



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2024
WIRTSCHAFTLICHE CHANCEN,
POLITISCHE RISIKEN

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2024 WIRTSCHAFTLICHE CHANCEN, POLITISCHE RISIKEN

Autoren:

Dr. Salomon Fiedler, Telefon +44 20 3753-3067, salomon.fiedler@berenberg.com

Dr. Jörn Quitzau, Telefon +49 40 350 60-113, joern.quitzau@berenberg.de

Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 7771 920377, holger.schmieding@berenberg.com

Abgeschlossen am 14. Dezember 2023

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: Dezember 2023



INHALT

Teil 1	Ausblick in Kürze	1
Teil 2	Überblick: Unruhige Zeiten	2
	1. Wirtschaftliche Chancen, politische Risiken	2
	2. Wirtschaftsprognosen im Überblick	5
	3. Ausgewählte Regionen	6
	4. Inflation und Geldpolitik	13
Teil 3	Im Fokus	17
	1. Ökologischer Umbau: Zwischen Wachstumswunder und blauem Wunder	17
	2. Deutschland: Nicht der kranke Mann Europas	19
Teil 4	Ein Blick auf die wichtigsten Risiken	21
	1. Wirtschaftliche Risiken	21
	2. Politische Risiken	21
Teil 5	Finanzmärkte	24
	1. Verhaltener Rückenwind für Risikomärkte	24
	2. Zinsen: Der große Anstieg ist vorbei	25
	3. Währungen: Geo- und Geldpolitik als Kurstreiber	26
Teil 6	Kapitalmarktprognosen	28



TEIL 1 AUSBLICK IN KÜRZE

Wirtschaft und Finanzmärkte haben das Jahr 2023 trotz vieler Probleme besser gemeistert als erwartet. In den kommenden zwölf Monaten stehen sie aber erneut vor großen Herausforderungen. Die Inflation kann noch nicht als endgültig gezähmt gelten. Der Tritt der Zentralbanken auf die geldpolitische Bremse wird seine volle Wirkung wohl erst im neuen Jahr entfalten. Auch die Liste der politischen Risiken ist lang.

Unruhige Zeiten

Dennoch überwiegt beim Blick auf 2024 insgesamt die Zuversicht. In den USA zeichnet sich eine sanfte Landung der Konjunktur ab. In Europa mehren sich die Anzeichen, dass die schmerzhafteste Lagerkorrektur im Verarbeitenden Gewerbe Anfang 2024 auslaufen wird. Auch das chinesische Wachstum scheint sich zu stabilisieren – wenngleich auf einem für chinesische Verhältnisse schwachen Niveau.

Sanfte Landung in den USA, Europa hat Talsoble bereits erreicht

Auf beiden Seiten des Atlantiks hat die Inflation so weit nachgelassen, dass die großen Notenbanken im kommenden Jahr beginnen können, ihre Geldpolitik wieder etwas zu lockern, in den USA und Großbritannien wohl früher und stärker als in der Eurozone. Zusammen mit den nicht mehr ganz so hohen Energiepreisen kann dies zu einer besseren Weltkonjunktur im zweiten Halbjahr 2024 beitragen.

Rückläufige Inflation ermöglicht die Zinswende

In Europa steigen die Einkommen der Verbraucher seit dem Frühjahr 2023 bereits wieder schneller als die Preise. Angesichts der schwachen Industriekonjunktur im Verarbeitenden Gewerbe haben die Verbraucher den Zuwachs bisher weitgehend gespart. Sollte sich die Lage im Verarbeitenden Gewerbe nach dem Ende der Lagerkorrektur wieder bessern, kann dies die Verbraucher ermutigen, wieder mehr Geld auszugeben. Wir erwarten deshalb einen neuen Aufschwung in Europa ab dem Frühjahr 2024.

Europa: neues Wachstum im Frühjahr

Finanzmärkte setzen auf die Zukunft. Einen Abschwung in den USA in der ersten Hälfte 2024 und einen zunächst noch schwierigen Winter in Europa haben sie offenbar weitgehend eingepreist. Stattdessen kann die Aussicht auf eine weniger straffe Geldpolitik und einen neuen Aufschwung im Laufe des Jahres 2024 die Märkte stützen.

Eine weniger straffe Geldpolitik kann die Kurse stützen

Sollte sich die europäische Konjunktur tatsächlich erholen, könnte dies das Interesse ausländischer Anleger an Europa stärken. Europäische Aktien und der Euro könnten dabei relativ gut abschneiden. Das gilt vor allem für die Titel kleiner und mittlerer Unternehmen, um die Anleger derzeit oftmals einen großen Bogen machen. Auch viele Schwellenländer könnten davon profitieren.

Vorteil Europa?

Allerdings bleibt das Umfeld schwierig. Zum einen haben die Märkte mit ihrer Rallye im November und Anfang Dezember 2023 bereits einen Teil der unseres Erachtens fundamental gerechtfertigten Kursgewinne vorweggenommen. Zum anderen könnten politische Risiken im Zeitablauf immer stärker in den Vordergrund treten.

Aber das Umfeld bleibt schwierig

Ab dem Sommer könnte der mögliche Ausgang der US-Wahlen am 5. November die Diskussion prägen. Ein mögliche Rückkehr Donald Trumps könnte zu geopolitischen Risiken führen, unter denen insbesondere Europa leiden könnte. Unser verhaltener Optimismus gilt deshalb vorerst mehr für das erste Halbjahr 2024 als für das Gesamtjahr.

Risiko Trump?

TEIL 2 ÜBERBLICK: UNRUHIGE ZEITEN

(Dr. Holger Schmieding)

1. Wirtschaftliche Chancen, politische Risiken

Große Herausforderungen

Nach einem oftmals doch erfreulichen Jahr 2023 stehen Wirtschaft und Finanzmärkte in den kommenden zwölf Monaten erneut vor großen Herausforderungen. Die Inflation hat zwar kräftig nachgelassen, kann aber noch nicht als endgültig gezähmt gelten. Der Tritt der Zentralbanken auf die geldpolitische Bremse wird seine volle Wirkung wohl erst im neuen Jahr entfalten. China hat seine Rolle als Wachstumsmotor der Welt endgültig eingebüßt. Während die US-Konjunktur an Schwung verliert, geht die Wirtschaftsleistung in der Eurozone bereits seit dem Sommer etwas zurück. Das vom Welthandel abhängige und vom Putin-Schock hart getroffene Deutschland steckt in einer leichten Rezession. Dazu kommen politische Risiken, die von einem möglichen Wahlsieg Donald Trumps in den USA im November 2024 bis zu einem denkbaren russischen (Teil-)Erfolg im Krieg gegen die Ukraine und – im Extremfall – sogar einem chinesischen Angriff auf Taiwan reichen. Zum Ausklang des Jahres 2023 bleibt die Lage schwierig.

Drei Gründe für verbaltene Zuversicht

Dennoch überwiegt beim Blick auf das kommende Jahr insgesamt die Zuversicht. Drei Gründe sprechen für einen vorsichtigen Optimismus für Wirtschaft und Finanzmärkte:

Europa erreicht die Talsoble

Erstens mehren sich die Anzeichen, dass die Konjunktur in Europa bald die Talsoble erreicht haben könnte. Die ausgeprägte Lagerkorrektur, die derzeit das Verarbeitende Gewerbe belastet, kommt offenbar voran. Die Phase, in der Unternehmen sogar weniger produzieren als sie verkaufen, dürfte Anfang 2024 zu Ende gehen. Bei rückläufiger Inflation und einem weitgehend stabilen Arbeitsmarkt erholt sich die Kaufkraft der Verbraucher vom inflationsbedingten Rückschlag des Jahres 2022. Dies ist eine gute Basis für einen neuen Aufschwung der Binnenwirtschaft im kommenden Jahr.

Sanfte Landung in den USA

Zweitens zeichnet sich für die USA eine sanfte Landung der Konjunktur ab. Auch dank einer weiterhin expansiven Fiskalpolitik und der noch immer gut gefüllten Finanzpolster vieler Unternehmen und Haushalte hat die Wirtschaft dort den Schock der kräftig gestiegenen Finanzierungskosten bisher vergleichsweise gut verkraftet. Der aktuelle Datenkranz deutet zwar auf eine spürbare Wachstumsschwäche im ersten Halbjahr 2024 hin, aber bisher nicht auf eine harte Bereinigungsrezession.

Rückläufige Inflation ermöglicht die Zinswende

Drittens hat die Inflation so weit nachgelassen, dass die großen Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks im kommenden Jahr beginnen können, ihre Geldpolitik wieder etwas zu lockern, in den USA und Großbritannien wohl früher und stärker als in der Eurozone. Zusammen mit den nicht mehr ganz so hohen Energiepreisen kann dies zu einer besseren Konjunktur im zweiten Halbjahr 2024 beitragen.

Risiko Trump

Allerdings dürfte im kommenden Sommer das Thema Trump immer mehr in den Vordergrund rücken. Sollte es tatsächlich nach einem Wahlsieg für ihn aussehen, könnte neben den geopolitischen Risiken auch die Gefahr neuer Handelskriege die Wirtschaft und die Märkte gerade im exportorientierten Europa belasten. Aktuell bezieht sich unser vorsichtiger Optimismus also mehr auf die erste Hälfte 2024 als auf das Gesamtjahr.



Ein Blick zurück

Bevor wir unsere Vorhersagen für 2024 erläutern, lohnt sich ein Blick zurück. Wie Tabelle 1 zeigt, hat sich die Konjunktur auf beiden Seiten des Atlantiks besser gehalten als befürchtet. Die USA sind trotz eines rekordverdächtigen Anstiegs der Leitzinsen nicht in die erwartete Mini-Rezession abgerutscht. Europa ist weit besser durch den Winter gekommen, als wir es auf dem Höhepunkt der Energiekrise vor einem Jahr vorhergesagt hatten. Auch wenn die offiziellen Zahlen für China die Lage wohl etwas beschönigen, hat selbst China nach dem abrupten Ende der Null-Covid Politik Ende 2022 offenbar ein für seine Verhältnisse noch halbwegs respektables Wachstum erreichen können.

2023: mehr Wachstum als erwartet

Der Schlüssel zum Verständnis der bis zum Herbst 2023 noch immer robusten US-Konjunktur liegt in der Fiskalpolitik. Während der Pandemie hatten die Präsidenten Trump und Biden so großzügige Stimuluschecks verteilt, dass die Einkommen der Haushalte im Jahr 2021 nach Abzug der Inflation um 10 % höher waren als 2019. Während der zinsabhängige Wohnungsbau seit Ende 2021 zwar um mehr als 20 % eingebrochen ist, haben gleichzeitig viele Verbraucher den zunächst gesparten Teil ihrer Stimuluschecks ausgegeben und so den Konsum befeuert. Dies hat die Rezession am Bau mehr als ausgeglichen.

Fiskalpolitik stützt die US-Konjunktur

Trotz der höheren Finanzierungskosten sind auch die Investitionen der Unternehmen in den USA bis Mitte 2023 weiter kräftig gestiegen. Das liegt ebenfalls teilweise an der Fiskalpolitik mit ihren Steueranreizen für grüne und viele andere Investitionen. Zudem sind viele Unternehmen heute für Investitionen weniger auf die jetzt wieder teureren Kredite angewiesen als früher. Denn in den letzten Jahren haben sie oftmals Reserven aufgebaut, die sie jetzt entsprechend nutzen können. Außerdem gehen mittlerweile etwa 40 % der Investitionen in Software sowie Forschung und Entwicklung. Anders als bei Gebäuden und Maschinen bezahlen Unternehmen dies zumeist aus laufenden Einnahmen, ohne dafür einen Kredit aufzunehmen. Da die Unternehmen während der Pandemie keine Überkapazitäten aufgebaut haben, müssen sie zudem in diesem Zinszyklus keine vorherigen Überinvestitionen durch eine Phase geringer Investitionen ausgleichen. Über die steuerlichen Anreize für Investitionen hinaus haben außerdem große staatliche Ausgabenprogramme, die auf absehbare Zeit jeweils etwa 0,3 Prozentpunkte zum jährlichen Wirtschaftswachstum beitragen, die US-Konjunktur spürbar unterstützt.

US-Unternehmen investieren trotz höherer Zinsen

Auch die europäische Konjunktur hat uns im Jahr 2023 positiv überrascht. Aus zwei Gründen ist die leichte Winterrezession ausgefallen, die wir nach dem explosionsartigen Anstieg der Energie- und Strompreise im Herbst 2022 vorhergesagt hatten. Erstens haben die Energiekosten die Verbraucher insgesamt nicht ganz so dramatisch belastet wie befürchtet. Die Lage an den Märkten für Gas und Strom hatte sich bereits im Winter wieder etwas entspannt. Ein Rückgang des Gasverbrauchs im Vergleich zum Vorjahr, beispielsweise um etwa 20 % in Deutschland, hat daran einen erheblichen Anteil. Dazu kamen umfangreiche staatliche Zuschüsse für viele Haushalte und Unternehmen. Die Gas- und Strompreisbremse hat sich dabei als eine Meisterleistung der deutschen Wirtschafts- und Sozialpolitik erwiesen. Zudem haben viele Industriebetriebe das Ende der pandemiebedingten Lieferkettenengpässe genutzt, um ihren außerordentlich hohen Auftragsbestand abzuarbeiten und ihre Lager an Vor- und Endprodukten wieder aufzufüllen. Trotz flauer Endnachfrage haben sie deshalb ihre Produktion Anfang des Jahres nur geringfügig gedrosselt.

