

Frankfurt am Main, Februar 2024

### **Wachstumsaussichten bleiben verhalten, die Inflation sinkt**

Aus globaler Sicht entwickelte sich die Wirtschaft im Jahr 2023 besser als von manchen befürchtet. Dieses gute Ergebnis ist unter anderem auf das überraschend kräftige, von der Konsumnachfrage getriebene Wirtschaftswachstum in den USA zurückzuführen. Nach Schätzung der OECD könnte das Jahr 2023 in den USA mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 2,4 Prozent enden, fast zwei Prozentpunkte höher als 12 Monate zuvor prognostiziert. Die Lage am Arbeitsmarkt ist weiterhin günstig, wenngleich der Überhang an offenen Stellen langsam sinkt.

Die europäischen Volkswirtschaften waren vom Energiepreisschock überproportional betroffen und taten sich entsprechend schwerer. Die OECD beispielsweise schätzt das Wachstum im Euroraum im Jahr 2023 auf nur 0,6 Prozent. Deutschland schneidet dabei mit einem kleinen Rückgang des realen BIP von 0,3 Prozent wahrscheinlich schwächer ab als der Durchschnitt. Deutlich nachgegeben hat die wirtschaftliche Aktivität vor allem im verarbeitenden Gewerbe und im Bausektor. Besser behaupten konnten sich die Dienstleistungsbranchen. Zudem erweist sich der Arbeitsmarkt als bemerkenswert robust.

Der abklingende Angebotsschock und die Abschwächung des Wachstums tragen zu einer deutlichen Beruhigung der Preisentwicklung bei. Im Euroraum hat sich die jährliche Teuerungsrate im Jahresverlauf 2023 von 8,6 Prozent im Januar auf 2,9 Prozent im Dezember zurückgebildet. Ähnlich zeigt sich die Entwicklung in den USA: Dort ist die Inflationsrate von 6,4 Prozent im Januar auf 3,1 Prozent im November gesunken. Ein wesentlicher Grund für die Inflationsverlangsamung war der Rückgang der Energiepreise. Entsprechend zeigen die sogenannten Kernraten der Verbraucherpreise, die um die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise bereinigt sind, einen im Vergleich mit der Gesamt-Inflationsrate stärkeren Preisanstieg. Aber auch in den Kernraten ist in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Beruhigung zu erkennen.

### **Geldpolitik: Leitzinsentwicklung erreicht vermutlich ihren Höhepunkt**

Die Notenbanken in den USA und im Euroraum setzten die Straffung ihrer Geldpolitik zunächst fort. Im März 2023 kam es zeitweise zu erheblichen Turbulenzen im Finanzsektor. Infolge von Kursverlusten im Anleihebestand und hohen Abflüssen von Einlagen gerieten insbesondere die oft leichter regulierten US-Regionalbanken unter Druck. Die in Santa Clara ansässige Silicon Valley Bank wurde am 10. März, die New Yorker Signature Bank am 12. März von den Aufsichtsbehörden geschlossen. Zur Eindämmung der Krise wurden die Einlagen der betroffenen Institute staatlich garantiert, und die Notenbank erleichterte den Zugang der Banken zu günstiger Liquidität. Parallel dazu verschärfte sich auf der globalen Bühne die Krise der Credit Suisse. Der starke Kursverfall der Aktie, Abflüsse von Einlagen und der extreme Anstieg der Finanzierungskosten der Credit Suisse veranlassten die Aufsichtsbehörden der Schweiz am 19. März, eine Übernahme durch die UBS in die Wege zu leiten.

Die Spannungen im Bankensektor hatten im Frühjahr unter den Marktteilnehmern die Hoffnung auf ein Ende der Zinserhöhungen und eine rasche Lockerung der Geldpolitik befördert. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fiel im März und April 2023 zeitweise unter 3,50 Prozent. Im Juli 2023 nahm die US-Notenbank aber erneut eine Zinserhöhung vor und deutete im September sogar die Möglichkeit eines weiteren Zinsschritts an. Die dadurch ausgelöste Aufwärtsrevision der Leitzinserwartungen ging mit deutlich steigenden Anleiherenditen einher. Ihren Höhepunkt erreichte die Entwicklung Mitte Oktober, als US Treasury Notes mit zehnjähriger Restlaufzeit knapp unter der Marke von 5 Prozent rentierten.

