

IKB Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Dezember 2023

Ausblick 2024: Konjunktur, Inflation und Geldpolitik sowie Märkte

Konjunkturausblick Weltwirtschaft 2

USA – Soft landing oder doch etwas härter? • China – vom Wachstumsanker zum Risikofaktor für die globale Konjunktur • Europa – straffe Geldpolitik bremst Konjunktur • Weltkonjunktur – synchroner Abschwung, Gefahr der globalen Fragmentierung

Ausblick Deutschland 5

Erneute Stimmungseintrübung deutet auf keine schnelle Konjunkturwende hin • Investitionen im Jahr 2024: Eine Pause für die Transformation, Erholung im Jahr 2025? • Verarbeitendes Gewerbe: weiterer Produktionsrückgang zu erwarten • Schuldenbremse – eine Reform ist erforderlich

Inflation und Geldpolitik 9

Inflation weiter auf dem Rückzug • Wo liegt die mittelfristige Inflation in der Euro-Zone? • Ausblick Geldpolitik: Zinssenkungen im Jahr 2024 • Ausblick langläufige Renditen: Schon viel vorweggenommen

Märkte – Devisen und Aktien 12

Devisenmärkte – verhaltener Auftrieb für den Euro • Aktienmärkte – Rückschlagpotenzial und hohe Volatilität

Volkswirtschaft und Research, IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht

Chefvolkswirt

+49 211 8221 4118

Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt

+49 211 8221 4492

Carolin.Vogt@ikb.de

Eugenia Wiebe

+49 211 8221 3174

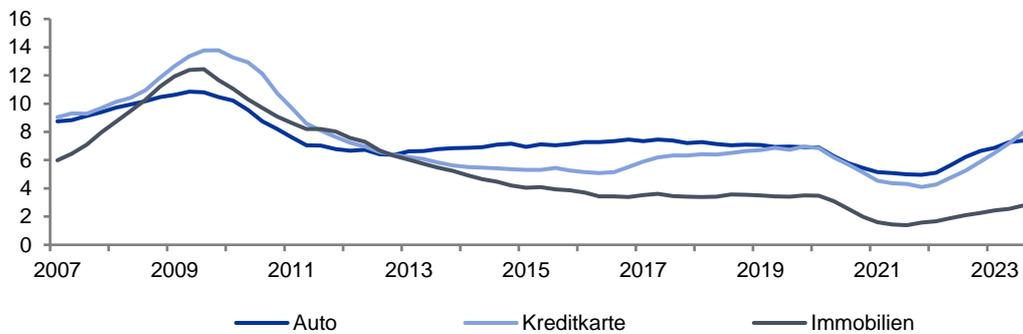
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Konjunkturausblick Weltwirtschaft

USA – Soft landing oder doch etwas härter?

Die US-Wirtschaft zeigt sich bislang robust. Doch die Fed-Zinsanhebungen sollten im Jahr 2024 zunehmend Spuren hinterlassen. Die Konjunkturertrübung ist notwendig, um den Inflationsdruck zu dämpfen, und sie wird von der Fed bis zu einem gewissen Grad in Kauf genommen. Im weiteren Jahresverlauf ist der Grund für niedrigere Zinsen dann weniger eine Rezession, sondern ein klarer Rückgang des Inflationsdrucks. Hierzu müsste sich allerdings der Arbeitsmarkt abkühlen. Die deutlich verschlechterten Finanzierungsbedingungen und die bereits klar erkennbaren Auswirkungen auf die Immobilienmärkte machen eine baldige Abkühlung wahrscheinlich. In jedem Fall sollte mit einem deutlichen Dynamikverlust der US-Wirtschaft 2024 gerechnet werden. Somit ergibt sich Raum für Zinssenkungen. Allerdings bleibt dieser bei einer expansiven Fiskalpolitik begrenzt.

USA: Zahlungsverzug (30 oder mehr Tage), in % des Kreditbestands

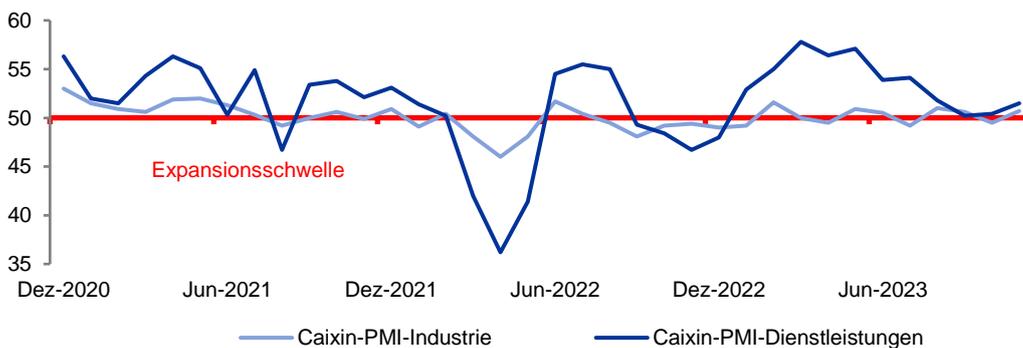


Quelle: Bloomberg

China – vom Wachstumsanker zum Risikofaktor für die globale Konjunktur

Chinesische Konjunkturindikatoren deuten auf ein durchwachsendes Bild. Auch bergen der Bausektor bzw. die Korrektur am Immobilienmarkt Risiken, während sich die Konsumenten ebenfalls zurückhalten. Allerdings hat die chinesische Regierung über die Geld- und Fiskalpolitik Handlungsspielraum. Wir erwarten einen weiteren leichten Rückgang der Wachstumsdynamik auf ca. 5 % im Jahr 2024. Im Vordergrund, vor allem für das mittelfristige Wachstum, stehen strukturelle Herausforderungen, aber auch Chinas Beziehungen mit dem Rest der Welt.