Positive Überraschung in Europa

Tab. 1: Wachstumsprognosen im Check - Was hat sich geändert?

	Prognose für 2023		Prognose für 2024	
	Dez. 2022	Aktuell	Dez. 2022	Aktuell
Welt	1,3	2,5	2,4	2,2
USA	-0,1	2,4	1,2	1,4
Japan	1,5	1,9	1,2	0,7
China	4,1	5,0	4,1	4,0
Indien	6,5	6,0	6,7	6,5
Lateinamerika	1,0	1,5	2,4	2,2
Europa	-0,6	0,5	1,5	0,9
Eurozone	-0,3	0,5	1,8	0,7
Deutschland	-0,7	-0,2	1,8	0,6
Frankreich	0,0	0,8	1,8	0,9
Italien	-0,6	0,7	1,3	0,6
Spanien	0,1	2,3	2,0	1,5
Anderes Westeuropa				
Großbritannien	-0,9	0,5	1,6	0,7
Schweiz	-0,4	0,7	1,3	1,2
Schweden	-0,6	-0,5	1,9	0,8
Osteuropa				
Russland	-4,0	0,5	-2,0	0,0
Türkei	1,0	2,5	2,0	2,5

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Werte für „Welt“ aus alter Prognose berichtigt um damalige Gewichtungsfehler. Quelle: alte Prognosen aus „Wirtschaft und Finanzmärkte: Zurück zu besseren Zeiten?; Jahresausblick 2023“, Berenberg, 21. Dezember 2022

*Europa: ohne
Winterrezession auch kein
Sommeraufschwung*

Mangels Winterrezession hat Europa allerdings auch nicht den Wiederaufschwung im Sommer erlebt, den wir zunächst erwartet hatten. Stattdessen ist die Wirtschaftsleistung in der Eurozone im zweiten Halbjahr 2023 offenbar leicht zurückgegangen. Das liegt vor allem an einer Lagerkorrektur im Verarbeitenden Gewerbe. Um nach den Erfahrungen der Pandemie auf Nummer sicher zu gehen, sind viele Unternehmen beim Auffüllen ihrer Lagerbestände im vergangenen Winter über das Ziel hinausgeschossen. Eine schwächere Nachfrage aus China sowie die Neigung vieler Verbraucher, ihr Geld statt für Güter lieber für die während der Pandemie eingeschränkten Dienstleistungen auszugeben, hat viele Betriebe dann ab etwa Mai dazu gezwungen, ihre Lager wieder abzubauen. Eine solche Lagerkorrektur trifft die Konjunktur besonders hart, da Unternehmen dann weniger herstellen, als sie verkaufen, und zudem bei ihren eigenen Lieferanten weniger bestellen, als sie für ihre ohnehin gedrückte Produktion brauchen.

*Verbraucher
halten sich noch zurück*

Die trübere Nachrichtenlage in dem für die Eurozone und insbesondere für Deutschland besonders wichtigen Verarbeitenden Gewerbe hat zusammen mit einigen geopolitischen Risiken (Stichwort Gaza/Hamas) den Verbrauchern die Laune verdorben. Deshalb haben sie ihre Einkommenszuwächse im Herbst 2023 zu einem großen Teil gespart, statt einkaufen zu gehen. Auch der zins- und kostenbedingte Rückgang des Wohnungsbaus hat zur Konjunkturschwäche beigetragen. Insgesamt haben die besseren Nachrichten zum Jahresbeginn aber das Gesamtjahr 2023 auch in Europa mehr geprägt als der mangelnde Schwung im zweiten Halbjahr.



2. Wirtschaftsprognosen im Überblick

Zum Ende des Jahres 2023 ist der unmittelbare Ausblick für die Konjunktur bestenfalls verhalten. Die US-Wirtschaft verliert an Schwung, Europa steckt in einer Stagnation oder sogar in einer milden Rezession, China kämpft mit großen strukturellen Problemen. Auch die härtere Gangart der Notenbanken aus dem Jahr 2023 wird viele Kreditnehmer erst im Jahr 2024 voll belasten.

Ein trüber Winter

Dennoch sprechen aus wirtschaftlicher Sicht vier Gründe dafür, dass die Weltkonjunktur sich spätestens im zweiten Halbjahr wieder spürbar beleben kann:

Gute Gründe für eine bessere Konjunktur im zweiten Halbjahr

- Der Rückgang der Inflation stärkt die Kaufkraft der Verbraucher und ermöglicht den Notenbanken die Rückkehr zu einer weniger restriktiven Politik.
- Mit Ausnahme Deutschlands bleibt die Fiskalpolitik in den USA und Europa expansiv, auch wenn der Impuls etwas geringer ausfallen könnte als zuvor.
- Angesichts eines strukturellen Mangels an Arbeitskräften wird die Arbeitslosigkeit auch in der konjunkturellen Schwächephase nur sehr begrenzt zunehmen. Das begrenzt die Abwärtsrisiken für das Verbrauchervertrauen und den privaten Konsum.
- Der Rückgang der Öl- und Gaspreise in den letzten beiden Monaten des Jahres 2023 auf ein weniger überteuertes Niveau stärkt die Kaufkraft der Verbraucher und senkt die Kosten für Unternehmen. Dies ist eine gute Nachricht für nahezu alle Regionen der Welt mit Ausnahme der großen Energieexportländer.

Allerdings werden sich die Auftriebskräfte vermutlich erst im Verlaufe des Jahres 2024 wieder durchsetzen können. Deshalb erwarten wir für das Jahr 2024 insgesamt ein Wachstum der Weltwirtschaft, das nicht ganz an den ebenfalls nur mäßigen Zuwachs des Jahres 2023 heranreicht. Dabei verdeckt allerdings der Blick auf die Durchschnittszahlen für die jeweiligen Jahre das Verlaufsmuster, das sich anders als im Vorjahr entwickeln dürfte, als sich nach einem unerwartet guten Jahresbeginn die Nachrichtenlage im Laufe der Zeit eingetrübt hatte.

Die Auftriebskräfte setzen sich durch

Angesichts einer anfangs noch schwachen Konjunktur und der in vielen Ländern weiterhin überdurchschnittlich steigenden Staatsausgaben für Rüstung, Investitionen, Klimaschutz und Rentenzahlungen werden die Fehlbeträge in den Staatshaushalten 2024 wohl nur leicht zurückgehen. Sollte das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse voll umgesetzt werden, ohne dass die Ampelregierung für 2024 erneut eine Notlage ausruft, könnte Deutschland sein Staatsdefizit unter einigen Schmerzen vielleicht sogar auf nur noch 0,9 % seiner Wirtschaftsleistung zurückfahren.

Staatsdefizite bleiben aber hoch – Ausnahme Deutschland?

Obwohl die großen Wirtschaftsräume der Welt eng miteinander verflochten sind und sich deshalb gegenseitig beeinflussen, haben sie sich 2023 sehr unterschiedlich entwickelt. Wir erwarten, dass dies auch 2024 der Fall sein wird. Denn sowohl die USA als auch Europa und China haben ihre ganz eigene innere Dynamik, die von der jeweiligen Ausgangslage sowie der heimischen Geld- und Fiskalpolitik geprägt wird. Deshalb bietet es sich an, den Ausblick jeweils getrennt zu diskutieren.

Kein einheitliches Bild

Tab. 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick

	Gewicht	BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosigkeit			Staatshaushalt		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Welt	100,0	2,5	2,2	2,4									
USA	24,2	2,4	1,4	1,7	4,2	2,8	2,3	3,7	4,3	4,2	-6,8	-5,9	-6,0
Japan	5,2	1,9	0,7	1,1	3,3	2,3	1,8	2,6	2,4	2,3	-5,3	-4,0	-3,0
China	18,4	5,0	4,0	3,6	0,4	1,7	2,0	5,2	5,0	4,8	-4,4	-4,0	-3,8
Indien	3,3	6,0	6,5	6,0							-8,0	-7,8	-7,5
Lateinamerika	5,2	1,5	2,2	2,2							-5,0	-4,5	-4,0
Europa	26,4	0,5	0,9	1,6									
Eurozone	15,2	0,5	0,7	1,7	5,4	2,5	2,3	6,5	6,5	5,8	-3,1	-2,5	-2,2
Deutschland	4,4	-0,2	0,6	1,6	6,1	2,7	2,3	3,0	3,3	2,9	-2,2	-0,9	-0,5
Frankreich	3,1	0,8	0,9	1,7	5,7	3,0	2,5	7,3	7,1	6,4	-5,0	-4,4	-3,9
Italien	2,2	0,7	0,6	1,2	5,9	1,6	2,2	7,8	7,6	6,8	-5,5	-4,3	-3,2
Spanien	1,5	2,3	1,5	2,1	3,4	2,4	2,3	12,2	11,5	10,3	-4,0	-3,2	-3,2
Anderes Westeuropa													
Großbritannien	3,2	0,5	0,7	1,7	7,3	2,6	2,1	4,1	4,1	3,7	-4,2	-3,5	-2,8
Schweiz	0,8	0,7	1,2	1,4	2,4	1,5	1,3	2,3	2,2	1,8	0,1	0,5	0,5
Schweden	0,7	-0,5	0,8	2,0	8,2	3,0	2,3	7,6	7,8	7,5	-0,2	-0,5	-0,1
Osteuropa													
Russland	1,9	0,5	0,0	-0,5	8,0	7,0	6,0	3,6	4,0	4,5	-4,0	-4,0	-4,0
Türkei	0,8	2,5	2,5	2,5	46,0	38,0	30,0	10,7	11,0	10,5	-6,5	-5,0	-4,5

Saldo im Staatshaushalt in % des BIP. Alle anderen Werte: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Die US-Daten zum Staatshaushalt sind nicht direkt mit den europäischen Angaben zu vergleichen. In der in Europa üblichen Maastricht-Definition für den Gesamtstaat würden die US-Defizite etwas höher ausfallen. Quelle: Berenberg

3. Ausgewählte Regionen

USA: Sanfte Landung, neuer Schwung im Herbst

Ein energischer Tritt auf die Bremse

In den USA hat die Federal Reserve ihren Leitzins seit Anfang 2022 um 5,25 Prozentpunkte angehoben, um der hausgemachten Inflation Herr zu werden. In der Vergangenheit hat ein derart energischer Tritt auf die geldpolitische Bremse die Konjunktur nahezu immer in eine spürbare Rezession abrutschen lassen. Bisher ist dies nicht geschehen. Aber da Geldpolitik zeitlich verzögert wirkt und die meisten Verbraucher ihre Stimuluschecks mittlerweile ausgegeben haben, wird die Konjunktur Anfang 2024 vermutlich erheblich an Schwung verlieren. Die bisher vorliegenden Daten deuten an, dass dieser Prozess bereits Ende 2023 begonnen hat.

Drei Gründe für eine sanfte Landung

Die eigentliche Frage für die USA ist, wie die Konjunktur landen wird, sanft oder hart. Trotz einiger Abwärtsrisiken spricht vieles für eine eher sanfte Landung, also für eine Phase gedrosselten Wachstums ohne einen schmerzhaften Rückgang der Wirtschaftsleistung. Unsere Vorhersage widerspricht damit der historischen Erfahrung. Aber aus drei Gründen könnte es diesmal tatsächlich anders sein.



Erstens ist der zinsabhängige Wohnungsbau bereits so stark eingebrochen, dass er sich wieder zu stabilisieren scheint. Da dieser Teil einer typischen Rezession also bereits stattgefunden hat, belastet er nicht mehr den Ausblick für 2024.

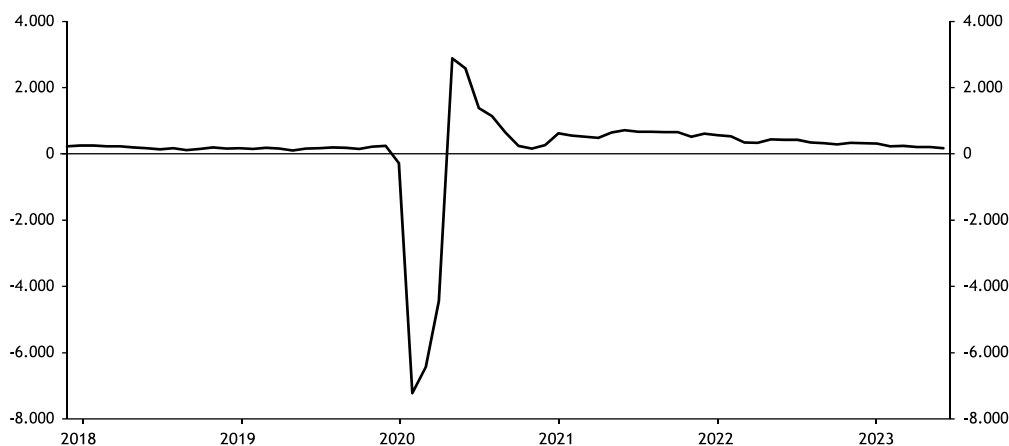
Zweitens reagieren die Investitionen der Unternehmen derzeit weniger auf hohe Zinsen als früher. Wie bereits im Rückblick auf 2023 dargelegt, dämpft unter anderem die expansive Fiskalpolitik auch in diesem Bereich die Bremswirkung der Geldpolitik.

