumindest viele der politisch Verantwortlichen müssen nicht nur in Top-Form sein, sondern sich auch dem Mannschaftsspiel unterordnen.

Dies gilt insbesondere hinsichtlich zweier Hauptquellen von Verunsicherung und Irritation der jüngsten Vergangenheit: der verbreiteten **Abkehr von der Globalisierung** zugunsten eng definierter „heimischer" Interessen und – damit verbunden – der Zunahme **geopolitischer Streitigkeiten**. Ein **Abbau dieser Spannungen** ist ein zentraler Aspekt des Positivszenarios. Während das im Falle des Ukrainekriegs eher schwierig erscheint, ist im Verhältnis mit China auf beiden Seiten durchaus ein diplomatischer Kurs möglich, der mehr die gemeinsamen Interessen wie den Klimawandel und weniger die Zielkonflikte in den Mittelpunkt stellt. Eine weltweit engere Kooperation in der Handels- und Umweltpolitik sowie weniger Subventionswettlauf auf Kosten der ärmeren Länder brächten ebenfalls positive Impulse. Nicht einfach, aber auch nicht unrealistischer als ein Tor durch Fallrückzieher.

Neben diesen politischen Faktoren gibt es allerdings auch intrinsische Argumente für eine bessere Konjunktur. Diese greifen zwar schon im Basisszenario, können aber auch stärker als erwartet ausfallen. So ist der **globale Industriezyklus** wahrscheinlich nahe seinem Tief, die aufgestaute Nachfrage wird den Aufschwung stärken. Wegen des bei uns besonders schwachen Jahres 2023 besteht hier vor allem in Deutschland Aufholpotenzial. **Strukturelle Probleme verhindern eine zyklische Erholung nicht.**

Mehr Innovationen sorgen für Wachstum

Forschungs- und Entwicklungsausgaben, % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nachfrage- und Angebotsboom

Ein entscheidendes Charakteristikum des Positivszenarios ist dabei, dass es nicht nur einen Nachfrageboom umfasst, sondern auch einen **positiven Angebotsschock**, der verhindert, dass die Kernteuerung so wie 2021 durch die Decke geht. Am wahrscheinlichsten ist hier eine Kombination von technischem Fortschritt und mehr Kapital, sprich unternehmerischer Investitionstätigkeit. Die Potenziale von Innovationen wie KI oder die Chancen „grüner" Technologien liegen auf der Hand.

> *„Wenn es läuft, dann läuft es"*
> *Manfred Schwabl*

Die **Inflation** zieht daher nur etwas mehr an als im Basisszenario, vor allem wegen des steigenden Ölpreises. Als Konsequenz haben die Notenbanken nicht viel mehr zu tun. Kurzfristig, d. h. am Anfang von 2024, wäre mit weiteren Zinserhöhungen rechnen, im Umfang von etwa 50 Basispunkten. Die Konjunktur kann dies aber gut verkraften, denn Trendwachstum und „neutraler" Zins liegen dank der Investitionsdynamik deutlich über den Vergleichswerten im Basisszenario.

Sprudelnde Steuereinnahmen und weniger Sozialtransfers wegen der guten Wirtschaftslage ermöglichen den Regierungen trotz der etwas höheren Zinsen, die **Verschuldung** in den Griff zu bekommen. Bei starkem Wachstum riskiert man eher, den Rotstift anzusetzen und die Fiskalpolitik etwas zu straffen.

Prognoseübersicht im Positivszenario

Das **Wirtschaftswachstum** nimmt stark zu. Für Deutschland erwarten wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsproduktes um rund 2 %, deutlich mehr als im Basisszenario. Weil dies aber kein isolierter Nachfrageboom ist, bleibt der zusätzliche Impuls für die **Inflation** überschaubar – er konzentriert sich vor allem auf die Energiepreise. Auch im Positivszenario fallen die Inflationsraten im Jahresverlauf beidseitig des Atlantiks, nur eben langsamer als im Basisszenario.

Damit sind Zinssenkungen für die **Notenbanken** 2024 kein Thema. Stattdessen würden sie wohl auf kurze Sicht auf das bisher erreichte Zinsniveau noch mal ein bisschen was draufpacken. Die Fed hebt ihren Leitzins auf etwa 6 % an, die EZB auf 5 %.

Die **Anleihemärkte** geraten durch die steigenden Leitzinsen und deutlich höhere Inflationserwartungen dies- und jenseits des Atlantiks unter Druck. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen nimmt bis Ende 2024 auf über 4 % zu. Die Risikoaufschläge für Staatsanleihen werden jedoch aufgrund der abnehmenden fiskalpolitischen Sorgen tendenziell sinken.