China: Einkaufsmanager-Index, Caixin PMI



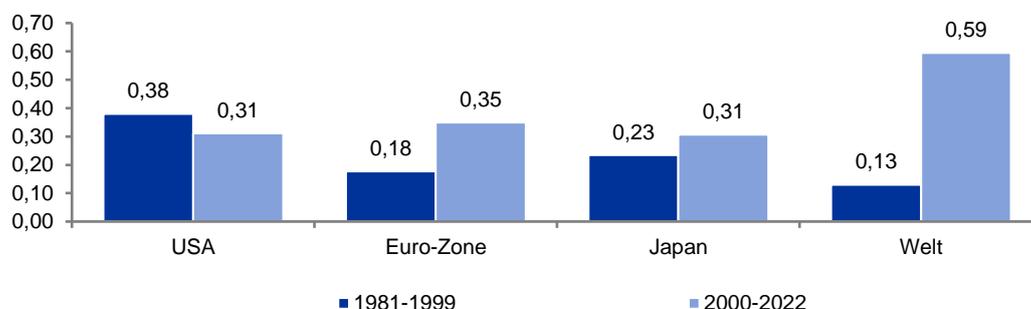
Quelle: Bloomberg

Die chinesische Regierung muss vor dem Hintergrund einer alternden Bevölkerung und eines nachlassenden Überschusses an billigen Arbeitskräften ihr Wachstumsmodell anpassen. Anstatt Marktanteile durch den Export von billigen Gütern zu generieren, geht es darum, in der Wertschöpfungsleiter nach oben zu wandern, dokumentiert in der Strategie „Made in China 2025“. Wettbewerbsvorteile auf Grundlage von technologischem Fortschritt und hoher Wertschöpfung stehen deshalb eher im Fokus als solche auf Basis von Preisvorteilen.

Aktuell ist China im Vergleich mit asiatischen Billiglohnländern wie Vietnam oder Bangladesch bereits für einige Industrien als Investitionsstandort nicht mehr attraktiv. Eine Eskalation zwischen China und dem Westen wird den Reifeprozess Chinas verzögern und auch das Wachstumsmodell belasten. Der mittelfristige Wachstumspfad Chinas ist also nicht nur aufgrund der schon länger bekannten strukturellen Herausforderungen unsicher – Beispiele sind der aufgeblasene Immobiliensektor und die hohe private Verschuldung –, auch die USA und die EU legen China Steine in den Weg.

Kurzfristige Alternativen zum chinesischen Wachstumsbeitrag für die Weltwirtschaft gibt es kaum. Weder auf der Angebots- noch auf der Nachfrageseite gibt es ein Land, das den Wachstumsbeitrag Chinas erreichen könnte. Und auch wenn China deutlich langsamer wächst, ist sein Wachstumsbeitrag für die Weltwirtschaft dank seiner Größe immer noch bedeutend. Zudem hat die Vernetzung der chinesischen Wirtschaft mit der Weltwirtschaft deutlich zugenommen. Es mag argumentiert werden, der Druck auf China und damit das Unterlaufen seines Wachstumsmodells zwingt das Land zu Reformen. Der potenzielle Schaden für die Weltwirtschaft ist allerdings enorm.

Korrelationskoeffizienten des BIP-Wachstums Chinas

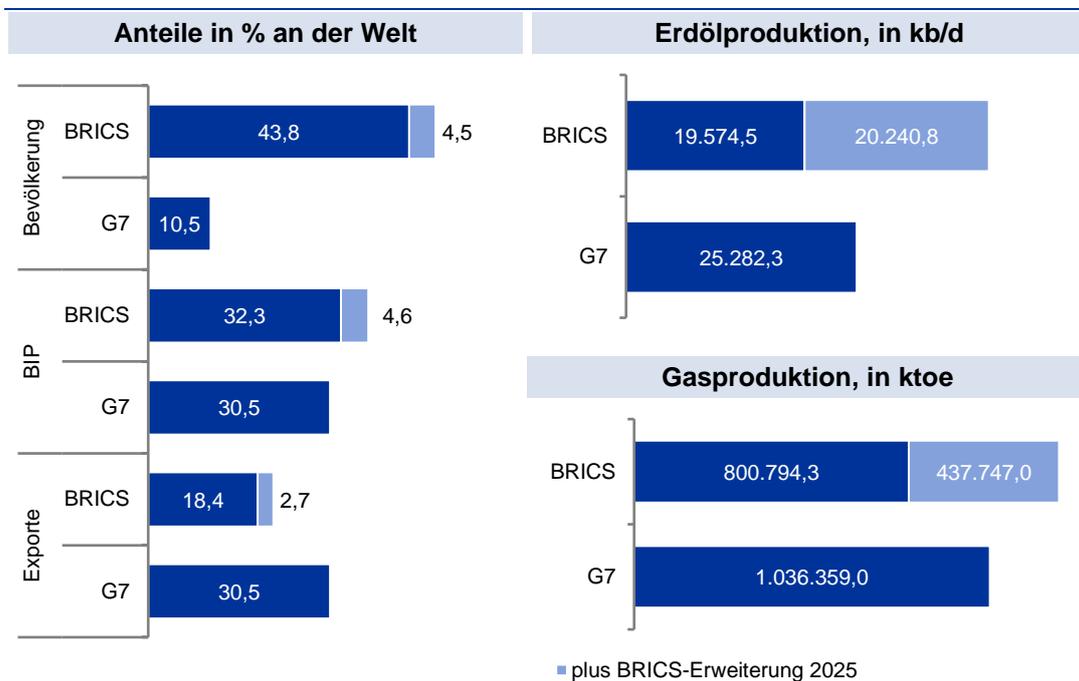


Quelle: IKB

Gefahr der globalen Fragmentierung

Infolge anhaltender geopolitischer Spannungen besteht die Gefahr einer zunehmenden weltweiten Blockbildung. Über 40 % der Weltbevölkerung lebt in den BRICS-Staaten (Ver- einigung der Staaten Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika), die mit Indien eine oft genannte Alternative zu China aufweisen. Der vom Westen eingeschlagene Weg ge- genüber China wird zu mehr Polarisierung, politischen Spannungen und weltweit niedrige- rem Wirtschaftswachstum führen.