Drittens steigt im Abschwung in den USA die Arbeitslosigkeit typischerweise so sehr an, dass die vorsichtiger werdenden Verbraucher ihre Ausgaben erheblich einschränken. Der rückläufige private Konsum vertieft dann wiederum die Rezession. Wie Abbildung 1 zeigt, hat der US-Arbeitsmarkt gemessen am Zuwachs der Beschäftigung bereits erheblich an Schwung verloren. Allerdings zeichnet sich auch für die USA eine demografisch bedingte strukturelle Knappheit an Arbeitskräften ab. Nach der Pandemie haben auch in den USA viele Unternehmen die Erfahrung gemacht, dass Mitarbeiter, die sie entlassen hatten, anschließend nicht mehr zu ihnen zurückgekommen sind. Deshalb werden sie sich im kommenden Abschwung mit Entlassungen mehr zurückhalten als üblich. Das begrenzt wiederum die Abwärtsrisiken für die Konjunktur.

Fiskalpolitik wirkt der Geldpolitik entgegen

Arbeitskräftemangel = weniger Entlassungen als üblich

Abb. 1: USA: Beschäftigungswachstum schwächt sich ab



Zuwachs der Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft, gleitender 3-Monats-Durchschnitt, in Tausend. Quelle: BLS

China bleibt unter seinen Möglichkeiten

Das selbsternannte Reich der Mitte steht vor großen Herausforderungen. Der aufgeblähte Immobiliensektor steckt noch immer in einer Korrektur, die weitere Teile der Wirtschaft in Mitleidenschaft zieht. Auch der Außenhandel schwächt. Zudem wollen die tief verunsicherten Verbraucher lieber sparen, als mit ihren Ausgaben die Konjunktur zu stützen. Nachdem die Jugendarbeitslosigkeit in den Städten auf über 20 % gestiegen ist, hat China es Mitte 2023 eingestellt, dazu weitere Zahlen zu veröffentlichen.

Chinas Verbraucher sind verunsichert

Unter Staats- und Parteichef Xi Jinping hat China in den letzten Jahren den Spielraum für Privatunternehmen eingeschränkt und die Wirtschaft mehr in den Dienst politischer Ziele gestellt. Direkt oder indirekt lenkt der „rote Kaiser“ Ressourcen in Bereiche, die er für wichtig hält, um seinen Traum von immer größerer Macht zu verwirklichen.

Vorrang für die Machtpolitik

Teuer erkaufte Erfolge

Dabei kann China durchaus auf einige Erfolge verweisen. Mit dem Einsatz von Abermilliarden US-Dollar hat China sich technologische Fortschritte gekauft. So gewinnt China beispielsweise in wichtigen Segmenten der Elektromobilität immer mehr Marktanteile daheim und in der Ausfuhr. Europäischen Anbietern macht die Konkurrenz aus dem Reich der Mitte zu schaffen. Aber gleichzeitig schadet diese Politik dem Land und seinen Menschen. Denn das Geld fehlt an anderen Stellen. Mit den Mitteln hätten Bürger und Unternehmen ohne staatliche Vorgaben vermutlich wesentlich mehr erreichen können. Jetzt schränkt der Schuldenberg den Handlungsspielraum des Landes auch in der aktuellen Krise immer mehr ein.

Ein großer Schuldenberg

Seit 15 Jahren hat China auf jede Schwäche der Konjunktur mit kreditfinanzierten Ausgabenprogrammen reagiert, um so ein staatlich gesetztes Wachstumsziel doch noch zu erreichen. Das Ergebnis ist ein Berg öffentlicher und privater Schulden, der mit 280 % der jährlichen Wirtschaftsleistung weit über das hinausgeht, was andere Länder ähnlicher Entwicklungsstufe sich bisher geleistet haben.

Die Partei will mehr Disziplin durchsetzen

Bereits vor vier Jahren haben die chinesischen Wirtschaftslenker erkannt, dass immer neue Kredit- und Investitionsprogramme letztlich in eine Sackgasse führen. Die ersten 20 internationalen Großflughäfen mögen sinnvoll gewesen sein. Aber immer weitere zu bauen, ergibt immer geringere Erträge. Zudem möchte die Regierung für mehr Kreditdisziplin auch im Privatsektor sorgen. Wenn die Bürger sich zu sehr darauf verlassen, dass der Staat bei allen Problemen die Geldschleusen öffnet, werden sie unvorsichtig. Das Ergebnis sind spekulative Blasen unter anderem an Immobilien- und Finanzmärkten, wie es sie gerade in China in den letzten Jahren immer wieder gegeben hat.

Bei Bedarf könnte Beijing die Kreditschleusen wieder öffnen

Beijing hat sich deshalb völlig zu Recht zu einer Abkehr von der Kreditpolitik mit der Gießkanne entschieden. Während China langsam die Luft aus seiner Kreditblase ablässt, schwächelt die Konjunktur. Allerdings ist es weiterhin in der Lage, bei Bedarf die Kreditschleusen wieder hinreichend zu öffnen, um besondere Probleme in einzelnen Bereichen abzufedern. Denn China hat seine hohen Schulden nahezu ausschließlich im Inland aufgenommen. Es ist nicht von ausländischen Kreditgebern abhängig. Zudem leidet das Land nicht unter einer Inflation. Deshalb kann die Zentralbank im Ernstfall Risiken auf ihre Bilanz nehmen, ohne die Preisstabilität zu gefährden.

China ist keine Wachstumslokomotive mehr

Das Ergebnis dürfte ein Wirtschaftswachstum sein, dass für chinesische Verhältnisse erhalten bleibt, aber dank gezielter Stimulusprogramme nicht einbricht. Wir erwarten Wachstumsraten von – richtig gerechnet – um die 4 %, wobei China allerdings offiziell vermutlich etwas höhere Zahlen ausweisen wird.

Eurozone: Neuer Schwung ab dem Frühjahr

Keine Impulse aus der Außenwirtschaft

Nachdem die Eurozone im zweiten Halbjahr 2023 vermutlich in eine milde Rezession gefallen ist, kann sie auch im ersten Halbjahr 2024 kaum Impulse aus der für Europa so wichtigen Außenwirtschaft erwarten. Die US-Wirtschaft verliert an Schwung, auch im zweitgrößten Absatzmarkt China bleibt die Dynamik weit geringer, als es bis vor wenigen Jahren üblich war. Dennoch zeichnet sich ab, dass sich die Lage in der Eurozone zum Beginn des Jahres 2024 stabilisieren könnte.



1. Die Lagerkorrektur im Verarbeitenden Gewerbe hat ihren Höhepunkt offenbar bereits im Herbst 2023 erreicht. Deshalb müssen Industrie und Handel ihre Lagerbestände im Winter vermutlich nicht weiter zurückfahren. Sie können dann ihre Produktion und Auftragsvergabe wieder auf das Niveau anheben, das ihrer allerdings zunächst noch gedrückten Absatzlage entspricht.
2. Im Jahr 2023 sind die Ausfuhren der Eurozone nach China zeitweilig um bis zu 3 % zurückgegangen. Auch wenn China 2024 nur ein für seine Verhältnisse schwaches Wachstum von 4 % erreichen kann und sich zudem in einigen Bereichen stärker vom Weltmarkt abkapseln möchte, dürfte es vielen europäischen Unternehmen gelingen, ihre Ausfuhr nach China nach dem Rückschlag des Jahres 2023 wieder leicht zu steigern. Anders gesagt: wir erwarten, dass der China-Faktor die Euro-Wirtschaft im Jahr 2024 nicht erneut belasten wird.
3. Nach der Pandemie haben viele Menschen in großen Teilen der Welt ihre Einkommenszuwächse vermehrt für Dienstleistungen ausgegeben, die sie während der Lockdowns entbehren mussten. Viele Güter, wie europäische Länder sie exportieren, waren deshalb weniger gefragt als üblich. Diese Neigung, sich vor allem an Urlaub, Kultur und anderen Dienstleistungen zu erfreuen, dürfte im Laufe der Zeit einem wieder normalen Verhältnis zwischen Gütern und Dienstleistungen weichen.

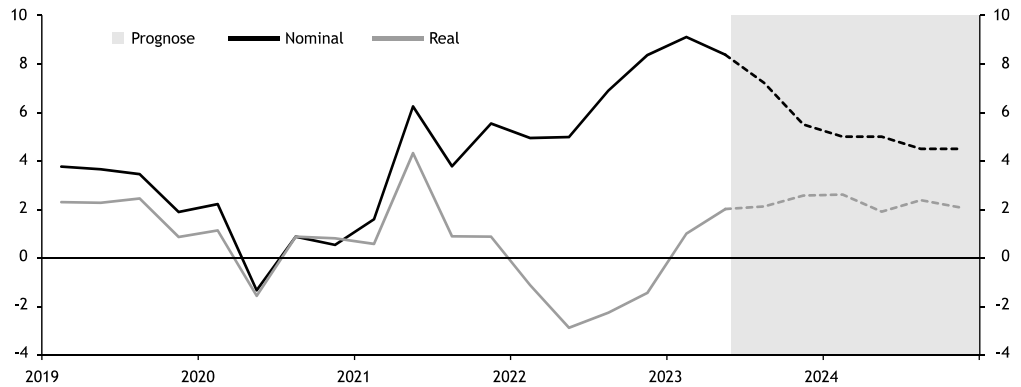
Viele der üblichen Frühindikatoren der Konjunktur hatten bereits etwa im September 2023 ihren Tiefpunkt erreicht. Seitdem haben sie sich vorsichtig erholt. Dazu gehören beispielsweise trotz einer kleinen Rückschlages im Dezember das deutsche Ifo-Geschäftsklima, die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland sowie das von der Europäischen Kommission berechnete Geschäftsklima für die Eurozone insgesamt. Dies spricht dafür, dass die Lage sich ab Anfang 2024 tatsächlich stabilisieren kann.

*Der Tiefpunkt ist
offenbar erreicht*

Der eigentliche Impuls für die Euro-Konjunktur muss allerdings aus der Binnenwirtschaft kommen. Trotz mancher Unsicherheiten beispielsweise über die deutsche Haushalts- und Energiepolitik stehen die Zeichen dafür durchaus günstig. Im Jahr 2022 hatte der Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise die privaten Verbraucher in der Eurozone hart getroffen. Aber dank höherer Lohnzuwächse im Jahr 2023 bei einem gleichzeitigen Rückgang der Inflation steigen die Einkommen der Verbraucher in der Eurozone seit Anfang 2023 wieder stärker als die Preise – Abbildung 2. Abgesehen von einer guten Reisesaison im vergangenen Sommer hat sich dies bisher vor allem darin gezeigt, dass die Verbraucher mehr Geld auf die hohe Kante legen konnten. Sollte sich allerdings wie erwartet die Nachrichtenlage aus dem Verarbeitenden Gewerbe in den ersten Monaten des neuen Jahres bessern, werden sie vermutlich ihre Sparquote nicht weiter erhöhen, sondern stattdessen wieder mehr Geld ausgeben.

*Mehr Kaufkraft für
die Verbraucher*

Abb. 2: Eurozone: Mehr Kaufkraft - verfügbare Einkommen der Verbraucher steigen



Real: deflationiert mit dem harmonisierten Gesamtindex der Verbraucherpreise; schattierte Fläche: Berenberg-Prognose; vierteljährliche Daten. Quellen: Eurostat, Berenberg

Nachholbedarf bei vielen Investitionen

Die größere Nachfrage der Verbraucher und eine in etwa stabile Lage in der Außenwirtschaft wird auch einige Unternehmen dazu bewegen, ihre 2023 teilweise auf Eis gelegten Investitionspläne wieder umzusetzen. Der Bedarf für Investitionen ist groß, um Lieferketten neu zu strukturieren, die Energieeffizienz weiter zu steigern und den langfristigen Mangel an Arbeitskräften durch mehr Hard- und Software zu lindern. Sofern auch die US-Konjunktur etwa zur Jahresmitte wieder anspringt, kann das Wachstum in der Eurozone dann in der zweiten Hälfte des Jahres ein Tempo erreichen, das etwas über den Trend von 1,3 % hinausreicht. Nach dem schwachen Jahresbeginn wird sich diese Dynamik allerdings wohl mehr im Jahresergebnis für 2025 mit einem Zuwachs von 1,7 % für die Eurozone zeigen als im Durchschnitt von 0,7 % für 2024.

Deutschland: zurück ins Mittelfeld

Rote Laterne für Deutschland

Für Deutschland erwarten wir ein Profil, das in etwa dem für die Eurozone insgesamt entspricht. 2023 hatte das besonders ausfuhrabhängige Deutschland die rote Laterne unter allen großen Länder Europas übernommen. Über den konjunkturell bedingten Einbruch der Ausfuhren hinaus zahlte Deutschland auch einen Preis für die bis dahin übermäßige Abhängigkeit von russischem Erdgas. Dazu kam eine Energiepolitik, die ab dem Frühjahr 2023 (Stichwort: Heizungsgesetz) viele Bürger und Unternehmen verunsichert hat. Dies hat auch Investitionen gebremst.