Steigende Gewinne und Cashflows führen zu sinkenden Ausfallraten bei den Unternehmen. In der Folge verzeichnen die Risikoprämien der **Corporates** einen spürbaren Rückgang**.**

Für den **Bankensektor** bedeutet dies, dass die Problemkreditquoten auf ihrem zuletzt historisch niedrigen Niveau verharren. Das Kreditneugeschäft springt an. Dank der sehr guten Ertragslage können die Banken weiter Eigenkapital aufbauen, was sie zumindest teilweise über Aktienrückkaufprogramme und Dividenden wieder an ihre Eigentümer auszahlen.

> *„Da wir nicht voll auf Niederlage spielen, spielen wir voll auf Sieg“*
> *Berti Vogts*

Ein neuerliches Drehen an der Zinsschraube erhöht kurzfristig das Renditeniveau von **Covered Bonds**. Der „Safe-Haven-Status“ gedeckter Papiere ist bei nachlassender Risikoaversion für Investoren nicht länger ein maßgebliches Anlagekriterium.

Die Konjunkturerholung führt zu deutlich steigenden Umsätzen bei den Unternehmen. Da gleichzeitig die Margen hoch bleiben, kommt es zu zweistelligen Steigerungsraten bei den Unternehmensgewinnen. Der Risikoappetit nimmt deutlich zu. Anleger billigen **Aktien** eine signifikant höhere Bewertung zu. Der DAX überschreitet bis Jahresende 2024 die Marke von 20.000 Punkten.

Immobilien profitieren von der besseren wirtschaftlichen Lage, die den negativen Effekt weiter steigender Finanzierungszinsen überkompensiert. Die Wohnimmobilienpreise nehmen wieder dynamisch zu, während sich Büroimmobilien zumindest stabilisieren und Einzelhandelsimmobilien nach langjähriger Talfahrt etwas besser entwickeln.

Steigende Opportunitätskosten über nachhaltig höhere Realzinsen setzen **Gold** unter Druck. Zudem ist das Edelmetall auch nicht als Krisenwährung gefragt. Das Edelmetall sackt in Richtung 1.500 US-Dollar je Feinunze ab.

Die Aufhellung der Konjunktur und eine geopolitische Entspannung heben die Laune auch am Devisenmarkt. Der sichere Hafen **US-Dollar** wird weniger gefragt. Insbesondere überrascht in der Eurozone das Wachstum positiv. Dadurch schmilzt der Renditevorteil des Dollar gegenüber der Gemeinschaftswährung. Der Euro-Dollar-Kurs steigt bis auf 1,25.

Patrick Franke

Prognosetabelle: BIP und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2022	2023s	2024p	2025p	2022	2023s	2024p	2025p
Eurozone	3,4	0,5	1,3	1,2	8,4	5,5	3,0	2,5
Deutschland	1,9	0,0	1,3	1,1	6,9	6,0	3,0	2,5
Frankreich	2,5	1,0	1,5	1,2	5,9	5,7	3,0	2,7
Italien	3,9	0,7	1,1	1,2	8,7	6,1	2,7	2,6
Spanien	5,8	2,4	2,0	1,5	8,3	3,5	3,3	2,7
Niederlande	4,5	0,5	1,2	1,5	11,6	6,0	4,0	2,3
Österreich	4,8	-0,3	1,0	1,7	8,6	7,9	3,7	2,6
Schweden	2,9	-0,5	0,8	2,3	8,4	8,6	3,5	2,2
Polen	5,6	0,0	2,5	3,4	14,4	11,6	5,3	4,0
Tschechien	2,4	-0,2	2,2	2,8	15,1	10,9	2,7	2,7
Ungarn	4,6	-0,5	3,2	3,5	14,5	17,8	5,0	3,8
Großbritannien	4,3	0,5	1,0	1,2	9,1	7,4	3,5	2,5
Schweiz	2,4	1,3	1,5	1,4	2,8	2,2	1,5	1,5
USA	1,9	2,3	1,3	2,2	8,0	4,2	2,7	2,2
Japan	1,0	2,0	1,0	0,8	2,5	3,2	2,5	2,0
Asien ohne Japan	3,7	4,7	4,7	4,6	3,7	2,4	2,5	2,5
China	3,0	5,3	5,0	4,8	1,9	0,5	1,5	2,3
Indien*	7,2	6,5	6,0	5,9	6,7	5,7	4,5	4,0
Russland	-2,1	-1,0	1,8	2,0	13,7	7,0	5,5	3,5
Türkei	5,6	3,0	2,8	3,7	72,4	37,0	20,0	11,2
Lateinamerika**	3,7	1,7	2,3	2,4	14,9	16,7	13,0	8,6
Brasilien	2,9	2,6	2,2	2,0	9,0	5,0	3,5	3,5
Welt	3,0	2,8	2,9	3,1	7,0	5,1	3,7	3,0