BRICS-Staaten und G7 im Vergleich, 2022

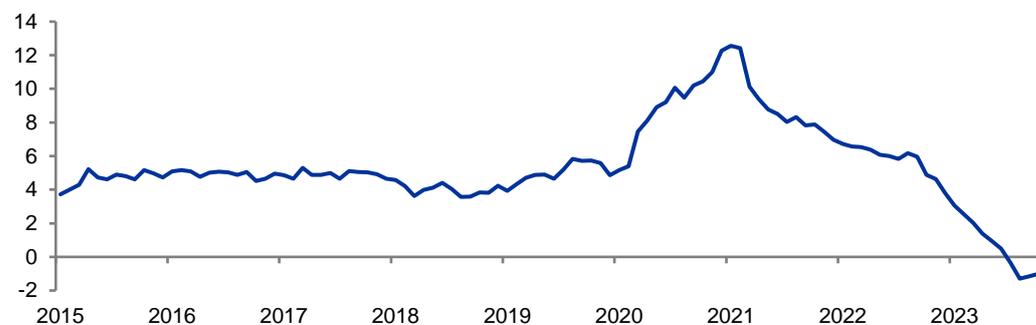


Quelle: EIU (G7: USA, Kanada, Japan, Deutschland, Frankreich, Italien, UK; BRIC: Brasilien, Russland, Indien, China; BRICS-Erweiterung: Argentinien, Ägypten, Iran, Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate); kb/d = 1000 barrels pro Tag; ktoe = kilotonne of oil equivalent

Europa – straffe Geldpolitik bremst Konjunktur

Während die Prognose für die US-Wirtschaft aufgrund der US-Fiskalpolitik und fehlender eindeutiger Indikationen eines soft landing oder hard landing mit erhöhtem Risiko behaftet ist, ist die Vorhersage für die Euro-Zone eindeutig. Der Rückgang der Geldmenge signalisiert eine nennenswerte effektive geldpolitische Straffung, die die Volkswirtschaft der Euro-Zone in eine Rezession bzw. Stagnation geführt hat. Dies wird durch aktuelle Konjunkturindikatoren sehr deutlich bestätigt. Auch ist im Jahr 2024 von keiner spürbaren Wende auszugehen, da Zinssenkungen die Kreditvergabe nur verzögert beeinflussen.

Euro-Zone: M3-Geldmenge, Veränderung in % zum Vorjahresmonat



Quelle: FERI (Eurostat)

Weltkonjunktur – synchroner Abschwung, Gefahr der Fragmentierung

Das Wachstum von Volkswirtschaften wie die chinesische oder die der Euro-Zone werden sich 2024 stabilisieren, während sich die US-Wirtschaft abkühlen wird. Insgesamt deutet dies auf eine synchrone Abkühlung wichtiger Länder. Auch bleibt China ein großer Unsicherheitsfaktor. Erst im Jahr 2025 ist mit einer Erholung des globalen Wirtschaftswachstums zu rechnen.

Reales BIP-Wachstum in % zum Vorjahr

	Ø 2015-2021	2022	2023P	2024P	2025P
USA	2,3	2,0	2,4	1,3	1,9
Euro-Zone	1,4	3,4	0,4	0,3	1,6
Russland	1,2	-1,9	2,5	1,2	1,0
China	6,3	2,9	5,5	4,9	4,8
Indien	5,2	7,3	6,5	6,3	6,4
Brasilien	-0,1	2,9	3,0	1,6	2,2
Japan	0,3	0,9	1,9	0,9	1,0
Welt	2,4	3,1	2,7	2,2	2,8

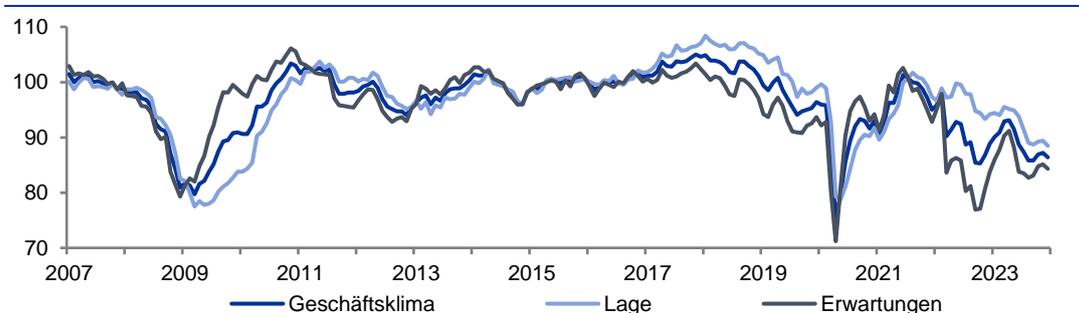
Quellen: EIU; P = IKB-Prognose

Ausblick Deutschland

Erneute Stimmungseintrübung deutet auf keine schnelle Konjunkturwende hin

Das ifo Geschäftsklima ist im Dezember 2023 gesunken. Die Hoffnung auf einen vierten Anstieg in Folge und damit eine weitere Stabilisierung bzw. leichte Erholung der Stimmung hat sich nicht erfüllt. Die aktuelle Lage sowie die Erwartungen wurden vielmehr kritischer gesehen. Der ifo Index zeigt also sehr deutlich, dass jegliche Hoffnung auf eine konjunkturelle Wende im ersten Quartal 2024 unangebracht ist. Doch kritischer als die monatliche Veränderung des ifo Index ist nun schon seit Jahren ein anhaltender tendenzieller Rückgang: Immer mehr Unternehmen haben eine grundlegende skeptische Einschätzung zu ihrem Konjunkturmumfeld.

ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



Quelle: FERI (ifo)

Die IKB erwartet ein deutsches BIP-Wachstum von um die 0 % im Jahr 2024 und 1,8 % im Jahr 2025. Angesichts eines solchen Konjunkturausblicks 2024 wird es keine bedeutenden Investitionsimpulse geben. Diese Entwicklung wird durch die Politik noch verstärkt. Denn es fehlt weiterhin an einer glaubwürdigen Fiskalpolitik, die Investitionen in den Vordergrund

stellt und überzeugend Raum für Steuerentlastungen schafft. Noch immer ist der Staat viel zu sehr mit Verteilungsthemen beschäftigt. Ein BIP-Wachstum von über 1 % im Jahr 2025 stellt immerhin eine perspektivische Erholung in Aussicht – wenn auch nur konjunkturell. Daher sollten die privaten Ausrüstungsinvestitionen zulegen – zumindest ab der zweiten Jahreshälfte 2024. Ein spürbarer Investitionsschub ist allerdings nicht zu erwarten.