Vor einem neuen Aufschwung

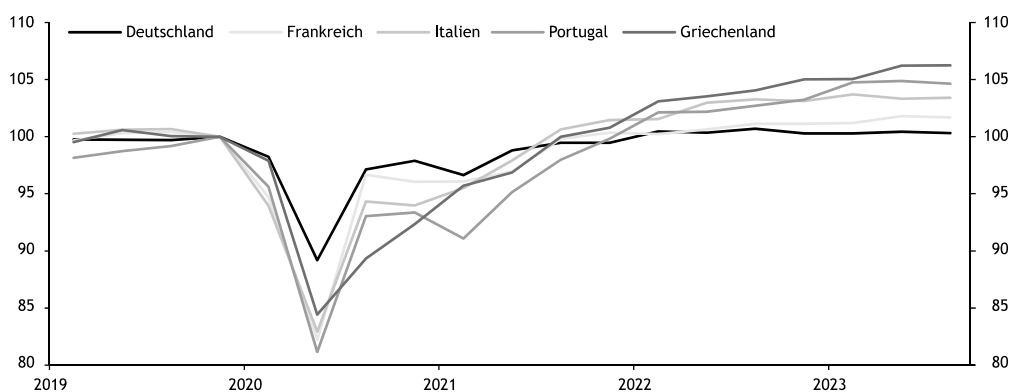
Sofern es der Regierung gelingt, die Unsicherheiten über die künftige Energiepolitik rasch zu beenden und einen rechtssicheren Bundeshaushalt für das Jahr 2024 aufzustellen, dürfte die deutsche Rezession im Winter enden. Obwohl Deutschland – wie andere Länder – unter erheblichen strukturellen Probleme leidet, kann es dann ab dem Frühjahr wieder auf den Wachstumspfad einschwenken. Der neue Aufschwung in den USA nach der sanften Landung vorab kann dann Deutschland ab dem Herbst 2024 sogar mehr zu Gute kommen als den weniger ausfuhrstarken Ländern Europas. Auf Deutschlands längerfristige Aussichten gehen wir ab Seite 19 gesondert ein.

Andere Länder der Eurozone

Abbildung 3 zeigt für die Zeit nach der Pandemie ein klares Süd-Nord-Gefälle innerhalb der Eurozone an. Ein Grund dafür ist die bereits genannte konjunkturell Schwäche Deutschlands. Die wesentliche Ursache liegt aber darin, dass gerade die in der Schuldenkrise 2009–2012 arg gebeutelten Länder der Euro-Peripherie ihre Lektion weitgehend gelernt haben. Dank beherzter Strukturreformen, die unter dem seit 2019 amtierenden konservativen Premierminister Kyriakos Mitsotakis nochmals Fahrt aufgenommen haben, hat sich **Griechenland** zum Wachstumsstar innerhalb der Eurozone gemausert. Auch in **Portugal** sieht es gut aus. Für beide Länder rechnen wir mit weiterhin soliden Wachstumsraten für die nächsten Jahre. Das gilt mit Abstrichen auch für **Spanien**. Sollte dort die denkbar knapp wiedergewählte Koalition linker Parteien allerdings wie angekündigt die Arbeitsmarktreflexionen früherer Jahre zurückdrehen, könnte dies Spaniens langfristigen Wachstumstrend wieder dämpfen.

Ein Süd-Nord-Gefälle

Abb. 3: Eurozone: Wirtschaftsleistung wichtiger Mitgliedsländer



Reales BIP, Q4 2019 = 100. Vierteljährliche Daten. Quelle: Eurostat

Selbst das traditionell wachstumsschwache **Italien** hat sich unter den Premierministern Mario Draghi (2021–2022) und Giorgia Meloni (im Amt seit Oktober 2022) relativ gut entwickelt. Dazu haben neben fiskalischen Impulsen, die teils aus dem eigenen Staatshaushalt und teils aus dem europäischen NextGenerationEU Programm bezahlt wurden, auch einige Strukturreformen beigetragen. So hat Meloni sich getraut, sogar Sozialleistungen wie das italienische Bürgergeld zu kürzen. Sie will so den Anreiz stärken, aktiv nach Arbeit zu suchen. Für 2024 und 2025 erwarten wir deshalb ein Wachstum, dass trotz der weiterhin ausgeprägten Strukturprobleme nur etwas hinter dem europäischen Durchschnitt zurückbleibt. Eine positive Überraschung ist möglich, sofern Meloni weiter auf Reformkurs bleibt.

Meloni traut sich

In **Frankreich** hat Präsident Emmanuel Macron durch eine Vielzahl von Strukturreformen, zu denen unter anderem ein eingeschränkter Kündigungsschutz, geringere Unternehmenssteuern und eine ansatzweise Deregulierung einiger Bereiche gehören,

Vorteil Frankreich

das Trendwachstum nachhaltig gestärkt. Nachdem Frankreich bereits 2022 und 2023 deutlich besser abschneiden konnte als Deutschland, zeichnet sich auch für die kommenden Jahre ein leichter Vorteil für das Land jenseits des Rheins ab.

Großbritannien

Das Ende der wirren Jahre

Nach einer ausgeprägten Investitionsschwäche als Folge des Brexit-Referendums vom Juni 2016 kehrt die britische Wirtschaft derzeit dank neuer politischer Weichenstellungen zu einer Art Normalität zurück. Nach den Wirren der Jahre unter den Premierministern Boris Johnson und Liz Truss hat Rishi Sunak, der seit Oktober 2022 in 10 Downing Street residiert, das Land wieder auf Kurs gebracht. Sein Abkommen mit der Europäischen Union über die umstrittenen Zollkontrollen für Nordirland hat das Risiko eines Handelskrieges zwischen Großbritannien und seinem wichtigsten Absatzmarkt beseitigt. Seitdem trauen sich wieder mehr Unternehmen, nördlich des Ärmelkanals zu investieren. Wir erwarten deshalb für Großbritannien ein Wachstum, das dem in der Eurozone ähnelt. Einige Indikatoren wie das Geschäftsklima deuten darauf hin, dass die britische Wirtschaft sogar etwas mehr zulegen könnte.

Populisten haben in London vorerst ausgedient

Politisch gesehen hat das Land mittlerweile einen Vorteil gegenüber vielen anderen Ländern. Die britischen Wähler haben vorerst die Nase voll von lautstarken Populisten. Rechts der Mitte gelten Boris Johnson und Liz Truss als abschreckende Beispiele, links der Mitte hat sich die Labour Party vom radikalen Wahlverlierer Jeremy Corbyn abgewandt. Stattdessen verspricht Labours neuer Spitzenkandidat Keir Starmer, für den Fall eines Wahlsieges im Jahr 2024 eine gemäßigt sozialdemokratische und weitgehend EU-freundliche Politik zu verfolgen. Ein Machtwechsel von den Konservativen zu Labour, der sich in den Umfragen abzeichnet, würde deshalb weder die Wirtschaftspolitik noch die Wachstumsaussichten erheblich verändern. Anders als beispielsweise in den USA und mehreren Ländern Kontinentaleuropas haben Populisten in Großbritannien vorerst kaum noch eine Chance, Wahlen zu gewinnen und die Politik zu beeinflussen. Auch das hilft dem Investitionsklima.

Japan: Geldpolitik stützt weiterhin das Wachstum

Japan freut sich über etwas Inflation

Nach einem kräftigen Wachstumsschub in der ersten Hälfte des Jahres 2023 ist Japan in der zweiten Hälfte des Jahres offenbar ähnlich wie die Eurozone in eine leichte Rezession abgerutscht. In Japan macht sich insbesondere die Schwäche im nahegelegenen China bemerkbar. Anders als die ebenfalls ausfuhrorientierten Länder Europas leidet Japan jedoch nicht unter einer übermäßigen Inflation. Nach Jahren eines weitgehend stagnierenden Preisniveaus hat die bis dato von Deflationssorgen geplagte Bank of Japan den weitgehend energie- und nahrungsmittelbedingten Anstieg der Inflation auf etwa 3,3 % im Jahr 2023 sogar begrüßt. Deshalb hat sie bisher ihre laxen Geldpolitik weitgehend beibehalten und bei einem unveränderten Leitzins von -0,1 % nur einen leichten Anstieg der Renditen für Staatsanleihen zugelassen. Auch wenn sie die Geldpolitik im kommenden Jahr voraussichtlich leicht straffen wird, dürfte dies die Konjunktur nur geringfügig bremsen. Wir rechnen für das kommende Jahr für Japan mit einer Wachstumsrate von 0,7 %, gleichauf mit dem BIP-Wachstum der Eurozone. Angesichts seiner schrumpfenden Bevölkerung wird Japan dann im Jahr 2025 mit für Japan immer noch respektablem 1,1 % wohl wieder hinter das Wachstum der demografisch weniger eingeschränkten Eurozone zurückfallen.



Schwellenländer: mehr Licht als Schatten

Für viele Schwellenländer außerhalb Chinas ist der Ausblick ebenfalls verhalten positiv. Ebenso wie in Europa und den USA dürften die Auftriebskräfte in vielen Ländern im Zeitablauf die Oberhand gewinnen. Einerseits machen die hohen Zinsen und der weiterhin überbewertete US-Dollar vor allem Ländern mit hohen Auslandsschulden zu schaffen. Länder, die nicht selbst zu den großen Rohstoffexporteuren gehören, leiden weiterhin unter den noch immer hohen Einfuhrpreisen. Politische Unruhen bleiben ein erhebliches Risiko. Andererseits sind viele der Schwellenländer weit weniger im Ausland verschuldet als früher. Die Aussicht auf einen neuen Aufschwung im wichtigen Absatzmarkt Europa, eine stabilere Lage in China und eine weniger straffe US-Geldpolitik ab dem Frühjahr 2024 werden vielen Schwellenländern im Verlauf des Jahres 2024 zu Gute kommen. In welchem Maße sie diese Chance nutzen, hängt allerdings entscheidend von den jeweiligen politischen Weichenstellungen vor Ort ab.

Ein gemischtes Bild

Zu den Gewinner könnten neben dem eng mit den USA verknüpften Mexiko auch die ostasiatischen Ländern gehören, die sich als Alternativstandort für Investitionen anbieten, die früher vornehmlich nach China geflossen sind. Das trifft beispielsweise auf Vietnam, Indonesien und zunehmendem Maße auch auf Indien zu. Sofern die heimische Wirtschaftspolitik hinreichend investitionsfreundlich ist, bietet dieses Umfeld ebenfalls erhebliche Chancen für Länder Südamerikas und Afrikas.

Abkehr von China bietet Chancen für andere Schwellenländer

Das Ende der Lagerkorrektur im Verarbeitenden Gewerbe und eine sich langsam bessernde Konjunktur in der Eurozone wird sich auch in den Ländern Mittel- und Osteuropas zeigen, die zu unverzichtbaren Teilen gesamteuropäischer Wertschöpfungsketten geworden sind. Vom Baltikum im Norden bis zu Rumänien und Bulgarien im Süden können nahezu alle Länder dieser Region in 2024 und 2025 Wachstumsraten oberhalb des europäischen Durchschnitts erreichen. Damit würden sie den zumeist noch immer erheblichen Abstand zum Wohlstandsniveau Westeuropas etwas weiter vermindern.

Zumeist gute Aussichten für Mittel- und Osteuropa

Putins Russland bleibt allerdings eine Trauergeschichte für sich. Dass die Wirtschaftsleistung trotz des teuren Kriegs gegen die Ukraine vermutlich nicht sinken wird, hat vor allem einen Grund. Die Militärausgaben, die etwa 6 % der Wirtschaftsleistung erreichen, wirken wie ein Konjunkturprogramm für die Industrie. Diese Ausgaben finanzieren zwar Arbeitsplätze, aber für letztlich destruktive Zwecke. Zudem heizen sie die Inflation an. Der Lebensstandard der russischen Bürger wird 2024 wohl weiter sinken.

Russland bleibt eine Trauergeschichte

4. Inflation und Geldpolitik

Vor einem Jahr stöhnten die Verbraucher in großen Teilen der Welt über einen dramatischen Anstieg der Inflation, wie es ihn seit den Ölschocks der 1970er Jahre nicht mehr gegeben hatte. In den USA hatten die fiskalisch unterfütterte Übernachfrage der privaten Verbraucher und Lohnsteigerungen von über 5 % die Inflation angeheizt. Dagegen litt Europa vor allem unter der Putin-Inflation, also der durch den russischen Angriff auf die Ukraine ausgelösten Explosion der Energie- und Nahrungsmittelpreise.

Inflation: hausgemacht in den USA, kriegsgetrieben in Europa

Der große Inflationsbuckel ist überstanden

Auf beiden Seiten des Atlantiks hat sich die Lage im Laufe des Jahres 2023 spürbar entspannt. In den USA ist die Inflationsrate von ihrem Gipfel von 8,9 % im Juni 2022 auf 3,2 % im November 2023 zurückgegangen. In der Eurozone hat der Preisdruck sogar von 10,6 % im Oktober 2022 innerhalb von 13 Monaten auf 2,4 % nachgelassen. In beiden Fällen spielen dabei die Energie- und Nahrungsmittelpreise eine große Rolle. Trotz des Krieges zwischen der Hamas-Terrororganisation und Israel ist der Ölpreis im November 2023 spürbar gesunken. Aber vor allem ist der dramatische Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise des Jahres 2022 aus dem Vorjahresvergleich herausgefallen. Die Preise sind zwar weiterhin hoch, steigen aber kaum noch.

Auch die Kernrate der Inflation geht zurück

Auch bei der sogenannten Kernrate der Inflation, also dem Preisauftrieb ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Nahrungsmittel, hat die Lage sich zuletzt erheblich gebessert – mit einem Rückgang von 6,6 % im September 2022 auf 4,0 % im Oktober 2023 in den USA und von 5,6 % im April 2023 auf 3,5 % im November 2023 in der Eurozone. Wie üblich folgt diese Kernrate der Inflation dem allgemeinen Preisauftrieb zeitlich verzögert und mit etwas geringerer Dynamik.