Welt: gewichtet auf PPP-Basis, ab Juni 2023 Umstellung auf Basisjahr 2017; Verbraucherpreise Welt ohne Türkei

*Indien: Financial Year; ** Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela; p=Prognose, BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt

Quellen: Macrobond, Refinitiv, Helaba Research & Advisory



Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit Jahresultimo	aktueller Stand*	Helaba-Prognosen Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024
Zinsen	Basispunkte	%				
EZB Refi-Satz	200	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
EZB Einlagenzins	200	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50
Tagesgeldsatz €STR	201	3,90	4,00	4,00	3,75	3,50
3M Euribor	184	3,97	4,00	3,80	3,50	3,30
6M Euribor	138	4,07	4,05	3,85	3,55	3,35
2j. Bundesanleihen	25	3,01	3,10	2,90	2,50	2,30
5j. Bundesanleihen	2	2,60	2,75	2,75	2,50	2,30
10j. Bundesanleihen	15	2,72	2,70	2,70	2,50	2,30
2j. Swapsatz	14	3,53	3,70	3,50	3,00	2,80
5j. Swapsatz	-8	3,16	3,35	3,35	3,10	2,90
10j. Swapsatz	3	3,23	3,30	3,30	3,10	2,90
20j. Swapsatz	32	3,25	3,00	3,05	2,90	2,70
30j. Swapsatz	49	3,02	3,00	3,05	2,90	2,70
Fed Funds Target Rate	100	5,38	5,38	5,38	5,13	4,88
10j. US-Treasuries	78	4,66	4,40	4,30	4,20	4,00
Aktien	Landeswährung, %					
DAX	8,8	15.144	16.400	16.800	17.200	17.500
Euro Stoxx 50	9,9	4.170	4.500	4.600	4.700	4.800
Dow Jones	2,1	33.839	36.200	36.800	37.400	38.000
S&P 500	12,5	4.318	4.580	4.650	4.730	4.800
Nikkei 225	21,1	31.602	35.200	35.800	36.400	37.000
Gold und Brentöl	%					
Gold €/Unze	9,7	1.869	1.810	1.818	1.818	2.000
Gold $/Unze	8,9	1.986	1.900	2.000	2.000	2.200
Brentöl $/Barrel	1,1	87	89	89	90	91
Devisen	jeweils gg. Euro, %	jeweils gg. Euro				
US-Dollar	0,8	1,06	1,05	1,10	1,10	1,10
Japanischer Yen	-12,1	160	155	153	150	148
Britisches Pfund	1,7	0,87	0,86	0,86	0,87	0,88
Schweizer Franken	2,8	0,96	0,97	0,98	1,00	1,01

* 02.11.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Wir sind für Sie da:

Themengebiete	Autoren/-innen	Durchwahl 069/9132-
Chefvolkswirtin/ Head of Research & Advisory	Dr. Gertrud R. Traud	20 24
Rentenstrategie	Ulf Krauss	47 28
Aktienstrategie	Markus Reinwand, CFA	47 23
Devisen, Großbritannien, Japan	Christian Apelt, CFA	47 26
Gold	Claudia Windt	25 00
Immobilien	Dr. Stefan Mitropoulos	46 19
Covered Bonds	Christian Schmidt	23 88
Unternehmensanleihen	Ulrich Kirschner, CFA	28 39
Bankanleihen	Dr. Susanne Knips	32 11
Deutschland, Eurozone	Dr. Stefan Mütze	38 50
USA, China, Szenarien	Patrick Franke	47 38
Nord- und Zentraleuropa	Marion Dezenter	28 41
Emerging Markets	Patrick Heinisch	74 27

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos
Susanne Eulenkamp

Produktion:
Saskia Lethaus

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Bildquellen

Editorial, S. 3	© Jan Ole Helmbold; master1305/iStock.com
Basisszenario, S. 1, 4	© anton5146/iStock.com
Negativszenario, S. 4	© Syda Productions/stock.adobe.com
Positivszenario, S. 4	© Blend Images – Erik Isakson/gettyimages.de; Lorado/iStock.com; Alex/stock.adobe.com