Deutschland: BIP und Komponenten, Veränderung in % zum Vorjahr

	2022	2023P	2024P	2025P
Privater Konsum	4,0	-0,9	0,6	1,6
Staatskonsum	1,6	-2,1	1,5	1,3
Ausrüstungsinvestitionen	4,3	4,2	-1,9	5,6
Bauinvestitionen	-1,6	-0,7	-2,4	1,3
Exporte	3,5	-1,2	0,8	2,5
Importe	6,8	-2,4	0,8	2,6
BIP	1,9	-0,1	0,1	1,8

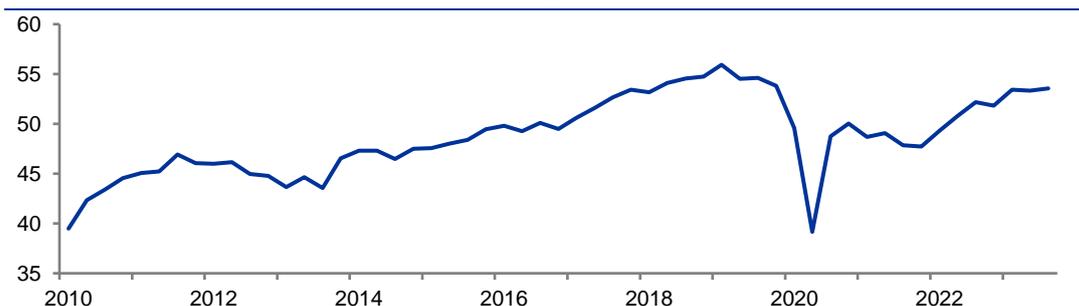
Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); P = IKB-Prognose

Investition im Jahr 2024: Eine Pause für die Transformation, Erholung im Jahr 2025

Trotz des oft erwähnten hohen Investitionsbedarfs halten sich Unternehmen mit Investitionen am Standort Deutschland bedeckt. Zuviel Unsicherheiten bei Konjunktur und Rahmenbedingungen belasten den mittelfristigen Ausblick und damit die Investitionen. So sind Investitionen am Standort Deutschland in den letzten Jahren vor allem von kurzfristigen Wachstums- und damit Konjunktüreinschätzungen getrieben. Dies ist eine eher enttäuschende Erkenntnis vor dem Hintergrund der notwendigen Transformation. Denn nötig wäre eine spürbar stärkere und weniger konjunkturabhängige Investitionsbereitschaft, die wiederum die Wirtschaft antreibt.

Ist das Ziel eine absehbare Transformation des Kapitalstocks, sollte die Angebotsseite die Investitionen bestimmen – und weniger die Konjunkturentwicklung. Die Attraktivität des Standorts Deutschland bzw. die Transformation muss also im Fokus stehen und weniger die Auftragsbücher. Aktuelle Umfragen signalisieren allerdings eine Investitionszurückhaltung; eine Entwicklung, die sicherlich von den jüngsten wirtschaftspolitischen Entscheidungen verstärkt wird. Die Wirtschaftsweisen schätzen das Potenzialwachstum in Deutschland für die nächsten zehn Jahre auf nur 0,4 % pro Jahr. Investitionen nur auf Grundlage der Konjunkturentwicklung werden dieses Potenzial nicht steigern können. Auch scheint das Wachstums- und damit Gewinnpotenzial am Standort Deutschland viel zu gering zu sein, um eine erfolgreiche Transformation der Wirtschaft in dem vorgegebenen Zeitraum bewältigen zu können.

Reale private Ausrüstungsinvestitionen in Mrd. €

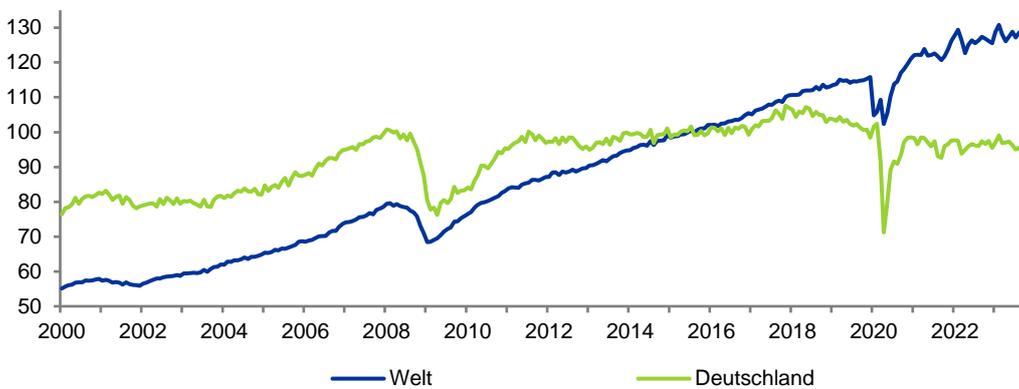


Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)

Verarbeitendes Gewerbe: Ein weiterer Produktionsrückgang zu erwarten

Für 2024 deutet die allgemeine Konjunkturprognose auf einen erneuten Rückgang der Industrieproduktion hin – das wäre der dritte in Folge. Der seit 2018 anhaltende negative Trend der Produktion am Standort Deutschland würde sich also 2023 und 2024 fortsetzen. 2023 und im Jahr 2024 dürfte die Produktion um 0,7 % bzw. um über 3 % sinken. Für eine grundsätzliche Trendumkehr benötigt es eine spürbare und vor allem anhaltend kräftige konjunkturelle Erholung. Doch die Konjunktur kann nicht dauerhaft strukturelle Hemmnisse kompensieren. Die BIP-Prognose der IKB von 1,8 % im Jahr 2025 würde zwar ein Wachstum für das Verarbeitende Gewerbe von über 2 % andeuten. Damit würde sich aber nur ein U-Verlauf für die Produktion ergeben und keine grundsätzliche Trendwende.