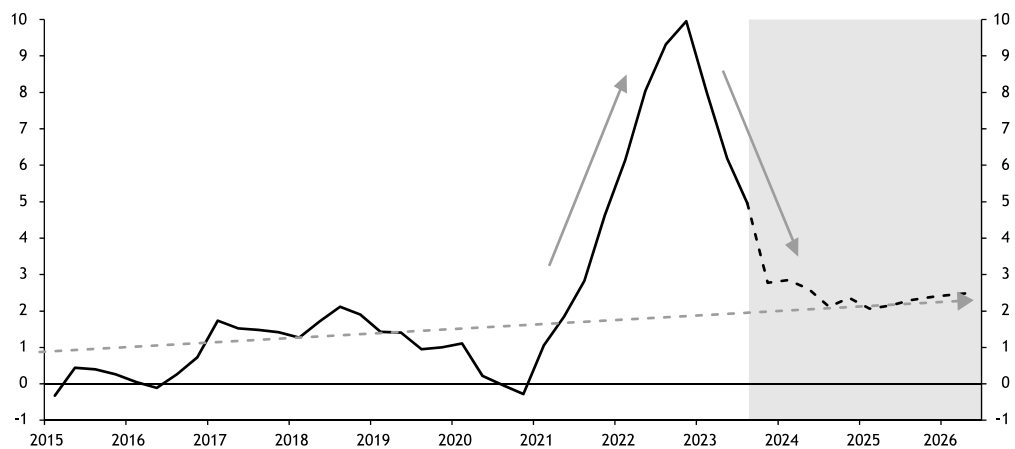
Nur ein vorübergehender Spuk – oder doch eine ernsthaftige Gefahr?

Wie Abbildung 4 zeigt, ist die Inflation in der Eurozone bisher ebenso schnell gesunken, wie sie vorher nach oben geschossen war. Das wirft die Frage auf, ob es sich nur um einen vorübergehenden Spuk gehandelt hat, auf den die Geldpolitik nicht so hart hätte reagieren müssen, wie sie das mit einem Hochschleusen der Leitzinsen um insgesamt 5,25 Prozentpunkte in den USA und 4,5 Prozentpunkte in der Eurozone getan hat.

Drei Ursachen des Geldwertschwundes

Die Antworten darauf lassen sich nicht in jeweils einem Satz zusammenfassen. Zunächst einmal müssen wir zwischen drei Ursachen des Geldwertschwundes unterscheiden. In den USA hatte eine übermäßig expansive Fiskalpolitik einen inflationären Nachfrageschub ausgelöst. Bereits mit dem Ende der pandemiebedingten Lockdowns hätte die US Federal Reserve mit einem Schwenk von einer ultralockeren zu einer etwas restriktiven Politik gegenhalten müssen. Wirkt die Fiskalpolitik inflationär, muss die Geldpolitik das ausgleichen.

Abb. 4: Inflation in der Eurozone: Zeitweiliger Schock, langfristiger Aufwärtstrend



In %. Gesamtinflation der Eurozone, yoy in %, gepunktete Linie: Berenberg-Projektionen, die Pfeile markieren die Richtung.
Quellen: Eurostat, Berenberg



In der Eurozone hätte die Notenbank dagegen mit dem Abflauen der Pandemie lediglich zu einer in etwa neutralen Geldpolitik zurückkehren müssen. Denn solange der geldpolitische Mantel nicht zu weit geschneidert ist, führen einmalige Kostenschocks eben nur zu einem einmaligen Anstieg des Preisniveaus, der dann von ganz alleine im Zeitablauf wieder aus dem Vorjahresvergleich herausfällt. Einer restriktiven Geldpolitik bedarf es dafür nicht.

Kein Grund für eine restriktive Geldpolitik in der Eurozone

In Europa mit seinen weiterhin starken Gewerkschaften orientieren sich die Lohnverhandlungen zudem mehr als in den USA an der aktuellen Inflation statt an der derzeitigen Nachfrage nach Arbeitskräften. Deshalb folgt einem einmaligen Inflationsbuckel in der Eurozone zumeist nur ein ebenso einmaliger Buckel beim Lohnauftrieb, der wiederum den Lohnkostendruck in arbeitsintensiven Branchen nur zeitweilig erhöht. Auf eine echte Lohn-Preis-Spirale deuten die Daten in der Eurozone bisher nicht hin.

Europas Gewerkschaften ticken etwas anders

Allerdings ist dies noch nicht das Ende der Geschichte. Denn jenseits einer fiskalisch getriebenen Übernachfrage (USA) und einer Serie von jeweils einmaligen Kostenschocks (Eurozone) prägt ein dritter Faktor den Inflationsausblick: Auf beiden Seiten des Atlantiks fehlen auf Dauer Arbeitskräfte. Unabhängig vom kurzfristigen Auf und Ab der Konjunktur können die Arbeitnehmer damit höhere Lohnzuwächse durchsetzen als zuvor. Dazu kommen die Kosten des Klimaschutzes ebenso wie das Bestreben gerade in den USA und Europa, Lieferketten breiter aufzustellen und bei Lieferanten stärker auf deren Zuverlässigkeit statt nur auf die Kosten zu achten.

Strukturelle Gründe für mehr Inflation

All dies schlägt sich auf beiden Seiten des Atlantiks in einem dauerhaft höheren Preis- und Kostendruck nieder als in den 20 Jahren davor. Ansatzweise hatte sich das bereits in den Jahren vor der Pandemie gezeigt. Nach dem Ende des Gesundheitsnotstandes werden diese Trends jetzt stärker sichtbar. Geopolitische Überlegungen, die in einigen strategisch wichtigen Bereichen zu einem teilweisen Abkoppeln großer Wirtschaftsböcke voneinander führen, akzentuieren diesen Trend.

Zurück zu einem höheren Preisdruck

Deshalb rechnen wir damit, dass sich der Preisauftrieb in den USA und Großbritannien auf Dauer bei knapp 3 % und in der Eurozone bei etwa 2,5 % einpendeln wird, sofern die Notenbanken nicht immer wieder auf die geldpolitische Bremse treten. Die Zeiten, zu denen im Nachgang der Finanzkrise von 2008/2009 und der anschließenden Eurokrise beispielsweise die Inflationsraten in der Eurozone zumeist bei etwa 1,5 % und in Deutschland oftmals bei rund 1 % lagen, gehören der Vergangenheit an. Im kommenden Sommer dürften allerdings Basiseffekte, also beispielsweise der Vergleich der jeweiligen Energiekosten mit den höheren Kosten des Vorjahresmonats, sowie die zunächst schwächere Konjunktur dafür sorgen, dass der Inflationsdruck in der Eurozone und Großbritannien zeitweilig auf knapp 2 % und in den USA auf rund 2,5 % zurückgehen kann.

Inflation gen 2,5 % in der Eurozone

Was heißt dies für die Geldpolitik? Sofern die Kernraten der Inflation nicht unerwartet nach oben schnellen, haben die großen Notenbanken in Europa ebenso wie die US Federal Reserve ihren Zinsgipfel wohl erreicht. Wir erwarten zwar für die US-Konjunktur eine sanfte Landung. Aber auch das ist eine Landung, die vermutlich mit einem gewissen Anstieg der Arbeitslosigkeit und einem leichten weiteren Rückgang des Lohndrucks einhergehen wird. Als Kompromiss zwischen ihren beiden Zielen, die Inflation auf 2 % zu drücken aber gleichzeitig ein maximales Beschäftigungsniveau zu sichern, wird die

Abstieg vom Zinsgipfel in unterschiedlichem Tempo

US-Notenbank vermutlich etwa ab Mai 2024 beginnen, ihren Fuß schrittweise von der geldpolitischen Bremse zu nehmen. Nach vier Zinsschritten von jeweils einem Viertel Prozentpunkt im Jahr 2024 und erneut in 2025 würde der Zinskorridor der Fed dann Ende 2024 bei 4,25–4,5 % und ein Jahr später bei in etwa neutralen 3,25–3,5 % liegen.

*Die EZB wird länger
zögern als die Fed*

Die Europäische Zentralbank wird dem Beispiel der US Fed unseres Erachtens erst etwas später und langsamer folgen. Zum einen liegt der maßgebliche Einlagensatz der EZB mit 4 % deutlich unter dem Leitzinskorridor der US Fed. Zum anderen nehmen viele Ratsmitglieder der EZB ihr einziges geldpolitisches Ziel, nämlich die Inflation mittelfristig bei 2 % zu halten, ernster als manche Geldpolitiker in den USA, die durchaus Sympathie für ein alternatives Inflationsziel von 3 % haben. Als Kompromiss zwischen den sprichwörtlichen Tauben, die gerne rasch die Leitzinsen wieder senken wollen, und den Falken, die dies erst zugestehen wollen, wenn sie sich hinreichend sicher sind, dass die Inflation sich dauerhaft bei 2 % einpendeln kann, wird die EZB deshalb ihre Zinsen wohl erst im Sommer 2024 vorsichtig senken. Anders als viele andere Beobachter, die ein wesentlich aggressiveres Vorgehen der EZB erwarten, rechnen wir deshalb nur mit zwei Zinssenkungen von jeweils einem Viertel Prozentpunkt im zweiten Halbjahr 2024 und einem oder höchstens zwei weiteren Schritten in 2025. Auf Dauer könnten sich die Geldmarktsätze in den USA und der Eurozone weitgehend annähern mit 3,0–3,25 % in der Eurozone und etwa 3,25–3,50 % in den USA im Herbst 2025.

*Rasche Zinswende
in London*

Obwohl die britische Konjunktur weitgehend dem Verlaufsmuster der Eurozone folgen wird, dürfte die Geldpolitik der Bank of England eher dem Vorbild der US Fed als der EZB folgen. Ähnlich wie in den USA liegt der britische Leitzins mit 5,25 % weit höher als in der Eurozone mit 4,0 %. Bei der turnusmäßigen Anpassung des Energiepreisdeckels für Haushalte wird die britische Regierung im April 2024 die Bürger angesichts der zuletzt rückläufigen Marktpreise wahrscheinlich erheblich entlasten können. Dabei könnte auch die bevorstehende Parlamentswahl eine Rolle spielen, die spätestens Anfang 2025 fällig ist, aber von der Regierung vermutlich bereits für den Spätherbst 2024 angesetzt wird. Mit geringeren Energiekosten könnte die gemessene Inflationsrate im April schlagartig auf etwa 2,5 % zurückgehen. Dies dürfte den Weg bereiten für eine erste Zinssenkung kurz danach. Insgesamt erwarten wir, dass die Bank England ihren Leitzins bis Ende 2024 auf 4 % und im Laufe des Jahres 2025 auf etwa 3 % zurücknehmen wird.

*Die Bank of Japan bleibt
die große Ausnahme*

Die Bank of Japan (BoJ) wird wohl auch 2024 die große Ausnahme unter den Zentralbanken der entwickelten Welt bleiben. 2023 hat sie ihre Geldpolitik anders als nahezu alle anderen Notenbanken kaum gestrafft. Entsprechend hat sich der japanische Yen abgeschwächt. Während die Währungshüter auf beiden Seiten des Atlantiks den Zinsgipfel bereits erklommen haben und 2024 voraussichtlich mit dem Abstieg beginnen, wird die BoJ im neuen Jahr dagegen ihre geldpolitischen Zügel etwas straffen. Schließlich sind die vermeintlichen Deflationsrisiken kaum noch zu erkennen. Allerdings wird die BoJ dabei voraussichtlich sehr vorsichtig und vorangekündigt vorgehen. Wir rechnen deshalb damit, dass ihr Leitzins in einem Jahr nur bei 0,2 % liegen wird nach aktuell –0,1 %.



TEIL 3 IM FOKUS

1. Ökologischer Umbau: Zwischen Wachstumswunder und blauem Wunder

(Dr. Jörn Quitzau)

Welche gesamtwirtschaftlichen Folgen hat der ökologische Umbau von Wirtschaft und Gesellschaft? Darüber gehen die Meinungen und Prognosen weit auseinander. Am oberen Ende des Optimisten-Lagers befindet sich Bundeskanzler Olaf Scholz. Im Frühjahr 2023 äußerte er die Hoffnung, Deutschland werde aufgrund der hohen Klimaschutzinvestitionen Wachstumsraten wie zu Zeiten des Wirtschaftswunders in den 50er und 60er Jahren erleben. Pessimisten erwarten hingegen eher ein blaues Wunder, nämlich eine weitgehende Deindustrialisierung Deutschlands, weil die (energieintensive) Industrie die Kosten am Produktionsstandort Deutschland kaum noch stemmen kann.

Beide Prognosen dürften letztlich nicht eintreten. Die gesamtwirtschaftlichen Folgen werden wohl irgendwo zwischen diesen beiden Extrempositionen liegen. Gegen ein neues Wirtschaftswunder spricht schon das sinkende Wachstumspotenzial der deutschen Volkswirtschaft. Sowohl die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute als auch der Sachverständigenrat („Wirtschaftsweise“) erwarten für die nächsten Jahre einen Rückgang des Wachstumspotenzials von bisher rund 1,5 % auf deutlich unter 1 %, voraussichtlich sogar auf nur rund 0,5 %. Die Investitionen in die Erzeugung regenerativer Energien sind keine Erweiterungs-, sondern lediglich Ersatzinvestitionen. Der Kapitalstock wird durch die ökologischen Investitionen vielfach eher um- als ausgebaut. Sollte es tatsächlich ein neues Wirtschaftswunder geben, dann nicht wegen der Klimaschutzinvestitionen, sondern allenfalls weil der vermehrte Einsatz Künstlicher Intelligenz (KI) zu einem erheblichen Produktivitätsschub führen könnte. Aber das ist ein anderes Thema.