Die Europäische Zentralbank setzte ihren Straffungskurs zunächst unvermindert fort. Bis September führte die europäische Notenbank den Einlagensatz auf 4,00 Prozent, den Refinanzierungssatz auf 4,50 Prozent. Die konsequente Straffung der Geldpolitik spiegelt sich im Anstieg der Anleiherenditen: Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen erreichte im Oktober 2023 in der Spitze 2,97 Prozent.

Angesichts von unerwartet raschen Fortschritten bei der Eindämmung der Inflation und schwächerer Konjunktursignale begannen die Marktteilnehmer im Oktober erneut, Leitzinssenkungen einzupreisen. Die Anleiherenditen bildeten sich sowohl in den USA als auch in Europa rasch zurück. Im Dezember deutete der Offenmarktausschuss der US-Notenbank erstmals eigene Zinssenkungsüberlegungen an. Die Europäische Zentralbank hielt sich mit expliziten Äußerungen über Zinssenkungen zwar zurück, doch die Revision der Wachstums- und Inflationsprognosen nach unten lässt zunehmend Spielraum für Zinssenkungen im späteren Jahresverlauf 2024 erkennen.

### **Erholung an den Aktienmärkten**

War der Start in das Jahr 2023 zunächst von Skepsis geprägt, begann die Stimmung im Lauf des Januars freundlicher zu werden. Dieser Umschwung war zum einen den abnehmenden Risiken für die Energieversorgung, speziell in Europa, zu verdanken. Zum anderen gab die chinesische Regierung ihre Politik der strikten Eindämmung der Corona-Pandemie („Zero Covid“) auf. Dies trug zu einer raschen Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität in China bei. Der dritte und vielleicht wichtigste Impulsgeber schließlich war Mitte März die Vorstellung von ChatGPT in der wesentlich leistungsfähigeren 4.0-Version. ChatGPT führte einer breiten Öffentlichkeit das gewaltige technische und wirtschaftliche Potenzial von Künstlicher Intelligenz (KI) vor Augen und trug zu einer Neubewertung vor allem von KI-nahen Technologieaktien bei. Insbesondere die amerikanischen „Big Tech“-Aktien konnten bis etwa zur Jahresmitte hohe Kursgewinne verzeichnen.

In der zweiten Jahreshälfte entwickelte sich der US-Markt unter dem Einfluss steigender Anleiherenditen zunächst schwächer. Mit dem sich abzeichnenden Wendepunkt in der Geldpolitik und mit sinkenden Anleiherenditen begannen die Aktienmärkte jedoch im Oktober wieder Fahrt aufzunehmen. Gegen Ende des Jahres näherte sich der S&P 500 seinem Allzeithoch von Anfang des Jahres 2022.

Die Kursentwicklung des Jahres 2023 in den USA ist durch eine geringe Marktbreite geprägt. Der Aktienindex S&P 500 zeigt für den Jahresverlauf (in USD, Stand 31.12.2023) eine Rendite von 26,3 Prozent. Schaut man allerdings auf den S&P 500 in seiner gleichgewichteten Variante, halbiert sich die Rendite auf 13,9 Prozent. Tatsächlich waren es insbesondere die sogenannten „Magnificent Seven“ – das sind die sieben nach Marktkapitalisierung größten Unternehmen im S&P 500 (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA, Tesla) – die den S&P 500 im Jahr 2023 nach oben gezogen haben.

Angesichts der schwächeren Konjunktur konnten die europäischen Märkte nicht ganz mit dem US-Markt mithalten. Im Jahresverlauf kommt der Euro STOXX aber auf eine Gesamtrendite von immerhin 19,5 Prozent. Der DAX 40 touchierte Mitte Dezember die Marke von 17.000 Punkten und setzte damit ein Allzeithoch. Im Jahresverlauf (in EUR, bis 31.12.2023) kommt der DAX 40 auf eine Gesamtrendite von 20,3 Prozent. In den Schwellenländern blieb die Entwicklung der Aktienmärkte verhalten. Der MSCI Emerging Markets erreicht im Jahresverlauf eine Rendite von 10,3 Prozent (Total Return, in USD). Das moderate Abschneiden geht vor allem auf die chinesischen Märkte zurück, die angesichts struktureller Probleme im Immobiliensektor und skeptischer Konjunkturerwartungen das Jahr mit einem deutlichen Minus von 9,1 Prozent (CSI 300 Total Return Index, in CNY, Stand: 31.12.2023) beenden.