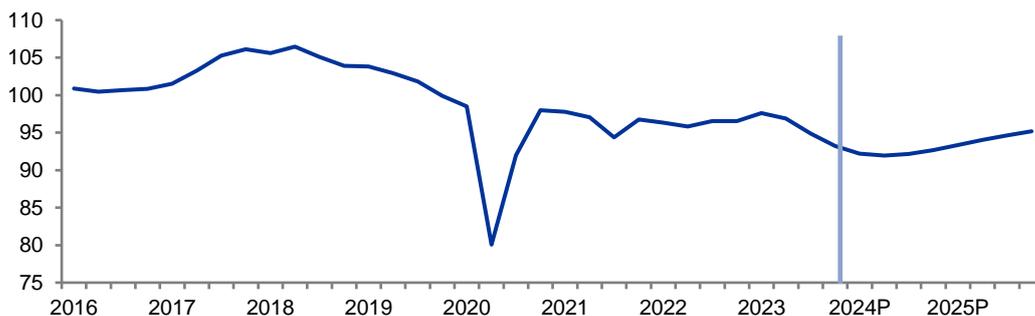
Industrieproduktion Deutschland und die Welt, 2015 = 100



Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt; BPS)

Wie bereits erwähnt, schätzt der Sachverständigenrat das deutsche Potenzialwachstum in den nächsten 10 Jahren auf 0,4 %. Ergeben sich also keine gravierenden Fortschritte bei der Anzahl der Erwerbstätigen, beim Investitionsverhalten, beim Produktivitätswachstum und bei der Technologie, wird die deutsche Wirtschaft in den nächsten zehn Jahren um nur 0,4 % pro Jahr wachsen. Laut dem Sachverständigenrat ist Deutschland de facto auf dem Weg in die Stagnation bzw. bestenfalls ist mit nur marginalem Wachstum zu rechnen. Kein Wunder, dass der Sachverständigenrat wieder einmal die Notwendigkeit von Reformen betont und eine Reihe von Vorschlägen unterbreitet. Denn weitreichende Veränderungen bei allen Wachstumstreibern scheinen notwendig zu sein, um das Potenzialwachstum zu verbessern. Eine Wachstumsperspektive von nur 0,4 % pro Jahr würde dagegen zu einem weiteren tendenziellen Rückgang der Industrieproduktion in Deutschland führen und so den seit 2018 anhaltenden Trend fortsetzen.

Deutschland: Produktion des Verarbeitenden Gewerbes und Prognose, 2020 = 100



Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Prognose

Ausblick deutsche Industrieproduktion, Veränderung in % zum Vorjahr

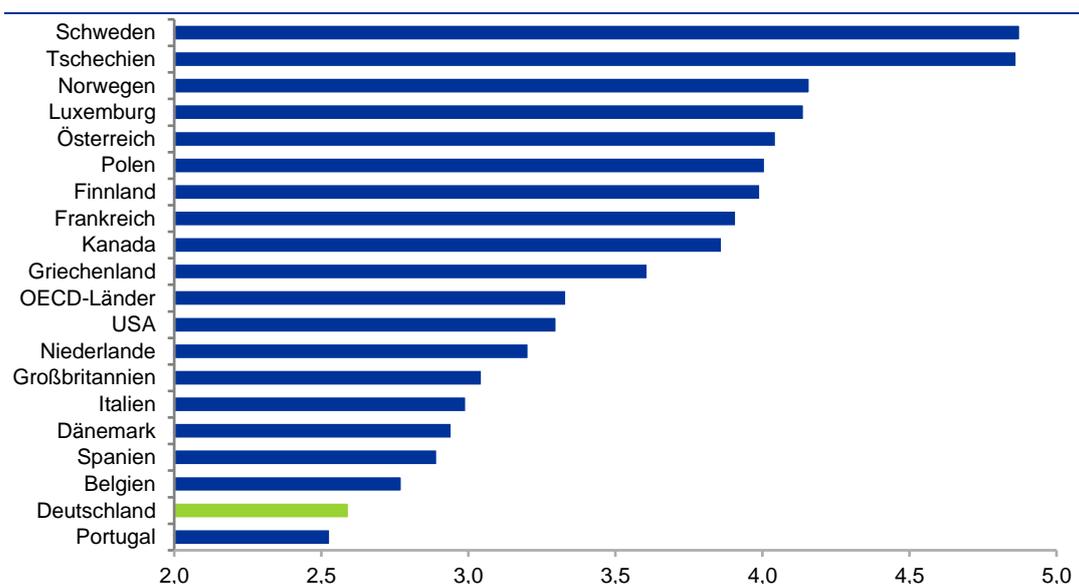
	2022	2023	2024P	2025P
Verarbeitendes Gewerbe	-0,2	-0,7	-3,5	2,2
Nahrungsmittel	0,3	-2,0	-0,5	1,0
Textil- und Bekleidung	-2,2	-5,9	-4,0	-2,3
Holz	-11,2	-6,0	-1,9	2,5
Papier	-5,3	-12,6	-2,7	3,7
Chemie, Pharma	-6,7	-10,3	-3,2	3,7
Gummi und Kunststoff	-3,7	-4,7	-2,0	1,8
Glas und Keramik	-2,1	-14,1	-8,7	2,0
Metallbearbeitung	-4,6	-3,2	-4,8	1,6
Metallerzeugnisse	-1,7	-3,0	-3,5	2,5
DV u. elektr. Ausrüstungen	4,8	2,0	-2,5	4,0
Maschinenbau	0,7	-0,4	-3,4	3,2
Automotive	4,2	10,8	-6,0	3,6
Möbel	-5,1	-10,8	-14,2	3,5

Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); P = IKB-Prognose

Schuldenbremse – eine Reform ist erforderlich

Regeln, die die Einflussnahme des Staates einengen, sind grundsätzlich zu begrüßen. Schließlich müssen der Staatsgewalt bzw. dem Handlungsspielraum der Politiker klare Grenzen gesetzt werden. Dies gilt vor allem für den Einflussgrad des Staates auf die Wirtschaft. Doch die Schuldenbremse erreicht dieses Ziel nicht. Denn der Staat wird bezüglich der Steuerlast oder der Sozialausgaben nicht in seine Grenzen verwiesen. Stattdessen wird eine Defizitgrenze definiert, die infolge hoher oder ansteigender Sozialausgaben Investitionen verdrängt und die Steuerlast erhöht. Die Auflagen für den Staat müssen deshalb um einiges konkreter definiert werden.