Auch wenn der große Wachstumsschub und die Deindustrialisierung ausfallen dürften, erlebt die deutsche Wirtschaft doch einen tiefgreifenden strukturellen Wandel. Dem ökologischen Umbau (und auch dem digitalen Wandel) wird manch ein Unternehmen zum Opfer fallen. Bisher erfolgreiche Geschäftsmodelle werden künftig nicht mehr unbedingt erfolgreich sein. Der Anpassungsdruck steigt. Nicht allen Unternehmen wird es gelingen, sich an die veränderten Rahmenbedingungen anzupassen. Doch wie bei jedem Strukturwandel gilt auch jetzt: Wo Schatten ist, da ist auch Licht. Der ökologische Umbau wird neben Verlierern auch Gewinner hervorbringen. Der Wandel ist deshalb auf Unternehmens- und Sektorebene viel stärker zu spüren als auf gesamtwirtschaftlicher Ebene, da dort Gewinner und Verlierer saldiert werden.

Insgesamt gilt: Das Geld, das für den ökologischen Umbau ausgegeben wird, fehlt oft an anderer Stelle. Wer etwa in Wärmedämmung oder in eine Solaranlage investiert, dem fehlen diese Mittel kurz- und mittelfristig für andere (Konsum-) Ausgaben. Langfristig lässt sich mit solchen Investitionen gleichwohl die eigene Energierechnung senken.

*Unterschiedliche Prognosen
zum ökologischen Umbau*

*Ein neues Wirtschaftswunder
ist sehr unwahrscheinlich*

*Einzelwirtschaftliche Effekte
deutlich größer als die
gesamtwirtschaftlichen Folgen*

*Das Geld für den
ökologischen Umbau fehlt an
anderer Stelle*

*Dekarbonisierung
beansprucht erhebliche
volkswirtschaftliche Ressourcen*

Sicher ist, dass es erhebliche Ressourcen beansprucht werden wird, Wirtschaft und Gesellschaft zu dekarbonisieren (vgl. dazu auch unsere Studie [„Ökologischer Umbau von Wirtschaft und Gesellschaft: Kosten und Nutzen“](#)). Die Kosten des ökologischen Umbaus sind der Preis dafür, dass Deutschland einen Beitrag zur Reduktion der globalen Treibhausgasemissionen leistet. Die Höhe der anfallenden Kosten ist aber nicht in Stein gemeißelt. Vielmehr hängt die Höhe maßgeblich davon ab, mit welchen Instrumenten der ökologische Wandel gestaltet wird.

*Wahl der Instrumente
ausschlaggebend für die
volkswirtschaftlichen Kosten*

Aus ökonomischer Sicht wäre es sinnvoll, CO₂-Emissionen konsequent einen Preis zu geben. Wenn der CO₂-Preis die schädlichen Umwelteffekte der Emissionen angemessen abbildet, erhalten Unternehmen und Verbraucher die richtigen Preissignale. Klimaschädliches Verhalten wird teurer und deshalb tendenziell zurückgedrängt. Klimafreundliches Verhalten wird attraktiver. Dazu gehört auch die Suche nach klimafreundlicher Produktionstechnik. Es lässt sich zeigen, dass mit angemessenen CO₂-Preisen der Klimaschutz zu den geringstmöglichen volkswirtschaftlichen Kosten realisieren lässt. Das Instrument der Wahl ist das Emissionshandelssystem. Dabei wird politisch eine feste Emissionsobergrenze festgelegt und CO₂-Emissionen können nur dann getätigt werden, wenn zuvor ein Emissionsrecht gekauft wird. Wenn diese Emissionsrechte handelbar sind, dann sorgt der Preismechanismus dafür, dass die Emissionszertifikate dort landen, wo sie am dringendsten benötigt werden. Im Umkehrschluss heißt das: Die Emissionen werden dort vermieden, wo die geringsten Kosten anfallen. Ein gegebenes Maß an Klimaschutz, das von der Politik vorgegeben wird, kann so mit den geringstmöglichen Kosten erreicht werden (vgl. dazu ausführlicher den Beitrag [„Klimapolitik: Es geht auch einfacher“](#)).

*Europäisches
Emissionshandelssystem ist
erfolgreich und wird
ausgebaut*

Die Europäische Union hat bereits im Jahr 2005 das Europäische Emissionshandelssystem (EU-EHS) installiert, um die Treibhausgasemissionen zu reduzieren. Das EU-EHS umfasst 30 Länder, nämlich alle 27 EU-Länder sowie Norwegen, Island und Liechtenstein. Insgesamt werden dadurch die Emissionen von rund 10 000 energieintensiven Anlagen erfasst, vor allem aus der Stromerzeugungs- und der Verarbeitenden Industrie. Damit werden rund 36 % der Treibhausgasemissionen in der EU abgedeckt. In Europa sind die Emissionen der vom Emissionshandel erfassten Sektoren seit 2005 um 36 % gesunken. In Deutschland gibt es seit 2021 zudem den nationalen Emissionsrechtehandel für die Sektoren Wärme und Verkehr. Ab 2027 sollen in Europa die Sektoren Verkehr und Gebäude im Rahmen des Emissionshandels II einbezogen werden. Damit ist bereits eine sehr gute Grundlage für weiter sinkende CO₂-Emissionen in Europa geschaffen.

*Effizienzreserven in der
Klimapolitik heben*

Mit dem europäischen Emissionshandelssystem funktioniert Klimaschutz effizient und weitgehend „geräuschlos“. Ihn noch weiter auszubauen und außereuropäisch durch einen „Klimaclub“ zu erweitern, wäre das Gebot der Stunde. Die Bundesregierung setzt jedoch zusätzlich auf eine nationale Klimapolitik und versucht mit Verboten und mit Detailsteuerung den Klimaschutz weiter zu beschleunigen (Sichwort „Heizungsgesetz“). Dieses Vorgehen stößt nicht nur auf erhebliche Widerstände bei den Bürgern, es ist auch teuer, weil Unternehmen viel stärker als nötig subventioniert und Privathaushalte finanziell stärker unterstützt werden müssen. Da nach dem Verfassungsgerichtsurteil im November 2023 dem Klima- und Transformationsfonds dringend benötigte 60 Mrd. Euro fehlen, wäre nun ein guter Moment, den eingeschlagenen Weg noch einmal auf den Prüfstand zu stellen und sich für mehr Effizienz in der Klimapolitik zu entscheiden.



2. Deutschland: Nicht der kranke Mann Europas

(Dr. Holger Schmieding)

Was läuft falsch in Deutschland? In keiner anderen großen Volkswirtschaft der westlichen Welt ist die Wirtschaftsleistung im Jahr 2023 geschrumpft. Einige Pessimisten sprechen sogar wieder vom „kranken Mann Europas“. Dies ist jedoch weit übertrieben. Bisher ist Deutschland nur von seiner einstigen Spitzenposition ins Mittelfeld der langfristigen Europaliga abgerutscht. Siehe auch: [Die deutsche Wirtschaft: Was ist das Problem?](#)

Auf dem absteigenden Ast

Vielen Beobachtern unterlaufen zwei Fehler. Erstens verwechseln sie die kurzfristige Talfahrt der Konjunktur, die von Schocks von außen und einer schwachen Güternachfrage auf den Weltmärkten getrieben wird, mit dem langfristigen Trendwachstum, das sich aus den heimischen Angebotsbedingungen ergibt. Die besonders ausfuhrabhängige deutsche Konjunktur wird sich im Frühjahr 2024 voraussichtlich wieder beleben. Zweitens verkennen sie die eigentliche Stärke der deutschen Wirtschaft. Deutschland verdankt seinen Wohlstand nicht einer Spezialisierung auf bestimmte Güter wie Autos oder Chemikalien, die mal mehr oder weniger gefragt sind. Die Besonderheit Deutschlands und einiger anderer Regionen Mitteleuropas ist der Mittelstand. Diese vielen kleinen und mittleren Unternehmen sind die Weltmeister der Marktnischen, ständig auf der Suche nach neuen Möglichkeiten. Sie haben über Jahrzehnte bewiesen, dass ihnen die Ideen nicht ausgehen.

Die zwei Fehler der Pessimisten

Die eigentliche Frage für Deutschland ist, ob dieser Mittelstand qualifizierte Arbeitsplätze vor allem im eigenen Land oder überwiegend andernorts schafft. Hier lohnt sich ein kurzer Blick zurück. In den 1990er Jahren hatte die Politik es versäumt, die Wiedervereinigung als Chance zur Deregulierung und zum Entschlacken der jetzt gesamtdeutschen Sozialsysteme zu verstehen. Stattdessen hat sie die Kosten der Sozialtransfers in die neuen Bundesländer zu verstecken versucht, indem sie vor allem die Sozialversicherungsbeiträge nach oben geschraubt hat. Immer höhere Lohnnebenkosten zwangen immer mehr Unternehmen zur Standortflucht. 1998 hatte ich den Begriff vom „kranken Mann Europas“ erstmals auf Deutschland gemünzt. Vier Jahre später wies das Land das höchste Staatsdefizit aller größeren Euro-Länder auf, während die deutsche Arbeitslosigkeit neue Nachkriegsrekorde erreichte.

Auf den Mittelstand kommt es an

Nach Jahren des Reformstaus brachte die Agenda 2010 in den Jahren 2003 bis 2005 die Wende. Danach lohnte es sich wieder für Unternehmen, auch in Deutschland neue Arbeitsplätze zu schaffen. Seit dem Tiefpunkt Anfang 2006 ist die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung um 32 % gestiegen – Abbildung 5. Dank sprudelnder Steuer- und Beitragseinnahmen konnte Deutschland von 2014 bis zum Ausbruch der Pandemie im Jahr 2020 sogar Überschüsse im Staatshaushalt verzeichnen.

Die Agenda 2010 brachte die Wende

In einer Studie, in der ich 2010 ein „goldenes Jahrzehnt“ für Deutschland angekündigt hatte, hatte ich allerdings auch eine Warnung ausgesprochen: Erfolg macht nachlässig. Der Eindruck, Deutschland könne andere Prioritäten setzen, da es ja wirtschaftlich so besonders erfolgreich sei, hat im Zeitablauf wohl zu einigen wirtschaftspolitischen Fehlern beigetragen. Dazu gehören der überhastete Atomausstieg, das unsinnige Fracking-Verbot für heimisches Erdgas, die teure Rente mit 63 sowie zuletzt das überzogene Lieferkettengesetz, um nur einige Beispiele zu nennen.

Aber Erfolg macht nachlässig

*Frankreich überholt
Deutschland*

So hat Deutschland seinen Spitzenplatz im europäischen Standortwettbewerb mittlerweile verloren. Dank der beherzten Reformen unter Präsident Emmanuel Macron hat sich beispielsweise Frankreich an seinem großen Nachbarn vorbeigeschoben. Allerdings ist die Lage diesseits des Rheins völlig anders als in den kargen Jahren von 1995 bis 2004. Statt Massenarbeitslosigkeit herrscht heute Rekordbeschäftigung. Auch weite Teile des Mittelstandes suchen selbst im konjunkturellen Abschwung weiter händeringend nach Arbeitskräften vor Ort. Zudem sind die Staatsfinanzen trotz aller Sonderhaushalte weit solider aufgestellt als in allen anderen großen Industrieländern der Welt.

*Deutschland kann
Schocks abfedern*

Diese Stärken ermöglichen es dem Land immer noch, auch große Schocks abzufedern, Selbst ein beschleunigter Strukturwandel hin zu einer grüneren Wirtschaft mit sachgerecht hohen Preisen für fossile Energieträger muss nicht zu mehr Arbeitslosigkeit führen. Der Lehrling, der bei einem besonders energieintensiven Unternehmen nicht mehr eingestellt wird, da es einen Teil seiner Produktion herunterfahren muss, wird anderswo gerne genommen. Dort kann sie dann ebenso zur Wirtschaftsleistung beitragen.

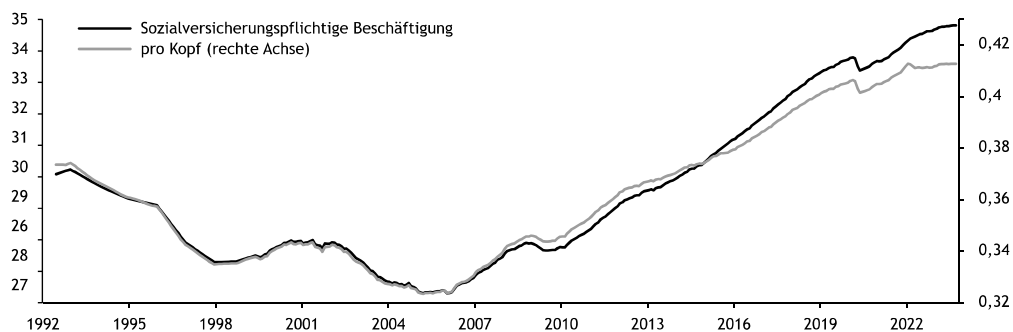
*Schnellere Verfahren
für mehr Investitionen*

Deutschland muss darauf achten, ein guter Standort gerade für den Mittelstand zu bleiben. Kurzfristig sollte Berlin vor allem Klarheit über die künftige Energiepolitik schaffen. Darüber hinaus kommt es vor allem darauf an, die öffentliche Verwaltung auf allen Ebenen zu ertüchtigen. Der zunehmende Personalmangel in der Verwaltung und den Unternehmen ist mittlerweile das wohl stärkste Argument gegen allzu komplexe Regulierungen, die sich immer weniger sinnvoll und zeitgerecht umsetzen lassen. Wie sich am Extrembeispiel der Flüssiggasterminals gezeigt hat, können straffere Verfahren Investitionen beschleunigen. Es mangelt in Deutschland weniger am Geld als an der rechtssicheren Genehmigung. Zum Glück hat die Debatte darüber in Berlin bereits begonnen. Zudem kann Deutschland mehr tun, um neben der qualifizierten Zuwanderung auch sein Potenzial an heimischen Arbeitskräften noch besser zu nutzen. Statt mit der „Rente mit 63“ Anreize für einen frühen Ruhestand zu setzen, sollte das Land lieber längeres Arbeiten belohnen, beispielsweise indem Erwerbseinkommen jenseits der gesetzlichen Altersgrenze bis zu einer Grenze von 5 000 Euro pro Monat steuerfrei gestellt werden.