### **Ausblick auf 2024**

Der preistreibende Angebotsschock klingt ab. Für eine vollständige Entwarnung von der Preisfront ist es noch etwas zu früh, doch die Inflationsraten sinken. Aktuelle Konjunkturindikatoren deuten auf eine anhaltende Phase schwacher wirtschaftlicher Dynamik hin. Allerdings ist die Situation an den Arbeitsmärkten nach wie vor günstig. Zudem ist die finanzielle Lage der Unternehmen und privaten Haushalte trotz der gestiegenen Zinslasten im Allgemeinen recht robust. Wir erwarten daher keine schwere Rezession. Wenn sich diese Einschätzungen bestätigen, dürften sich im weiteren Verlauf des Jahres 2024 sowohl in Europa als auch in den USA Spielräume für Leitzinssenkungen ergeben.

Trotz der jüngsten Rückgänge bewegen sich die aktuellen Anleiherenditen weiterhin auf Niveaus, die man in Europa und den USA über viele Jahre nicht gesehen hatte. Wer auf diesem Niveau längerfristig investiert, sichert sich nach unserer Überzeugung eine interessante Rendite. Die Phase der Null- und Negativzinsen ist unseres Erachtens für absehbare Zeit vorbei. Die veränderte Renditelandchaft dürfte dazu beitragen, dass Anleihen künftig wieder eine größere Rolle in der Portfoliostrategie der Anleger spielen. Das gilt umso mehr, als sich die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen normalisieren sollte. Dadurch wird der diversifizierende, sprich risikosenkende Effekt einer Beimischung von Renten in ein gemischtes Portfolio wieder zunehmen.

Die Risiken und Chancen an den Aktienmärkten beurteilen wir derzeit als ausgewogen. Auf der einen Seite sind die Wachstumsaussichten verhalten. Zudem lastet die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auf den Unternehmen, und die schwächere Nachfrage erschwert die Überwälzung der steigenden Zins- und Arbeitskosten. Auf der anderen Seite dürften die Aktienmärkte im neuen Jahr von der Aussicht auf sinkende Zinssätze profitieren. Zudem wird sich das Gewinnwachstum (Gewinn pro Aktie) nach Einschätzung der Analysten im nächsten Jahr beschleunigen. Und schließlich sind die Bewertungen nicht generell hoch. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die Indizes S&P 500 und Euro STOXX beispielsweise liegen aktuell in der Nähe ihrer langfristigen Durchschnitte und sind in einigen Bereichen des Marktes durchaus attraktiv.

Bei der Aktienauswahl im nächsten Jahr sollte man selektiv bleiben. Wir bevorzugen Unternehmen, die unter anderem eine hohe Kapitaleffizienz aufweisen, mäßig verschuldet sind und an langfristigen Wachstumstrends teilhaben. Ein klarer Fokus auf Qualität ist nach unserer Überzeugung eine gute Voraussetzung, auch das Jahr 2024 erfolgreich zu bewältigen.

Bitte beachten Sie stets, dass vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft sind. Die Rendite kann auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Schwellenländer können mehr politischen, wirtschaftlichen oder strukturellen Herausforderungen ausgesetzt sein als entwickelte Länder, woraus ein höheres Risiko entstehen kann.

## **ODDO BHF SE**

Die ODDO BHF SE (entstanden durch formwechselnde Umwandlung der ODDO BHF Aktiengesellschaft, Amtsgericht Frankfurt am Main, HRB 73636; bis 06.04.2017 firmierend als „BHF-BANK Aktiengesellschaft“ / „BHF-BANK“) ist eine Societas Europaea deutschen Rechts mit Sitz in Frankfurt am Main. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 128843 eingetragen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Bonn und der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main.

Diese Unterlage wurde von der ODDO BHF SE erstellt. Die darin enthaltenen Angaben, Prognosen über Finanzmärkte oder ähnliche Aussagen sind rechtlich unverbindliche Informationen, die wir sorgfältig erstellt haben. Die ODDO BHF SE übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Auch ist sie nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Quelle für Daten: Refinitiv Datastream, Bloomberg, Factset, OECD, Destatis, EZB, Board of Governors of the Federal Reserve; Stand: 31.12.202.