Staatliche Investitionen in % zum BIP



Quelle: OECD

Außerdem gibt die derzeitige Ausgestaltung der Schuldenbremse dem Staat nur Handlungsspielraum in Notlagen. Wenn es darum geht, in Krisenzeiten die Wirtschaft zu stützen, kann die Schuldenbremse ausgesetzt werden – was aus Stabilitätsgesichtspunkten sicherlich zu befürworten ist. Geht es aber um strukturelle Herausforderungen und damit mehrjährige Vorhaben, greift die Schuldenbremse ebenfalls und engt das Handlungspotenzial des Staates zur Stärkung des Potenzialwachstums ein. Die negativen Folgen sind in den letzten Jahren klar zutage getreten. In Jahren mit negativen Zinsen konnte der Staat nicht die Gelegenheit nutzen, mit „billigem“ Kapital seine Investitionsquote deutlich auszuweiten und strukturelle Erfordernisse voranzutreiben. Dazu zählen der soziale Wohnungsbau, Infrastrukturmaßnahmen oder auch die Digitalisierung. Der Fokus auf die Schuldenbremse hat in diesen Jahren die Möglichkeiten des Staates verringert, das Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft durch eine höhere Investitionsquote zu stärken, also mit einem höheren staatlichen Haushaltsdefizit.

Zusammengefasst:

- Die aktuelle Konjunkturertrübung verschärft die strukturellen Hemmnisse am Standort Deutschland, forciert eine niedrige Investitionsquote und verlangsamt so die Transformation zur Klimaneutralität. Zudem besteht das Risiko einer überzogen negativen Sicht auf den Standort Deutschland und damit die Gefahr, dass private Investitionen unnötig stark sinken.
- Die Fiskalpolitik konzentriert sich zu stark auf Nachfragestützung mit Hilfe von Transferzahlungen. Dies mag in den vorangegangenen Krisen die richtige Politik gewesen sein. Aktuell muss jedoch der Fokus auf der Angebotsseite liegen – gerade bei strukturellen Hemmnissen wie Investitionsstau und Fachkräftemangel.
- Das Potenzialwachstum Deutschlands deutet auf eine Stagnation in den nächsten Jahren hin. Dies wird die Wertschöpfung des Produzierenden Gewerbes belasten. Ein „weiter so“ ohne spürbare Angebotsreformen würde zu einer De-Industrialisierung führen, also eine sinkende Wertschöpfung der Industrie relativ zum BIP.
- Eine forcierte Transformation der Wirtschaft zu Klimaneutralität würde ohne strukturelle Reformen und im Schatten konjunktureller Herausforderungen das Potenzialwachstum am Standort Deutschland weiter senken, da Investitionen verlagert und der Kapitalstock sinken würden.

Inflation und Geldpolitik

Inflation weiter auf dem Rückzug

Die Inflation ist im Verlauf des Jahres 2023 deutlich zurückgegangen. Dies beruht nicht nur auf Basiseffekten, sondern auch auf den unterliegenden Inflationstreibern. So sinken Erzeugerpreise bereits seit Längerem, während die Euro-Aufwertung und die schrumpfende Geldmenge die Geldpolitik außerordentlich restriktiv wirken lassen. Im Jahr 2024 werden zunehmend Zweitrundeneffekte – wie Lohnsteigerungen – die Inflationsdynamik prägen. Angesichts der schwachen Konjunktur ist jedoch eher von Margen- als Inflationsdruck auszugehen. Im Durchschnitt sollte die Inflation jedoch bei über 2 % liegen. Dies gilt auch für die USA.

Deutschland: Inflation und -Prognose in %



Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Prognose

Wo liegt die mittelfristige Inflationsrate in der Euro-Zone?

Mittelfristig wird die Inflationsrate in der Euro-Zone bei 2 % liegen. Schließlich liegt es allein im Ermessen der Notenbank, ob sie eine Inflation über ihrem Ziel toleriert. Eine Notenbank kann Deflation nur begrenzt bekämpfen, da sie selbst mit negativen Zinsen die Kreditnachfrage nicht unbedingt stimulieren kann. Sie kann Inflation aber immer durch Zinsanhebungen stoppen. Eine mittelfristige Inflationsrate von über 2 % zu erwarten, würde also einer fehlenden Bereitschaft der Notenbank gleichkommen, ihr Ziel erreichen zu wollen. Zudem ist es keine Lösung, dauerhaft eine höhere Inflation zuzulassen. Denn höhere Inflation geht einher mit stärkerer Volatilität und damit steigender Inflationsprämie, was wiederum reale Zinsen steigen lässt.

Auch gibt es keinen Trade-off zwischen Inflation und Wirtschaftswachstum. Also: Eine höhere Inflation sorgt nicht für ein kräftigeres langfristiges Wachstum, sondern eher für ein niedrigeres Wachstum. Der Gedanke, eine etwas stärkere Inflation zu tolerieren, um damit ein höheres Wachstum sicherzustellen, ist historisch klar widerlegt. Solch eine Politik führt zu immer weiter ansteigender Inflation und damit letztlich zu extrem hohen Zinsen.

Strukturelle Aspekte wie demografische Entwicklungen oder die Klimaziele werden oft als Grund für eine mittelfristig höhere Inflation genannt. Doch Inflation ist nur eine Entscheidung der Notenbank, Preisschübe zu finanzieren. Deshalb wird infolge dieser strukturellen Herausforderungen nicht die Inflation ansteigen bzw. höher liegen, sondern der Gleichgewichtzinssatz in der Wirtschaft.