*Ein Weckruf für Politik
und Wähler*

Deutschland ist nicht der „kranke Mann Europas“. Allerdings sollten Politik und Wähler die Diskussion über die aktuelle Schwäche als Weckruf verstehen. Wenn sie dies tun, können einige Reformen das Land wieder voranbringen. Ansonsten könnte Deutschland im Zeitablauf tatsächlich weiter gegenüber anderen Staaten Europas zurückfallen.

Abb. 5: Reformen zahlen sich aus - mehr Arbeitsplätze als je zuvor



Sozialversicherungspflichtige Beschäftigung in Deutschland, in Millionen auf der linken Achse; als Anteil an der Wohnbevölkerung auf der rechten Achse, in %. Quellen: Arbeitsagentur, Bundesbank



TEIL 4 EIN BLICK AUF DIE WICHTIGSTEN RISIKEN

1. Wirtschaftliche Risiken

(Dr. Holger Schmieding)

Unser weitgehend positiver Ausblick auf die Konjunktur im Jahr 2024 beruht auf einer großen Annahme: Die Inflation wird in den USA und Europa hinreichend zurückgehen, um es den Notenbanken zu erlauben, ihre geldpolitischen Zügel langsam wieder zu lockern. Dies gilt insbesondere für die US Fed, deren derzeit verhältnismäßig straffe Geldpolitik die US-Konjunktur mehr beeinflusst, als dies in der stärker ausfuhrabhängigen Eurozone der Fall ist.

*Auf die Inflation
kommt es an*

Bisher sprechen der aktuelle Datenkranz und die üblichen Frühindikatoren dafür, dass der Preisdruck in den USA etwas weiter nachlassen wird. Sollte stattdessen die US-Inflation jedoch wieder anziehen, könnte dies das Bild erheblich stören. Einen kurzzeitigen Ölpreisschock beispielsweise durch eine gestörte Ölzufuhr aus dem Nahen Osten würde die US-Notenbank wahrscheinlich hinnehmen. Aber ein spürbarer Anstieg des hausgemachten Inflationsdrucks, beispielsweise als Folge rasch und dauerhaft steigender Kosten im Gesundheitswesen oder eines deutlich zunehmenden Lohndrucks, würde Zinssenkungen verhindern und die Fed stattdessen zu erneuten Zinserhöhungen zwingen. Das könnte die US-Wirtschaft in eine echte Rezession stürzen.

*Eine unerwartet hohe
US-Inflation könnte zu
einer harten Landung führen*

Wie üblich würde sich dies auch erheblich auf Länder rund um die Welt auswirken, die durch Handels- und Finanzströme eng mit der größten Volkswirtschaft der Welt verbunden sind. Das würde auch Wirtschaft und Märkte in Europa treffen, im ausfuhrabhängigen Deutschland vermutlich noch mehr als in anderen Ländern. Die Eurozone und Großbritannien würden in solch einem Fall vermutlich nur stagnieren oder sogar in einer leichten Rezession verharren.

*Eine US-Rezession würde
andere Länder hart treffen*

Sollte dagegen die US Fed ihren Leitzins nur deshalb nicht senken, weil die Konjunktur sich wie im Jahr 2023 erneut besser behauptet als erwartet, wäre das für die meisten Handelspartner der USA insgesamt eher eine gute als eine schlechte Nachricht.

*Oder hält sich die
US-Konjunktur erneut
besser als erwartet?*

2. Politische Risiken

Vor knapp zwei Jahren hat Russlands brutaler Angriff auf die Ukraine gezeigt, wie sehr geopolitische Risiken auch Weltkonjunktur und Weltmärkte treffen können. Im Jahr 2024 steht vor allem ein Risiko im Raum: was wäre wenn Donald Trump Anfang 2025 ins Weiße Haus zurückkehrt? Unsere Vorhersagen für 2024 beruhen auf der Annahme, dass die US-Politik weitgehend auf Kurs bleibt. Aber das Risiko eines radikalen Politikwechsels in den USA müssen wir ernst nehmen.

Im Schatten der Geopolitik

Gut zehn Monate vor den US-Wahlen am 5. November 2024 deuten Meinungsumfragen auf ein Kopf-an-Kopf Rennen zwischen Trump und Amtsinhaber Joe Biden hin. Trump ist und bleibt unberechenbar. Aber anders als bei seinem ersten Wahlsieg im Jahr 2017,

*Kopf-an-Kopf Rennen
Trump gegen Biden?*

den er offenbar selbst nicht erwartet hätte, wäre er diesmal besser vorbereitet. Seine Gefolgsleute haben eine Agenda erarbeitet und Namenslisten möglicher Amtsträger zusammengestellt, die Trump schnell unterstützen könnten. Deshalb könnte Trump seine Vorgaben gegebenenfalls vermutlich effektiver umsetzen als in seiner ersten Amtszeit.

Der US-Konjunktur würde Trump zunächst kaum schaden

Trump ist ein Protektionist. Sein engstirniger „Amerika zuerst“ Ansatz und seine Abneigung gegen internationale Organisationen wie die NATO und die Europäische Union würde die internationale Zusammenarbeit erschweren. Für die US-Wirtschaft würde dies kurzfristig wohl keine großen Folgen haben. Die staatliche Haushaltspolitik bliebe expansiv. Einige Bereiche der Wirtschaft könnten mit einem gewissen Abbau von Regulierungen rechnen. Der Schwerpunkt der Investitionen würde sich von grünen Vorhaben hin zu fossilen Energien verlagern. Auch wenn das auf Dauer dem Weltklima erheblich schaden dürfte, würde das unsere kurzfristigen Wachstumsprognosen kaum berühren.

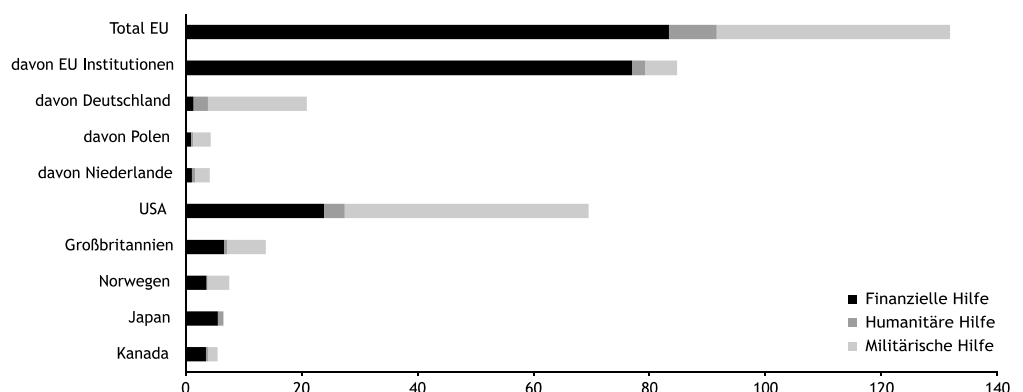
Aber für andere Länder könnte Trump ein Riesensproblem werden

Für Europa und andere Länder in Übersee könnte der Schaden dagegen erheblich sein, und zwar mehr noch als in der ersten Amtszeit Trump. Das Risiko von Handelskriegen träge die offenen Volkswirtschaften Europas und Asiens mehr als die USA. Vor allem müsste Europa sich möglicherweise auf ein abruptes Ende aller US-Hilfen für die Ukraine einstellen. Vielleicht würde Trump zwar weiter US-Waffen an Kiew liefern, aber wohl nur dann, wenn Europa diese Waffen vollständig aus eigener Tasche bezahlt.

Eine mögliche Zerreißprobe für die EU

Die Europäische Union und ihre Mitgliedsländer unterstützen zwar bereits jetzt die Ukraine finanziell gesehen erheblich mehr als die USA, wie Abbildung 6 zeigt. Aber ob Europa diese Aufgabe ohne US-Hilfe alleine meistern könnte, ist mehr als fraglich. Bereits jetzt hängt ja die Drohung einiger Republikaner im US-Kongress, die Hilfen für die Ukraine zu kürzen oder einzustellen, wie ein Damoklesschwert über Europa. Der Streit darüber, ob und inwieweit Europa gegebenenfalls den Part der USA stemmen und selbst noch wesentlich mehr Geld für den Abwehrkampf der Ukraine bereitstellen sollte, könnte die EU vor eine selten dagewesene Zerreißprobe stellen. Dies könnte sogar die Stimmung und Konjunktur beeinträchtigen. Dazu käme das Risiko, dass nach einem (Teil-)Erfolg Putins in seinem Krieg gegen die Ukraine die europäischen NATO-Staaten künftig noch wesentlich mehr für ihre Verteidigung ausgeben müssten, als wenn es ihnen gelänge, Putin jetzt in die Schranken zu weisen. Schließlich ist Russland der einzig ernstzunehmende Gegner für NATO-Mitglieder auf dem europäischen Kontinent.

Abb. 6: Hilfe für die Ukraine - Europa zahlt mehr



Aufschlüsselung der Unterstützung für die Ukraine, bis Ende Juli 2023 geleistet oder fest zugesagt, in Mrd. Euro. Quelle: ifw Kiel



In China birgt die Konzentration der Macht in den Händen eines „roten Kaisers“ mit unbegrenzter Amtszeit erhebliche Risiken. Einzelherrscher, denen niemand mehr zu widersprechen wagt, neigen dazu, Fehler zu begehen und sie – wenn überhaupt – nur spät zu korrigieren. Das lange Festhalten an der Null-Covid-Politik und die unvorbereitet abrupte Abkehr von dieser Politik Ende 2022 können hier als warnendes Beispiele dienen. Die Chance, dass China dereinst die USA als Wirtschaftsmacht Nummer eins der Welt ablösen kann, schwindet auch deshalb von Jahr zu Jahr.

Risiko China

Zu den geopolitischen Risiken gehören auch Chinas in letzter Zeit lauter vorgetragenen Drohungen gegen Taiwan. Sollte Beijing diesen Worten Taten folgen lassen, könnte dies die Welt in erhebliche Turbulenzen stürzen. Allerdings ist das in weiten Teilen immer noch arme China letztlich mehr noch als Europa und die USA vom Welthandel abhängig. Eigentlich kann es sich einen großen Konflikt mit der Supermacht USA kaum leisten. Außerdem zeigt die Ukraine, wie sehr ein abwehrbereites Land, das über moderne westliche Waffen verfügt, sich gegen einen Überfall wehren kann. Auch deshalb wird China hoffentlich vor einem Krieg gegen Taiwan zurückschrecken. Angesichts der vielen Ressourcen, die China in den Aufbau seines Militärs steckt, ist ein Angriff aber – leider – ein Risiko, dass in einigen Jahren erheblich zunehmen könnte.

*Ein Angriff auf Taiwan?
Leider denkbar, aber vorerst
wohl noch unwahrscheinlich*

TEIL 5 FINANZMÄRKTE

1. Verhaltener Rückenwind für Risikomärkte

(Dr. Holger Schmieding)

*Rückblick 2023:
die Richtung hat
weitgehend gestimmt*

Vor einem Jahr hatten wir in unserem Ausblick auf das Jahr 2023 erläutert, weshalb sich die Aktienmärkte nach dem Einbruch im ersten Halbjahr 2022 auch 2023 weiter erholen könnten. Für die Renditen vieler Staatsanleihen und für den Außenwert des Euro hatten wir einen leichten Anstieg vorhergesagt. Alles in allem hat die Richtung gestimmt, allerdings mit erheblichen Abstrichen, was das Ausmaß der Veränderungen betrifft. So sind beispielsweise die Renditen für US-Anleihen angesichts der unerwartet robusten US-Konjunktur weit über das damals von uns gesetzte Ziel von 3,6 % für Ende 2023 hinausgeschossen. Entsprechend hat auch der US-Dollar weit weniger an Boden verloren, als es unserer Vorhersage von US-Dollar 1,15 pro Euro für Ende 2023 entsprochen hätte. Dafür haben gerade die europäischen Aktienmärkte unsere Erwartungen sogar noch übertroffen.

*Verhalten positive
Aussichten für 2024*

Auch für 2024 stehen die Ampeln an den Finanzmärkten insgesamt zumeist auf Grün. Anleger versuchen, auf die Trends der Zukunft zu setzen. Kurse streben bereits dann nach oben, wenn die Konjunktur noch schwächelt. Gerade die rückläufige Inflation nährt die Hoffnung darauf, dass wichtige Zentralbanken im kommenden Jahr ihre Geldpolitik wieder lockern können. Auch die gut begründete Annahme, dass die Konjunktur in Europa im Frühjahr wieder Tritt fassen kann und die USA nach einer sanften Landung in der zweiten Hälfte des Jahres auch dank niedrigerer Notenbankzinsen wieder zu einem Wachstum nahe des Trends von etwa 2 % zurückkehren können, spricht für höhere Kurse an den Märkten für Risikotitel, zu denen gerade auch Aktien gehören.

*Vorteil Europa – vor allem
für kleinere Unternehmen*

Sollte sich die europäische Konjunktur tatsächlich erholen, könnte dies das Interesse ausländischer Anleger an Europa stärken. Europäische Aktien könnten dann erneut relativ gut abschneiden. Das gilt vor allem für die Titel kleiner und mittlerer Unternehmen, um die Anleger derzeit oftmals einen großen Bogen machen. Auch viele Schwellenländer könnten davon profitieren.

Ein schwieriges Umfeld

Allerdings bleibt das Umfeld schwierig. Zum einen haben die Märkte mit ihrer Rallye im November und Anfang Dezember 2023 bereits einen Teil der unseres Erachtens fundamental gerechtfertigten Kursgewinne vorweggenommen. Das verbleibende Potenzial ist zwar weiterhin vorhanden. Es ist aber längst nicht mehr so ausgeprägt, wie es beispielsweise Ende 2022 war. Zum anderen könnte das oben diskutierte Risiko Trump im Zeitablauf immer stärker in den Vordergrund treten. Ab dem Sommer dürfte der mögliche Ausgang der US-Wahlen am 5. November immer mehr die Diskussion beherrschen. Wie groß das Risiko Trump sich dann darstellen wird, bleibt abzuwarten. Aber da es gerade für die europäischen Märkte eine nennenswerte Rolle spielen könnte, gilt unser verhalten optimistischer Ausblick für die Finanzmärkte insbesondere in Europa derzeit mehr für die erste als für die zweite Hälfte des Jahres 2024.

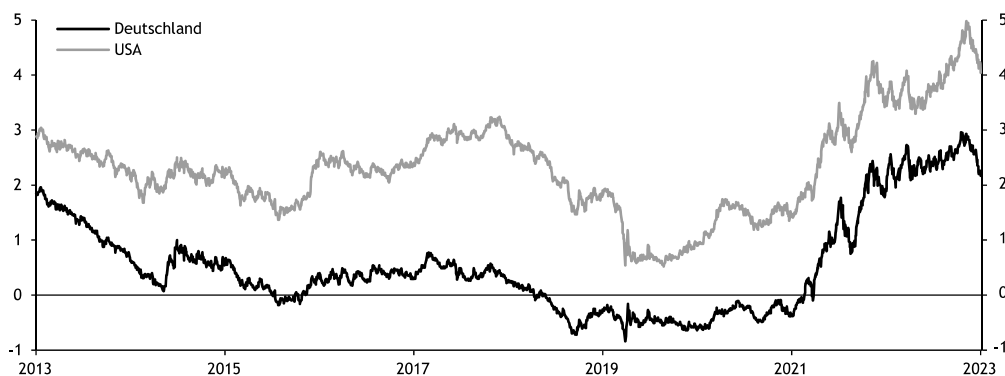
2. Zinsen: Der große Anstieg ist vorbei

(Dr. Jörn Quitzau)

Die gute Nachricht für Finanzmärkte vorweg: Die Zeit der kräftig steigenden Zinsen dürfte vorbei sein. Die Leitzinsen haben aller Wahrscheinlichkeit nach ihren Gipfel erreicht und die Notenbanken dürften die Geldpolitik im kommenden Jahr wieder etwas lockern. Die Marktzinsen – gemessen an den zehnjährigen Staatsanleihen – dürften in diesem Jahr in einer kurzen Übertreibungsphase bereits über die Niveaus hinausgeschossen sein, die wir für Ende 2024 erwarten. Insgesamt dürfte die Konjunktur von der Zinsseite also nicht weiter be-, sondern eher moderat entlastet werden.

Leitzinsen am Gipfel angekommen

Abb. 7: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen - Rücksetzer nach kurzer Übertreibung



In %. Quelle: Macrobond

In den USA kam es im Oktober zu einem übertriebenen Zinsanstieg. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen waren bis auf rund 5 % gestiegen. Erste Marktbeobachter witterten einen Käuferstreik und – angesichts der hohen Haushaltsdefizite und Schulden – sogar eine beginnende Staatsschuldenkrise in den USA. Wenige Wochen später ist klar: Es war nur eine kurze Übertreibung. Die Renditen sind bis Mitte Dezember auf rund 4 % gefallen. Im Sog der US-Zinsen waren auch die Renditen der zehnjährigen Bundesanleihen zunächst bis fast 3 % gestiegen, um anschließend bis Mitte Dezember auf unter 2,2 % zu sinken. Von den jetzt deutlich reduzierten Niveaus erwarten wir im nächsten Jahr für die USA einen Anstieg auf 4,4 %, für die Bundeilanleihen auf 2,7 %.

Staatsanleihen: vom jetzigen Niveau noch moderates Aufwärtspotenzial

Bei den Leitzinsen versuchen sich die Beobachter aktuell neu zu orientieren. Nach den eher zurückhaltenden Äußerungen der US-Notenbank Fed und einem unerwartet starken Rückgang der Inflation in der Eurozone auf ein Zweijahrestief von 2,4 % im November setzen die Märkte nun darauf, dass die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen im nächsten Jahr um einen vollen Prozentpunkt senken wird, beginnend mit einem ersten Schritt im April. Wir stimmen dem allgemeinen Verlauf zwar zu, bezweifeln aber, dass die EZB im nächsten Jahr einen so energischen Kurswechsel vollziehen wird. Die EZB kommt von einem viel niedrigeren Zinsniveau als die US-Notenbank. Daher wird sie die Zinsen wohl nicht so früh und nicht so stark senken wie die amerikanische Zentralbank. Hinzu kommt: Der Lohndruck in der Eurozone wird wahrscheinlich hoch bleiben. Wir erwarten, dass die EZB im September 2024 beginnt die Geldpolitik zu lockern, indem sie die Geldmarktsätze von derzeit ca. 3,9 % auf 3,5 % bis Ende 2024 senkt.

EZB dürfte weniger stark lockern als die Fed

EZB dürfte Bilanzsumme weiter kürzen

Zudem dürfte die EZB ihre Bilanzsumme weiter kürzen, indem sie auch die Anleihebestände aus dem Pandemie-Notfallprogramm (PEPP) allmählich abbaut. Die EZB gab nach ihrer Sitzung im Dezember bekannt, dass sie die im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere in der ersten Jahreshälfte 2024 bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich reinvestieren wird. In der zweiten Jahreshälfte soll das PEPP-Portfolio um im Schnitt 7,5 Mrd. Euro pro Monat reduziert werden. Ende 2024 soll die Wiederanlage fällig werdender Anleihen aus dem PEPP-Programm vollständig eingestellt werden. Im Durchschnitt werden jeden Monat PEPP-Anleihen im Wert von ca. 15 Mrd. Euro fällig. Ein niedrigerer Geldmarktsatz und eine geringere Bilanzsumme würden den geldpolitischen Kurs der EZB wieder auf ein normales Niveau bringen.

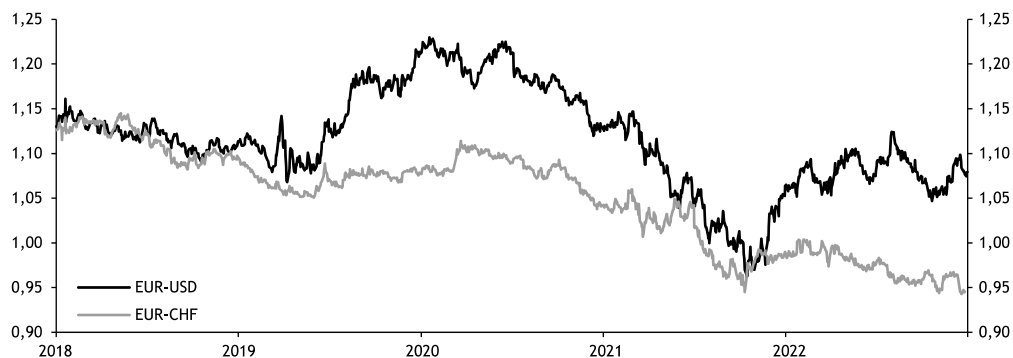
3. Währungen: Geo- und Geldpolitik als Kurstreiber

(Dr. Jörn Quitzau)

Werden die Kurstreiber des Jahres 2023 auch die Kurstreiber 2024?

Im Jahr 2023 haben vor allem zwei Themen für Bewegung am Devisenmarkt gesorgt: 1. Geopolitische Krisen haben die „Safe haven“-Währungen wie den US-Dollar und den Schweizer Franken deutlich gestärkt. 2. Das Vorgehen der Zentralbanken im Inflationsumfeld hat immer wieder die Fantasie der Marktakteure beflügelt und zu entsprechenden Verschiebungen bei den Wechselkursen geführt. Zum Jahresende 2023 sieht es danach aus, als würden diese beiden Faktoren auch im kommenden Jahr eine maßgebliche Rolle spielen.

Abb. 8: US-Dollar und Schweizer Franken als sichere Anlagehäfen gefragt



Quelle: Macrobond

„Safe haven“-Währungen weiter gefragt

Die geopolitische Lage dürfte auch im Jahr 2024 angespannt bleiben. Die bestehenden Konflikte (Russland/Ukraine; Israel/Gaza) halten die Welt in Atem. Zwar gewöhnen sich die Marktakteure nach einer gewissen Zeit sogar an Kriege und reagieren meist nur noch auf Eskalationen oder Deeskalationen, doch die insgesamt fragile Weltlage dürfte sichere Anlagehäfen weiter attraktiv machen. US-Dollar und Schweizer Franken dürften deshalb strukturell überbewertet bleiben, wenngleich beide Währungen einen kleinen Teil ihrer Stärke im Jahresverlauf abgeben könnten.



Dass darüber hinaus die Geldpolitik einen entscheidenden Einfluss behalten wird, deutet sich bereits in den letzten Monaten 2023 an. Mehrfach standen die Inflationsdaten im Fokus der Märkte. Der Disinflationsprozess hat die Aussicht auf eine noch straffere Geldpolitik zunächst für die USA und später für die Eurozone pulverisiert. Beide Male reagierte der Devisenmarkt deutlich. Auch im neuen Jahr dürften die Marktakteure sehr genau beobachten, wie sich die Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks weiterentwickelt und was daraus für die Geldpolitik der US Fed und der EZB abzuleiten ist. Aktuell erwarten wir, dass die amerikanische Notenbank ihre Geldpolitik etwas früher und etwas deutlicher lockern wird als die EZB. Wenn der Zinsvorsprung der USA zurückgeht, dürfte der Euro leichten Rückenwind erhalten. Zum Jahresende 2024 sehen wir den Euro auf etwa 1,15 US-Dollar je Euro steigen.

*Inflation und Geldpolitik
im Fokus*

Weniger Bewegung sollte es bei den Währungspaaren Euro/Franken und Euro/Pfund geben. Den Schweizer Franken sehen wir wie erwähnt aufgrund seiner Eigenschaft als „Safe haven“ weiter stark. Etwas Aufholpotenzial gibt es wohl für den Euro, aber die Parität dürfte im kommenden Jahr eine zu hohe Hürde bleiben. Das Pfund bewegt sich seit einigen Jahren im Trend seitwärts und wir erwarten hier auch im kommenden Jahr keine große Änderung. Natürlich wird es weiter zu kurzzeitigen Ausbrüchen kommen. Doch die Marke von 0,85 Pfund je Euro dürfte ihre Anziehungskraft behalten.

*Wenig Bewegung bei
Franken und Pfund
zu erwarten*

Im Jahr 2024 steht zudem ein Ereignis an, das für die internationale Wirtschaft, die internationale Politik und somit auch für die Währungsmärkte von Bedeutung sein wird: die Präsidentschaftswahl in den Vereinigten Staaten. Noch ist es zu früh, um Analysen über den potenziellen Ausgang am 5. November zu erstellen. Recht klar ist aber schon jetzt, dass die Notenbank bei ihren geldpolitischen Entscheidungen im Laufe des Jahres dieses Ereignis bereits im Hinterkopf haben wird. Sollten die Märkte den Eindruck gewinnen, dass der mögliche Wahlausgang geopolitische Risiken eher verstärken könnte, würde dies vermutlich im zweiten Halbjahr zu einigen Kapitalflüssen in den US-Dollar führen. Das könnte den US-Dollar auf einem höheren Niveau halten, als wir es derzeit für Ende 2024 vorhersagen.

*Präsidentschaftswahl
als Risikofaktor*

TEIL 6 KAPITALMARKTPROGNOSEN

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2024
USA	10 Jahre	3,95	4,40
Europa*	10 Jahre	2,07	2,70
Großbritannien	10 Jahre	3,77	4,00
Währungen			
USA	EUR/USD	1,09	1,15
Europa	EUR/CHF	0,94	0,97
Großbritannien	EUR/GBP	0,86	0,85
Aktien			
USA	S&P 500	4 740	4 850
Europa	DAX	16 650	18 000
	EURO STOXX 50	4 521	4 800
	MSCI UK	2 180	2 400

Aktuell: 18. Dezember 2023. *Bundesanleihen. Aktienmarktprognosen von Berenberg Wealth and Asset Management.
Quellen: Macrobond, Berenberg