Euro-Zone: Inflation in %



Quelle: FERI (Eurostat)

Ausblick Geldpolitik: Zinssenkungen im Jahr 2024

Eine vorausschauende Notenbank muss antizipieren und gegebenenfalls früh gegensteuern. Schließlich hat Geldpolitik einen langen Transmissionskanal; es dauert, bis ihre Maßnahmen wirken. Wird das nicht beachtet, kann Geldpolitik sogar destabilisieren; der Anstieg der Inflationsrate zu Beginn des Jahres 2021 ist hierfür ein Beispiel: Fed und EZB hatten zu lange gezögert, die Zinsen anzuheben, weil sie hofften, dass Zweitrundeneffekte ausbleiben. Nun ist bei der anstehenden geldpolitischen Wende wieder das richtige „Timing“ gefragt, denn die Inflation sinkt bereits auf beiden Seiten des Atlantiks. Die Märkte gehen zunehmend von deutlichen Zinssenkungen in den USA sowie der Euro-Zone aus, und diese werden bereits im März bzw. im zweiten Quartal 2024 erwartet.

Die Markterwartungen sind dahingehend nachvollziehbar, wenn der Rückgang der Inflation auf unterliegende Inflationstreiber zurückzuführen ist und weniger auf technische Ursachen wie Basiseffekte. In der Euro-Zone ist dies sicherlich der Fall. Die Inflationsrate sinkt, weil die Inflationsdynamik bzw. die Gefahr von Zweitrundeneffekten aufgrund der stagnierenden Konjunktur bzw. Geldmengenentwicklung deutlich nachlässt – und eben nicht nur aufgrund der starken Preisanstiege im Jahr 2022. So mag die Inflation in der Euro-Zone im Januar 2024 nochmals ansteigen. Der grundsätzliche Verlauf ist allerdings eindeutig: Die Inflation wird weiter sinken und dürfte im Verlauf des Jahres 2024 sogar die 2 %-Marke erreichen – wenn auch nur temporär. Die Notwendigkeit einer geldpolitischen Wende ergibt sich selbst dann, wenn die Rohstoffpreise zu erneuten Preisschüben führen sollten. Denn im weiteren Verlauf bzw. ohne eine ausreichende Geldmengenausweitung führt diese Entwicklung zu Margendruck bzw. zu realen Einkommensverlusten und nicht zu Inflation.

US-Notenbankchef Powell betont, die US-Notenbank müsse agieren, bevor die Inflationsrate auf 2 % gefallen ist. Allerdings ist die Konjunktorentwicklung in den USA weniger eindeutig. Noch dominiert dort die Erwartung eines soft landing. Das würde zwar auch Raum für Zinssenkungen mit sich bringen. Dieser wäre allerdings um einiges geringer als im Fall einer spürbaren konjunkturellen Abkühlung. Auch wäre der kurzfristige Handlungsdruck weniger deutlich. Wie angedeutet, signalisieren Frühindikatoren wie der Zahlungsverzug bei Kreditkarten allerdings sehr wohl eine bevorstehende Konjunkturabkühlung in den USA hin. Erwartungen von Zinssenkungen durch die Fed sind somit angebracht. Allerdings ist das Ausmaß der Zinssenkung von der Entwicklung der US-Wirtschaft anhängig. Im Falle eines soft landing scheint das Potenzial für Zinssenkungen im Jahr 2024 begrenzt zu sein. Dies würde auch wenig Raum für weiter sinkende US-Renditen am langen Ende der Zinskurve bedeuten.

Anders als die Fed, die bereits Zinssenkungen in Erwägung zieht, ist die EZB in ihrer Kommunikation noch zurückhaltend. Denn noch immer herrscht bei vielen Analysten die Einschätzung, die Inflation werde mittelfristig über 2 % liegen. Sie suggerieren damit, das Inflationsziel sei für die Notenbank von untergeordneter Relevanz. EZB-Andeutungen zu möglichen Zinssenkungen könnten diese Wahrnehmung bestärken und die Glaubwürdigkeit der EZB bzw. des Inflationsziels belasten, wenn nicht ausreichend klare Konjunktur- und Inflationssignale die Zinssenkungen aus fundamentaler Sicht rechtfertigen würden. Noch mehr als in den USA wird allerdings die schwache Konjunktur in der Euro-Zone den Raum für Zinssenkungen geben. Deshalb ist bereits im zweiten Quartal 2024 von Zinssenkungen der EZB auszugehen. Die IKB sieht sogar ein erhöhtes Risiko für eine Inflation unter 2 % im Jahr 2025.

Ausblick langläufige Renditen: Schon viel vorweggenommen

Zinssenkungserwartungen beflügeln aktuell die Märkte. Doch die große Korrektur am langen Ende der Zinskurve scheint vollzogen. Es braucht zunehmend eine deutliche

konjunkturelle Eintrübung, damit die Rallye anhält. Auch wird sich die Inflation im Jahresverlauf 2024 stabilisieren – in den USA sowie der Euro-Zone. Eine schwache konjunkturelle Entwicklung wird dann entscheidend sein, um Zweitrundeneffekte zu dämpfen und den Inflationsspfad auf einem niedrigen Niveau zu halten. Wieviel Raum für eine geldpolitische Unterstützung der Konjunktur besteht, bleibt jedoch abzuwarten. Hofft der Markt auf Zinssenkungen zur effektiven Stützung der Wirtschaft, mag er im Jahr 2024 enttäuscht werden. Deshalb sehen wir auch begrenzten Raum für weiter spürbar sinkende Renditen – sowohl in den USA sowie in Deutschland.

Der Markt nimmt aktuell deutliche Zinssenkungen der Notenbanken vorweg. Nur bei einer klaren Abkühlung der Wirtschaft wäre deshalb mit einer weiteren Korrektur am langen Ende zu rechnen. In den USA könnte die Fiskalpolitik allerdings expansiv bleiben und der Konjunkturabkühlung entgegenwirken, gerade in einem Wahljahr.

Zinsen und Renditen in %

	21. Dez. 2023	Ende Q2 2024	Ende 2024
3M-Euribor	3,9	3,4	2,8
3M-USD-Libor	5,6	4,6	4,4
10-Jahre Bund	2,0	2,5	2,1
10-Jahre U.S. Treasury	3,9	4,2	3,5

Quellen: Bloomberg; IKB-Prognosen

Märkte: Devisen und Aktien

Devisenmärkte – Verhaltener Auftrieb für den Euro

Der aktuell schwache US-Dollar wurde von jüngsten Kommentaren der Fed zu Zinssenkungen weiter unter Druck gesetzt. Doch die Konjunktorentwicklung in der Euro-Zone wird die EZB zum Handeln nötigen. Die kurzfristige Euro-Stärke sollte deshalb im Verlauf des Jahres 2024 einer relativen US-Dollar-Stärke weichen.

Fundamentale FX-Prognosen, 1 Euro = ...

	21. Dez. 2023	Ende Q2 2024	Ende 2024
EUR/USD	1,09	1,15	1,10
EUR/GBP	0,87	0,89	0,88
EUR/JPY	157	160	159
EUR/CHF	0,94	0,96	0,98
EUR/HUF	384	390	395
EUR/CZK	24,5	24,7	24,5
EUR/TRY	32,0	34,0	34,0
EUR/PLN	4,34	4,50	4,45
EUR/RUB	99,7	102	105
EUR/MXN	18,7	19,0	21,0
EUR/ZAR	20,0	21,5	21,0
EUR/CNY	7,82	7,79	7,80
EUR/CAD	1,46	1,46	1,51
EUR/AUD	1,62	1,65	1,58

Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose

Aktienmärkte – Rückschlagpotenzial wahrscheinlich, hohe Volatilität

Die Aktienmärkte könnten aufgrund starker bzw. zunehmender Erwartungen von Zinssenkungen durch Notenbanken weitere Unterstützung erfahren. Im weiteren Jahresverlauf 2024 mag sich aber die ein oder andere Enttäuschung bei Zinssenkungsfantasien ergeben, weil die Inflation weniger stark nachlässt. Zudem besteht erhöhte politische Unsicherheit – etwa aufgrund des ungewissen Ausgangs der US-Wahlen. Wir sehen deshalb für 2024 nur moderates Anstiegspotenzial für Aktienwerte. Für eine euphorische bullische Stimmung wird die Konjunktur sicherlich wenig Raum geben.

Was treibt die Unternehmensgewinne im Jahr 2024? Reales Wirtschaftswachstum wird kaum ein Treiber sein, während die Inflation abnimmt. Die Umsätze geraten also unter Druck. Gewinnsteigerungen ergeben sich nur durch Margenausweitung bzw. Produktivitätswachstum. Die Gewinnmargen könnten aber infolge von Lohnsteigerungen unter Druck geraten. Sinkende Rohstoffpreise könnten hingegen die Belastung reduzieren. Der Fokus wird zunehmend auf Kostensenkung liegen, aber der Effekt dürfte sich erst im Jahr 2025 zeigen. Insgesamt ist das Gewinnwachstumspotenzial deshalb 2024 begrenzt. Mit einem mittelfristig höheren Gleichgewichtszinssatz, aufgrund u. a. von Demografie und Klimapolitik, sind deutliche Bewertungsanstiege beim KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) nicht zu erwarten.

- USA: Die Fed stützt die Aktienmärkte; aber Zinssenkungserwartungen werden nur teilweise erfüllt; die Volatilität wird hoch sein.
- Deutschland: Die schwache Konjunktur und die zögerliche EZB setzen den DAX anfänglich unter Druck; Zinssenkungen der EZB stützen im weiteren Verlauf des Jahres die Aktienkurse; die Volatilität wird hoch sein.

DAX-Kurs-Gewinn-Verhältnis, Monatsdurchschnitt



Quelle: Bloomberg

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr¹⁾

	2022	2023P	2024P	2025P
Deutschland	1,9%	-0,1%	0,1%	1,8%
Euro-Zone	3,4%	0,4%	0,3%	1,6%
UK	4,5%	0,5%	0,4%	2,2%
USA	2,0%	2,4%	1,3%	1,9%
Japan	0,9%	1,9%	0,9%	1,0%
China	3,0%	5,5%	4,9%	4,8%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr²⁾

	2022	2023P	2024P	2025P
Deutschland	6,9%	6,0%	2,6%	1,7%
Euro-Zone	8,4%	5,5%	2,4%	1,8%
UK	9,0%	7,4%	2,6%	2,3%
USA	8,0%	4,1%	2,5%	2,3%
Japan	2,5%	3,2%	2,2%	1,7%
China	2,2%	0,4%	1,4%	1,8%

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %³⁾

	21. Dez	Ende Q2 2024	Ende 2024
3M-Euribor	3,9	3,4	2,8
3M-USD-Libor	5,6	4,6	4,4
10-Jahre Bund	2,0	2,5	2,1
10-Jahre U.S. Treasury	3,9	4,2	3,5

Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...⁴⁾

	21. Dez	Ende Q2 2024	Ende 2024
EUR/USD	1,09	1,15	1,10
EUR/GBP	0,87	0,89	0,88
EUR/JPY	157	160	159
EUR/CHF	0,94	0,96	0,98
EUR/HUF	384	390	395
EUR/CZK	24,5	24,7	24,5
EUR/TRY	32,0	34,0	34,0
EUR/PLN	4,34	4,50	4,45
EUR/RUB	99,7	102,0	105,0
EUR/MXN	18,7	19,0	21,0
EUR/ZAR	20,0	21,5	21,0
EUR/CNY	7,82	7,79	7,80
EUR/CAD	1,46	1,46	1,51
EUR/AUD	1,62	1,65	1,58

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) Bloomberg; EZB; FRED und IKB-Prognosen

Disclaimer

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben-)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

Dezember 2023

Herausgeber:

Rechtsform:

Sitz:

Handelsregister:

Vorsitzender des Aufsichtsrats:

Vorsitzender des Vorstands:

Vorstand:

IKB Deutsche Industriebank AG

Aktiengesellschaft

Düsseldorf

Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Dr. Karl-Gerhard Eick

Dr. Michael H. Wiedmann

Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise