



AUSBLICK
WELTWIRTSCHAFT
2024

INHALT



Dr. Frank Wohlgemuth
Leiter Research, CIIA



Dr. Jan Bottermann
Chefvolkswirt



Ekkehard Link
Leiter Kapitalmarktanalyse, CFA



Markus Glockenmeier
Senior Kapitalmarktanalyst, CFA



UNSERE ZEHN ÜBERZEUGUNGEN FÜR 2024

4



MARKTAUSBLICK – DIE ASSET-KLASSEN KOMPAKT

44



Dr. Thomas A. Lange
Vorsitzender des Vorstandes

Sehr geehrte Damen und Herren,

der Fortgang der Kämpfe um die Ukraine und die kontinuierliche geopolitische Ausweitung dieses Konfliktes zeigen, dass wir längst Zeuge einer neuen, noch umfassenderen Ost-West-Konfrontation geworden sind. Der Ausgang des Krieges wird auch mit Blick auf die Rivalität zwischen China und den USA entscheidend sein. Die Eskalation in den militärischen Auseinandersetzungen zwischen Israel und der Hamas verschärft derweil das außenpolitische Dilemma für die westliche Führungsmacht. Einerseits wird es ohne Einflussnahme der USA keine tragfähige Lösung geben. Andererseits gilt es für den US-Präsidenten nicht nur, die widerstreitenden Interessen der maßgeblichen Akteure der Region zu harmonisieren: Jede politisch-militärische Entscheidung in diesem Konflikt wirkt sich zudem auf die sich immer weiter verstärkende innenpolitische Spaltung der USA aus – und das im Vorfeld eines beginnenden Präsidentschafts-Wahljahres. Gerade wegen der hohen verteidigungspolitischen Abhängigkeit von einer potenziell unberechenbaren westlichen Führungsmacht müssen die Europäer nunmehr alle Anstrengungen unternehmen, ihren Beitrag zur eigenen Sicherheit zu erhöhen. Das jüngste Urteil des Bundesverfassungsgerichts hat allerdings weitreichende Folgen und wird die Freiheitsgrade der deutschen Finanzpolitik erheblich einschränken. Vor allem die Erwartung, dass die grüne Transformation durch hohe Subventionen erleichtert werden könnte, wird spürbar gedämpft. Insgesamt wird damit das Kräftegleichgewicht innerhalb der Bundesregierung einem Stresstest unterzogen werden.

Für den hier im Fokus stehenden geoökonomischen Ausblick gilt es allerdings einmal mehr, auch die positiven Gegenkräfte nicht zu unterschätzen: Die Intensivierung der Globalisierung bei den immer stärker technologiegetragenen Dienstleistungen zeugt von der immanenten Macht neuer Technologien wie der künstlichen Intelligenz, angetrieben von immer leistungsfähigeren Halbleitern. Aufgrund der extrem hohen Diversifikationserfordernisse bieten sie die konfliktmindernde Interdependenz, die der Welt nur vermeintlich verloren gegangen ist. Insofern eröffnet der technologische Wandel bei allen Risiken einmal mehr auch enorme Chancen: Bislang zumindest trotzen die Kräfte des Marktes den geoökonomisch bedingten Verwerfungen, sind die Anreize zur Kooperation so stark, dass sie die geopolitischen Konflikte durchdringen. In den kommenden Monaten ist mit deutlichen Impulsen von einem erstarkenden Welthandel zu rechnen, und die Notenbanken erhalten weiterhin Schützenhilfe von einer lebhaften Handelstätigkeit, die durch eine internationale Konkurrenz für Preisdisziplin sorgt. Das sind gute Voraussetzungen für die Fortsetzung der herausragenden Performance gerade der Hochtechnologiesegmente der Kapitalmärkte.

Wie Sie die nunmehr deutlich aufwärtsgerichteten Perspektiven konkret für sich nutzen können, lesen Sie in unseren detaillierten Marktanalysen im AUSBLICK WELTWIRTSCHAFT 2024. Ich wünsche Ihnen viel Vergnügen bei der Lektüre und verbleibe mit besten Grüßen zum neuen Jahr

Ihr

Thomas A. Lange

Dr. Thomas A. Lange

UNSERE ZEHN ÜBERZEUGUNGEN FÜR 2024

PARADIGMENWECHSEL
Der Ausdruck Paradigmenwechsel wurde 1962 von Thomas S. Kuhn geprägt und bezeichnet den Wandel grundlegender Rahmenbedingungen für einzelne wissenschaftliche Theorien, z. B. Voraussetzungen „in Bezug auf Begriffsbildung, Beobachtung und Apparaturen“, die Kuhn als Paradigma bezeichnet.

Derzeit – so scheint es zumindest – werden Grundprinzipien der Moderne immer stärker infrage gestellt: Der Krieg um die Ukraine verletzt die blutig erkämpfte Norm territorialer Integrität im Nachkriegseuropa, das Heraufziehen eines neuen, allumfassenden Ost-West-Konfliktes zwischen China und den USA mit ihren Alliierten droht, das weltweite Freihandelsregime auszuhebeln, das der Welt in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg einen beispiellosen Wohlfahrtszuwachs bescherte, und schließlich erscheint die zunehmende Polarisierung der politischen Systeme im Rahmen der Entwicklung entgegengesetzter „Narrative“ als diametraler Gegensatz zu den Kernprinzipien der Aufklärung: Trotz nie da gewesener Informationstechnologien kommt es eben nicht zu einem Fortschritt beim „Common Sense“, sondern zu einer immer stärkeren politischen Polarisierung im Rahmen der Fragmentierung der Realitätswahrnehmung. Insbesondere der immer unversöhnlichere Konflikt zwischen Demokraten und Republikanern verheißt hier nichts Gutes für die US-Wahl im kommenden Jahr und damit für die systemische Stabilität der großen Republik jenseits des Atlantiks: Selten zuvor hat eine Wahl solch schicksalhaften Charakter angenommen. Hier könnte durchaus die nächste „Zeitenwende“ anstehen, insbesondere wenn das außenpolitische Fundament der Weltmacht USA von innen heraus eingerissen wird.

Bereits die Covid-Krise hat viele Länder an die Grenzen ihrer Leistungsfähigkeit gebracht. Im Zuge der umfangreichen Maßnahmen zur Bekämpfung der Pandemie sind die Staatshaushalte enorm belastet worden, der Wegfall der Friedensdividende schränkt die Handlungsspielräume der Regierungen durch wesentlich höhere Aufwendungen für die Landesverteidigung in Verbindung mit einem spürbar geringeren Wachstumspfad zusätzlich ein. Dabei bieten die Belastungen durch die Covid-Pandemie nur ein Vorspiel zu den Kosten der Bekämpfung des Klimawandels und dem Verlust an Kaufkraft insbesondere bei den Nahrungsmitteln, die der Klimawandel jetzt schon zeitigt. Der resul-

tierende Wohlfahrtsverlust heizt die innenpolitischen Konflikte an, was die Stabilität der politischen Systeme zusätzlich untergräbt. Vor allem in Europa ist davon auszugehen, dass die Verwundbarkeit gegenüber den stark gestiegenen Kosten für Energie weiter hoch bleibt und die Verteilungskonflikte zusätzlich befeuert. Auch die Migration kommt als destabilisierender Faktor immer spürbarer hinzu: Allmählich ordnet sich das politische System sowohl in Deutschland als auch in vielen Ländern Europas entlang der Frage der Migration bzw. der Bewahrung nationaler und/oder kultureller Identität, so wie es die politikwissenschaftliche Forschung über die die Parteiensysteme prägenden „Cleavages“ schon lange avisiert hatte – mit all den Gefahren, die mit einem solch grundsätzlichen Paradigmenwechsel auch für die notwendige Staatswerdung Europas einhergehen. Schließlich hängt der globale ökonomische Ausblick wie selten zuvor an der Entwicklung in China: Wir sind zwar grundsätzlich optimistisch, was die Lösung der Krisen im Land der Mitte anbelangt, zu konzedieren ist aber ganz klar auch, dass die chinesische Wirtschaft vor erheblichen Herausforderungen steht, was den Immobiliensektor anbelangt. Schließlich verweisen die Daten darauf, dass die sowohl permanente als auch massive sicherheitspolitische Bedrohung für die europäischen Volkswirtschaften auf Dauer der Tropfen sein könnte, der das „Fass“ zum Überlaufen bringt: Aus unserer Sicht ist derzeit noch nicht abzusehen, welche Folgen die Kombination der diversen Facetten des geopolitischen Kriegsschocks für die Länder der Eurozone hat – es ist wie schon nach der Lehman-Krise jedenfalls höchstwahrscheinlich, dass es einmal mehr zu einem signifikanten Absinken des Trendpfades kommt – mit allen Folgen für die systemische Stabilität der Eurozone.

Doch einmal mehr gilt es für ein realistisches geoökonomisches Gesamtbild, auch die positiven Gegenkräfte nicht zu unterschätzen. Kontrastiert man das primär geisteswissenschaftlich getragene Narrativ einer immer weiter um sich greifenden Zivilisationskrise mit den „harten Daten“ der empirischen

rischen Forschung, bestehen sie noch, die Kräfte der Moderne: Operationalisiert man die Frage, ob sich die globale Interdependenz im Sinn der Schaffung gegenseitiger friedensstiftender Abhängigkeiten erhöht hat, etwa über die Daten zum Welthandel, kann die These der „Deglobalisierung“ im Sinne der Degenerierung der treibenden Kräfte der internationalen Kooperation eindeutig verworfen werden. Mit Blick auf den Handel mit physischen Gütern kann hier allenfalls von einer „Slowbalisierung“ gesprochen werden, die möglicherweise dem sinkenden Grenznutzen des Austausches physischer Güter geschuldet sein könnte. Blickt man hingegen auf die Technologien, die zukünftig die globale Wertschöpfung bestimmen werden, ergibt sich ein komplett anderes Bild: Im tertiären Sektor und mit ihm vor allem im IT-Bereich hat sich die Globalisierung sogar noch intensiviert! Die wachsende technologische Interdependenz, der hohe und immer stärker zunehmende Grad an Verflechtung im globalen technologischen Rennen bieten trotz aller Risiken eine Vielzahl von positiven Ansatzpunkten sowohl für die Weltwirtschaft insgesamt als auch für die internationale Politik. Alles in allem sind die Wohlfahrtseffekte und die Bedeutung des internationalen Handels so gewaltig, dass man in der Tat von handelspolitischen Waffen sprechen kann, die internationale Akteure wie die EU oder die USA in der Hand halten. Es gilt, sie klug zu nutzen, um den antizivilisatorischen Kräften etwas entgegenzusetzen.

Dieser Befund hat erhebliche Implikationen für den in diesem Bericht im primären Fokus stehenden geoökonomischen Ausblick. Die globale wirtschaftliche Dynamik hat sich im Zuge der Nachwehen der Covid-Pandemie zwar weiter abgeschwächt, aber sie bricht nicht: Die diversen geoökonomischen Schocks von den geopolitisch bedingten wirtschaftlichen Unsicherheiten bis hin zu den Verwerfungen an den internationalen Arbeitsmärkten und der scharfen geldpolitischen Restriktion haben zwar eine signifikante Abschwächung bewirkt. Die Perspektiven insbesondere für den Welthandel für die kommenden Jahre sind aber aus unserer Sicht wieder aufwärtsgerichtet: Zwar sind die absoluten Handelsdaten gerade in den führenden Industrienationen noch rückläufig – dies dürfte aber auch maßgeblich auf einen bis zuletzt besonders ausgeprägten gegenläufigen Lagerzyklus im verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen sein. Letzterer ist vor allem bei den Halbleitern immer noch im Zusammenhang

mit den pandemiebedingten Verwerfungen bei den globalen Lieferketten zu sehen. Nach unseren Simulationen belegen die Daten aber selbst im klassischen Güterhandel keinen zeitreihenanalytischen Strukturbruch im Sinne der zunehmenden Belastung durch eine Fragmentierung des Welthandels: Das kommende Jahr sollte somit von einem globalen Rebound im verarbeitenden Gewerbe geprägt sein, dem „Gamechanger“ vor allem für die führenden Industrienationen.

Neben diesen Effekten bleibt es fast schon eine ökonomische Schicksalsfrage, ob und in welchem Maße den Notenbanken in den kommenden Jahren die nachhaltige Einhegung der Inflation gelingt, ohne dass es zu einer größeren Rezession kommen muss. Viele Studien haben klar belegt, dass die Globalisierung der Inflation entgegenwirkt: Die internationale Konkurrenz reduziert den Monopolgrad der Wirtschaft und verleiht der Notenbank wesentlich mehr Effizienz und Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung. Dass der internationale Handel also weiterhin gut funktioniert, zeigt auch, wie stark die ökonomischen Anreize auf der mikro- und makroökonomischen Ebene noch sind, ihn entgegen potenzieller geopolitischer Interessen aufrechtzuerhalten. Aus unserer Sicht zeichnet sich vor allem am US-Arbeitsmarkt immer deutlicher ab, dass es der US-Notenbank im kommenden Jahr gelingen sollte, die Inflation im Jahresverlauf auf die gewünschten Zielmarken zu senken. Der Kontrast zwischen einer zwischenzeitlich sehr pessimistischen Grundstimmung und der beschriebenen makroökonomischen Resilienz eröffnet aus unserer Sicht gerade im kommenden Jahr eine Vielzahl von Chancen an den internationalen Kapitalmärkten. Im Einzelnen bauen wir diesbezüglich auf folgenden Thesen auf:

EMPIRISCHE FORSCHUNG

Die Empirie, deutsch ‚sinnlich verinnerlichte Erfahrung‘, ist Erfahrungswissen. Sie beruht auf der systematischen und zielorientierten Gewinnung von Daten. Durch das systematische Vorgehen wird sichergestellt, dass diese Daten ‚objektiv‘ sind; unter den gleichen Bedingungen können sie immer wieder gleich gewonnen werden.

WIRTSCHAFTSWACHSTUM NACH LÄNDERGRUPPEN

IN %

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|--------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | -3,8 | 3,2 | 1,8 | -0,5 | -0,3 |
| Euroraum | -6,1 | 5,6 | 3,3 | 0,6 | 0,2 |
| USA | -2,8 | 5,9 | 2,1 | 2,1 | 1,9 |
| Industrienationen | -4,2 | 5,6 | 2,6 | 1,5 | 1,5 |
| China | 2,2 | 8,5 | 3,0 | 5,0 | 4,4 |
| Japan | 2,2 | 2,2 | 1,0 | 2,0 | 1,0 |
| Schwellenländer Asien | -0,5 | 7,5 | 4,5 | 5,2 | 4,9 |
| Schwellenländer weltweit | -1,8 | 6,9 | 4,1 | 4,0 | 4,0 |
| Welt | -2,8 | 6,3 | 3,5 | 2,9 | 3,0 |

Jahresveränderungsrate des BIP

Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

1

Die globale wirtschaftliche Dynamik hat sich im Zuge der Nachwehen der Covid-Pandemie zwar weiter abgeschwächt, aber sie bricht nicht.

Dies geht maßgeblich auf die Stabilität der unterliegenden Marktkräfte zurück, ist aber auch Ergebnis einer spezifischen Konstellation von Industrienationen und Schwellen- und Entwicklungsländern.

2

Insgesamt ist ein Soft-Landing der Weltwirtschaft zu erwarten.

Die USA führen die Industrienationen aus der Schwächephase, gestützt auch auf die Effekte der Leitzinswende im kommenden Jahr. Wir erwarten einen beginnenden Aufschwung spätestens zum Sommer 2024.

3

Die konjunkturelle Typik eines sehr hohen autonomen Wachstums in Asien sorgt auch weiterhin weltweit für Stabilität.

Schlüssel für die exaktere Anatomie des globalen Aufschwungs sind ferner die Entwicklung in China, Timing und Ausmaß der Anatomie des industriellen Rebounds im verarbeitenden Gewerbe und der exakte Disinflationpfad weltweit.

4

Die These einer Deglobalisierung ist zumindest bis dato empirisch nicht zu fundieren.

Der internationale Handel setzt seine Globalisierung ungebrochen fort, nur in anderem Gewand: Bei den Technologien, auf die es zukünftig ankommt, hat sich die Globalisierung sogar noch intensiviert.

5

Die US-Inflation kann im kommenden Jahr auf die gewünschten Notenbankziele reduziert werden.

Dies geht im Kern auf die Typik der Verwerfungen an den Arbeitsmärkten als klar temporärer pandemiebedingter exogener Schock sowie auf die intakte ordnungspolitische Orientierung der internationalen Notenbanken zurück.

6

Der Wachstumspfad in Europa und Deutschland weist höchstwahrscheinlich einen Strukturbruch auf, der auf die Aggregation der diversen Belastungsfaktoren zurückgeht.

Stärke und Nachhaltigkeit des Letzteren sind auch eine Funktion der Intensität der kriegerischen Handlungen in der Ukraine und der geoökonomischen Entwicklungen weltweit.

7

Der globale Zinshochpunkt ist bereits durchgemessen. Die führenden Notenbanken dürften die Zinsvorgaben ab dem kommenden Jahr wieder ermäßigen können.

Wie so oft dürfte die US-Notenbank die Führungsrolle übernehmen, der relative Korrekturbedarf ist mit Blick auf die vermutlich auf Dauer erheblich geringeren Wachstumsraten aber in der Eurozone wesentlich höher.

8

Die US-Präsidenten- und -Kongresswahlen des Jahres 2024 werden den vorläufigen Höhepunkt eines prinzipiellen, nie gesehenen inneramerikanischen Ringens um innen- wie außenpolitische Verfasstheit, Orientierung und Ziele der USA widerspiegeln.

Der Ausgang dieser Wahlen wird sich kurz- und mittelfristig in politischer, militärischer und wirtschaftlicher, längerfristig auch in kultureller Hinsicht, als folgenreiche „Weichenstellung“ erweisen, deren Wirkung sich keine Region der Welt wird entziehen können.

9

Wir halten an unserer grundsätzlichen mittelfristigen Aufwertungserwartung für den US-Dollar Richtung Parität fest.











Das aktuelle Zinsniveau ist für eine strukturell angeschlagene Eurozone viel zu hoch, wir erwarten eine massive Gegenbewegung der EZB. Dies ist der Moment, wo der Euro seinen Abwärtstrend, der seit der Lehman-Krise Bestand hat, fortsetzen dürfte.

10

Die Aktienmärkte werden im Aktienjahr 2024 von der anstehenden Zinswende deutlich profitieren.

Dies gilt zuvorderst für zinsensitive Branchen wie dem Technologiesektor. Zudem sollte der erwartete Aufschwung der globalen Konjunktur gerade zyklische Branchen weiterhin in den Fokus der Investoren stellen. Wir sind mehr denn je davon überzeugt, den US-Anteil im Depot noch stärker auszubauen.

RÜCKBLICK

-  **1** Trotz der massierten exogenen Schocks kann die Weltwirtschaft im kommenden Jahr eine Rezession vermeiden.
-  **2** Die geopolitische Polarisierung der Weltpolitik nimmt immer mehr Fahrt auf, da der Aufstieg Chinas vielen Ländern eine wirtschaftliche und sicherheitspolitische Alternative zum Westen verschafft.
-  **3** Der Wendepunkt bei der Inflation dürfte durchmessen sein.
-  **4** Trotz des geopolitischen Gegenwindes und einer Zuspitzung des sino-amerikanischen Konfliktes in der Handelspolitik bleibt die These der Deglobalisierung zumindest bislang empirisch falsch.
-  **5** Die US-Konjunktur kühlt sich weiter ab, eine Rezession kann aufgrund der soliden Finanzen des privaten Sektors aber vermieden werden.
-  **6** Die asiatisch-pazifische Region bleibt das Rückgrat der Weltwirtschaft.
-  **7** Die EU steht derzeit vor der größten Bewährungsprobe womöglich seit ihrer Gründung, sie bleibt ein primär wirtschaftlicher Akteur.
-  **8** Die Hochpunkte im internationalen Zinsgefüge dürften alsbald durchmessen sein.
-  **9** Die strukturellen Veränderungen für die Länder der Eurozone könnten zu einer Niveauverschiebung des Dollarkurses führen.
-  **10** In Erwartung einer Verbesserung des sehr negativ geprägten Umfeldes sind wir zuversichtlich für die Anlageklasse Aktien im Jahr 2023.

Trotz aller Risiken hat sich die Weltwirtschaft weiter bemerkenswert robust entwickelt: Vor allem die US-Entwicklung hat uns hier recht gegeben: Nach einer beeindruckenden Aufholjagd, die sich wider Erwarten in einem realen Zuwachs des Bruttoinlandsproduktes von 2,1 % niederschlug, ist für die USA mittlerweile selbst nach der Mehrheitsmeinung ein Soft-Landing zu erwarten. In Kombination mit der hohen Resilienz Asiens blieb der Weltwirtschaft somit ein schärferer Einbruch – wie in den Thesen 1 bzw. 5 ausgeführt – tatsächlich erspart. Damit trotzte die Weltwirtschaft einer immer stärkeren geopolitischen Polarisierung, wie sie z. B. an der immer prekäreren Lage im südchinesischen Meer im Rahmen eines neuen, noch umfassenderen Ost-West-Konfliktes deutlich wurde. Vor allem die Intensivierung der chinesisch-russischen Kooperation als auch die sichtbare Verschiebung der geopolitischen Allianzen zuungunsten des Westens zeigten die Richtigkeit von These 2. Mit Blick auf These 3 setzen wir ebenfalls einen grünen Haken – die Inflationsraten weltweit haben sich mittlerweile halbiert, aus unserer Sicht dürfte der Wendepunkt bei der Inflation bereits im letzten Jahr klar durchgemessen worden sein. Auch These 4 hat sich weiter bewahrheitet: Mehr und mehr wird deutlich, dass auch in zeitreihenanalytischer Hinsicht belegbar ist, dass der internationale Handel resilient bleibt. Mit Blick auf die Perspektiven für die EU zeigt die Analyse, dass auch der größte exogene Druck nicht den integrationspolitischen Quantensprung bewirken kann: Die EU bleibt ein primär wirtschaftspolitischer Akteur, eine Lehre, die es in der Sicherheitspolitik zwingend zu beachten gilt. Bei These 8 lagen wir hingegen falsch: Die Reaktion der Notenbanken zog sich länger hin, als wir erwartet hatten. Nicht bestätigt hat sich bislang unsere These einer Fortsetzung der Dollar-Aufwertung, der US-Dollar verlor im Jahresverlauf rund 2 Cent, der Marktkonsens war hier aber von einer Abwertung auf Kurse um EUR/USD 1,15 ausgegangen: Hier wird deutlich, dass es schon zu einer Niveauverschiebung gekommen ist, wie auch der ungebrochene Abwärtstrend des Euro belegt – unsere Wertung: neutral. Schließlich bewirkte die hohe Resilienz der Weltwirtschaft in Kombination mit der Disinflationierung, dass der Ausblick für die Aktienmärkte zumal von den geringen Ausgangsniveaus die allgemeinen Erwartungen spürbar übertreffen konnte: Mit einem Zuwachs um 15 % lagen die Aktienmärkte hier deutlich im Plus, auch diesbezüglich lagen wir goldrichtig.

DIE WELTWIRTSCHAFT IM ZEICHEN DER GEOÖKONOMISCHEN FRAGMENTIERUNG

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Die Weltwirtschaft erholt sich nur allmählich von den Belastungen der Pandemie, der Invasion Russlands in der Ukraine und den dämpfenden Effekten durch den starken Anstieg der Lebenshaltungskosten im Zuge der globalen Preis-Hausse insbesondere für Energie und Nahrungsmittel. Im Rückblick ist die Resilienz der Weltwirtschaft jedoch äußerst bemerkenswert: Trotz der massiven Zunahme der geopolitischen Spannungen, der Überforderung bzw. des temporären Zusammenbruches ganzer Lieferketten, der massiven Verwerfungen auf den Märkten für Energie und Nahrungsmittel und der beispiellosen Verschärfung der geldpolitischen Rahmenbedingungen zur Bekämpfung eines fast allumfassenden Preisschocks historischen Ausmaßes hat sich die wirtschaftliche Entwicklung weltweit zwar abgekühlt, es ist aber nicht zu einem veritablen Einbruch gekommen.

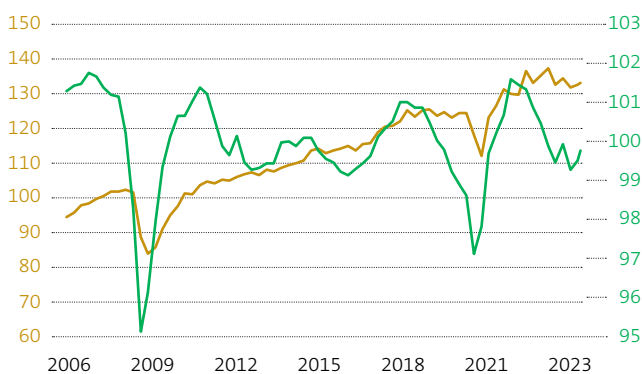
Mehr und mehr können nunmehr die pandemiebedingten Ungleichgewichte abgebaut werden, gleichwohl bleibt das Wachstum zumindest bis dato schwach und auch ungleich verteilt, wobei sich die regionalen Wachstumsdivergenzen bis zuletzt sogar noch weiter akzentuieren.

Letztbezüglich lassen sich mehrere spezifische Faktoren ausmachen, die die jüngere Entwicklung auf der globalen Ebene bislang bestimmt haben und zumindest b. a. W. prägend bleiben dürften: Im letzten Jahr kam es nach dem Abklingen der Pandemie zu einer durchgreifenden Erholung der Nachfrage nach Dienstleistungen, vielfach war die Nachfrage nach arbeitsintensiven Dienstleistungen sogar so hoch, dass dieser Sektor zu einem Haupttreiber des globalen Preisdrucks wurde. Allerdings zeichnete sich zuletzt immer deutlicher ab, dass der Dienstleistungsboom auch im Zuge der Korrektur der unternehmensnahen Dienstleistungen allmählich auslief. Weiterhin ging ein Gutteil der wirtschaftlichen Abschwächung auf die signifikante Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zurück, die der Einhegung der mittel- und längerfristig latenten Gefahren für die Verankerung der Inflationserwartungen diene. Zuletzt hatte der monetäre Restriktionskurs aber bereits erkennbar seinen Zenit überschritten, da sich in vielen Ländern bereits Zinssenkungen anbahnten, vor allem in China aber auch in einigen Schwellen- und Entwicklungsländern Lateinamerikas. Gleichwohl ist es sowohl in der Eurozone als auch in den USA zu einer signifikanten Verschlechterung der Kreditqualität beziehungsweise zu einer Erhöhung der Zahlungsausfälle gekommen, wenn auch von einem geringen Ausgangsniveau. Was sich drittens weiterhin feststellen lässt, ist, dass die wirtschaftliche Aktivität stark von der Exponiertheit gegenüber den Rohstoffpreisschocks bestimmt wurde.

INTERNATIONALER HANDEL TROTZT DER GLOBALEN KONJUNKTURSCHWÄCHE

GLOBAL AGGREGIERTER WARENHANDEL UND
OECD-FRÜHINDIKATOR WELTWIRTSCHAFT

IN INDEXPUNKTEN



■ Güterhandel
■ OECD-Frühindikator

Quellen: Bloomberg, Weltbank,
NATIONAL-BANK.



”

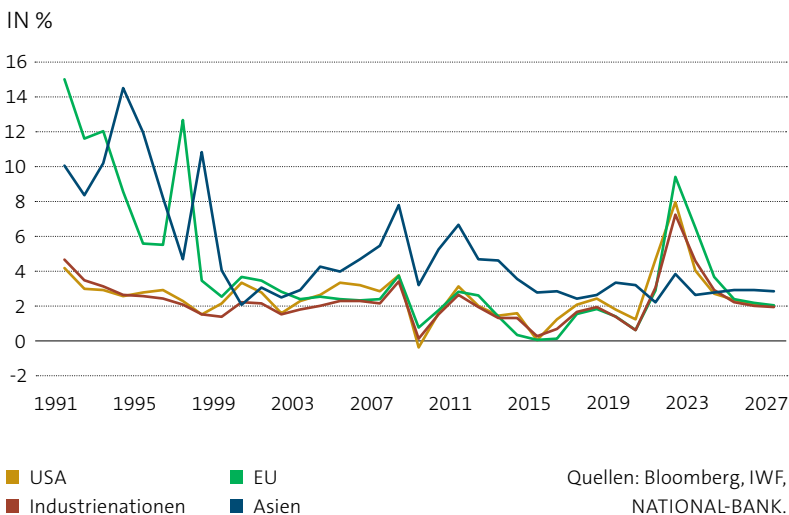
Auf der global aggregierten Ebene wurde zuletzt jedoch immer deutlicher, dass den Industrienationen insgesamt, angeführt durch die USA, ein sog. „Soft-Landing“ gelingen dürfte.

Volkswirtschaften, die stark von der russischen Energieversorgung abhingen, erlitten einen deutlich stärkeren Einbruch, während Länder wie die USA, die über eine weitgehende energetische Autonomie verfügen, weniger betroffen waren. In den Industrienationen ergaben sich derweil erste Anzeichen einer Abschwächung der Überauslastung an den Arbeitsmärkten, nachdem die Arbeitslosenquoten historische Tiefstmarken erreicht hatten. Zentral war diesbezüglich, dass es bis zuletzt kaum Anzeichen für die Entwicklung einer Lohn-Preis-Spirale gab, die Reallöhne blieben deutlich unterhalb der Niveaus, die vor der Pandemie verzeichnet wurden.

Vor allem die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens haben sich überwiegend als erheblich widerstandsfähiger erwiesen als befürchtet und überraschten positiv, mit Ausnahme Chinas, wo die Immobilienkrise große Spuren in der konjunkturellen Entwicklung hinterließ. Demgegenüber wurde das Wachstum in den Industrienationen aufgrund des ohnehin geringeren Trendwachstums, auch demografisch bedingt engerer Arbeitsmärkte und in Verbindung damit schärferer monetärer Restriktionen anteilig erheblich stärker belastet. Besonders die Eurozone mit dem ökonomischen Zugpferd Deutschland litt bis zuletzt unter der Zusammenballung zyklischer, struktureller bzw. geoökonomischer Belastungen, die von den retardierenden Konstruktionsproblemen der Eurozone über eine sehr hohe energetische Verwundbarkeit bis hin zu einem gegenläufigen Zyklus in der Industrie in Kombination mit einem ohnehin strukturellen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit reichten.

GLOBALE DISINFLATION VORAUSSICHTEN

INFLATIONS-RATEN USA, EU, INDUSTRIENATIONEN, ASIEN IM VERGLEICH



Auf der global aggregierten Ebene wurde zuletzt jedoch immer deutlicher, dass den Industrienationen insgesamt, angeführt durch die USA, ein sog. „Soft-Landing“ gelingen dürfte, während das hohe Trendwachstum in Asien eine nur marginale Reduktion des weltweit aggregierten Expansionstempos sicherstellen dürfte. Da die Inflation voraussichtlich allmählich weiter unter Kontrolle gebracht werden kann, steht zu hoffen, dass der Druck von der Geldpolitik perspektivisch verringert werden kann. Zudem steht zu erwarten, dass der gegenläufige Lagerzyklus in der Industrie ausläuft und im verarbeitenden Gewerbe allmählich ein Aufschwung Platz greift, der den Export rund um den Globus spürbar stützen dürfte. Unseren Prognosen zufolge wird sich das weltweite Wachstum von 2,9% im Jahr 2023 auf 3,0% im kommenden Jahr leicht beschleunigen können.

DESINTEGRATION DER WELTWIRTSCHAFT? – ZUR KONSTITUTION DES WELTHANDELSREGIMES

Die Globalisierung war in den letzten Jahrzehnten das beherrschende Paradigma für die Entwicklung der Weltwirtschaft – aus wohlfundiertem Grunde: Im Kern bestanden sowohl auf der mikro- als auch auf der makroökonomischen Ebene überzeugende Anreize zu einer Intensivierung des internationalen Austausches im Rahmen etwa der Theorie der komparativen Kostenvorteile: Private Akteure sicherten sich durch den Erwerb von Vorleistungsgütern auf einem globalen Markt Effizienz- bzw. Wettbewerbsvorteile. Eine Vielzahl von Schwellen- und Entwicklungsländern konnte hier im Rahmen einer exportgetriebenen Strategie insbesondere die Entwicklungsunterschiede zu den führenden Industrienationen nutzen, was den rasanten Aufstieg von Staaten wie China in den letzten Jahrzehnten überhaupt erst möglich machte. Seit einiger Zeit mehren sich allerdings die Überlegungen in der Politik, die Globalisierungsprozesse anhalten oder gar rückabwickeln will, um geopolitische oder ökonomische Abhängigkeiten zu vermindern. Das gilt besonders für die Wirtschaftsbeziehungen zwischen den USA und der EU einerseits sowie China, der mittlerweile neben den USA größten Volkswirtschaft, andererseits. Aber auch aus einem mikroökonomischen Kalkül könnte es durchaus plausibel sein, anzunehmen, dass der Nutzen des internationalen Handels bei der zunehmenden Angleichung der Lebensverhältnisse an Wirkungsgrad verliert. Dies würde die Ratio stärken, dass globale Konzerne und viele international tätige Unternehmen bestrebt sind, ihre Lieferketten im Sinne und im Rahmen einer stärkeren geopolitischen Konfliktlage zu schützen und zumindest entsprechend zu diversifizieren.

Die Störung der Lieferketten, die Spannung im amerikanisch-chinesischen Handel und die Erosion des Welthandelsregimes, repräsentiert durch eine zunehmende Umgehung der Welthandelsorganisation, erscheinen somit zumindest als erhebliche Bedrohung der Globalisierung, mit potenziell weitreichenden Konsequenzen: Der Welthandel ist nicht weniger als das Rückgrat des wachstumsorientierten Wirtschaftsmodells – Stärke und Nachhaltigkeit des Weltwirtschaftswachstums sind ganz wesentlich eine Funktion der internationalen Arbeitsteilung. Weiterhin ist ein lebhafter Handel auch ein wesentlicher Garant für die

Begrenzung globalen Preisdrucks: Die inhärente atomistische Anarchie auf den globalen Märkten ist das probate Gegenmittel zu dem permanenten preistreibenden Bestreben zur Monopol- bzw. Kartellbildung. Die letztlich entscheidende Frage ist hier allerdings, inwieweit diese theoretischen Überlegungen einer empirischen Überprüfung jenseits des politischen Wunschdenkens bzw. der anekdotischen Evidenz überhaupt standhalten: Wie ist also nun der Saldo zwischen den Marktkräften und den geoökonomischen Belastungsfaktoren zu ziehen?

In der Tat nimmt der Welthandel mit Waren bereits seit der Finanzkrise 2008/2009 im Trend nicht mehr schneller zu als die Weltproduktion. So lag der Anteil des Güter- und Warenhandels an der globalen Wertschöpfung in den letzten Jahren im Schnitt relativ konstant bei rund 15 %. Auch jenseits dieses hochaggregierten Befundes ist insgesamt zu konstatieren, dass sich die Phase einer stürmischen Globalisierung der 90er-Jahre abgeschwächt hat und in einer Gesamtschau einer Seitwärtsbewegung, der „Slowbalisierung“, gewichen ist. Diese Indikation gilt ebenfalls für den Handel mit Zwischenprodukten, die Komplexität der Lieferketten und die Entwicklung der Direktinvestitionen weltweit.

WIRTSCHAFTSWACHSTUM G-7-STAATEN

IN %

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|-------------|-------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | -3,8 | 3,2 | 1,8 | -0,5 | -0,3 |
| Frankreich | -7,7 | 6,4 | 2,5 | 1,0 | 1,3 |
| Italien | -9,0 | 7,0 | 3,7 | 0,7 | 0,7 |
| Japan | -4,2 | 2,2 | 1,0 | 2,0 | 1,0 |
| Kanada | -5,1 | 5,0 | 3,4 | 1,3 | 1,6 |
| UK | -11,0 | 7,6 | 4,1 | 0,5 | 0,6 |
| USA | -2,8 | 5,9 | 2,1 | 2,1 | 1,9 |

Jahresveränderungsrate des BIP

Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

PREISENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER LÄNDER

IN %

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|-------------|------|------|------|-------|-------|
| Deutschland | 0,4 | 3,2 | 8,7 | 6,3 | 3,1 |
| Euroraum | 0,3 | 2,6 | 8,4 | 5,6 | 3,2 |
| USA | 1,3 | 4,7 | 8,0 | 4,1 | 2,4 |
| China | 2,5 | 0,9 | 1,9 | 0,7 | 1,7 |

Jahresveränderungsrate des Preisindex der Verbraucherpreise

Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

SOFT-LANDING

Als Soft-Landing wird in der Wirtschaft ein mögliches Folgeszenario auf eine konjunkturelle Boom-Phase bezeichnet. Hierbei schwächt sich die Wachstumsrate ab, wird jedoch nicht negativ, es gibt weder signifikante Gewinneinbrüche auf Unternehmensebene noch Entlassungen.

MIKROÖKONOMISCHES KALKÜL

Gegenstand der Mikroökonomie ist das wirtschaftliche Verhalten einzelner Wirtschaftssubjekte (Haushalte und Unternehmen). Sie analysiert Entscheidungsprobleme und Koordinationsvorgänge, die aufgrund der Arbeitsteiligkeit des Produktionsprozesses notwendig werden, und die Allokation knapper Ressourcen und Güter durch den Marktmechanismus.

TERTIÄRER SEKTOR
 Als Wirtschaftssektoren werden in der Wirtschaftswissenschaft zumeist die Landwirtschaft (sogenannter primärer Sektor), die Industrie und das Gewerbe (sogenannter sekundärer Sektor) und die Dienstleistungen (sogenannter tertiärer Sektor) bezeichnet.

Insgesamt zeigt dieser Befund aber auch, dass die These der Deglobalisierung bereits zum klassischen Güterhandel mit Blick auf das global aggregierte Zahlenwerk einer empirischen Grundlage entbehrt. Träfe ferner die These einer geopolitisch getragenen Entkopplung zu, müsste Letztere gerade darin zum Ausdruck kommen, dass es zu einem signifikanten Rückgang der Bedeutung Chinas als Wirtschaftspartner für den Westen gekommen ist: So sollte der Anteil Chinas am Außenhandel der USA und der Europäischen Union sowie die Direktinvestitionen zwischen den Wirtschaftsräumen, welche für die Verflechtung der unternehmerischen Entscheidungen wichtig sind, messbare Rückgänge aufweisen. Alles in allem belegen die Daten hier jedoch lediglich, dass die Bedeutung Chinas als Partner auf den Gebieten des internationalen Warenhandels und der ausländischen Direktinvestitionen der USA und der EU in den vergangenen Jahren zwar ein Stück weit abgenommen zu haben scheinen. Ein allgemeiner Abwärtstrend kann aber selbst hier nicht ausgemacht werden. Insofern lässt sich die These der Deglobalisierung auch auf der Ebene der bi- und trilateralen Daten nicht wirklich zwingend nachweisen: Trotz aller Handelskriege bleiben selbst die unmittelbaren geopolitischen Gegenspieler USA und China vielmehr eng miteinander verbunden, vielleicht sogar über ihren derzeitigen politischen Willen hinaus. Eine geopolitisch getragene Deglobalisierungsthese setzt hier schließlich stillschweigend voraus, dass es staatlichen Akteuren überhaupt flächendeckend gelingt, die mikroökonomischen Anreize auf Unternehmensebene im Rahmen uni- und multilateraler Sanktionsregime zu regulieren.

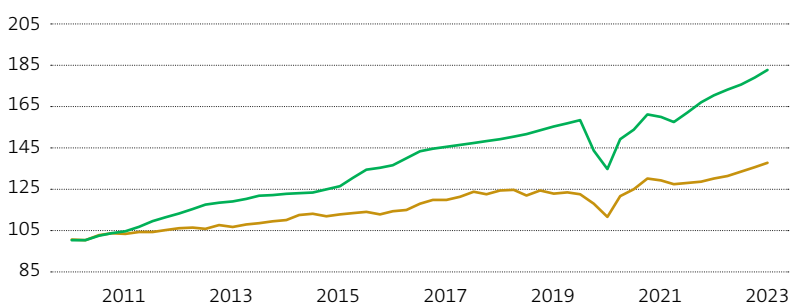
Das aus unserer Sicht zentrale empirische Gegenargument zur These der Deglobalisierung bildet nun aber die Entwicklung des Handels mit Dienstleistungen: Der Dienstleistungsbereich und die entsprechenden Exporte expandierten trotz aller Gegenkräfte bis zuletzt äußerst lebhaft. So legt die gesamte Im- und Exporttätigkeit inklusive der Dienstleistungsexporte von rund 19 % in den letzten anderthalb Dekaden auf zuletzt rund 22 % zu. Materiell untermauert wird diese Interpretation vor allem auch durch den Umstand, dass insbesondere die asiatischen Volkswirtschaften im Begriff sind, mit Blick auf das gesamtwirtschaftliche Gewicht eben des „tertiären“ Sektors zu ihren westlichen Partner-Staaten aufzuschließen. Die internationale Arbeitsteilung vollzieht hier eine Entwicklung, die insbesondere auch die strukturellen Veränderungen in den aufstrebenden Regionen der Weltwirtschaft hin zu modernen Dienstleistungsgesellschaften abbildet. Nimmt man also solchermaßen die Verflechtung bei den immateriellen Dienstleistungsexporten und den Strukturwandel der Weltwirtschaft in die Betrachtung, ergibt sich die Gegenthese zur Deglobalisierung: Der internationale Handel setzt seine Globalisierung ungebrochen fort, nur in anderem Gewand!

Zwar ist die weltweite Im- und Exporttätigkeit seit Ende des letzten Jahres bis dato auch absolut noch leicht rückläufig. Dies dürfte aber auf das postpandemisch weltweit erheblich langsamere Wachstumstempo sowie den gegenläufigen Industriezyklus nach dem Ende der Covid-Pandemie zurückzuführen sein: Nach unseren Simulationen lässt der zeitreihenanalytische Befund in toto darauf schließen, dass selbst der Güterhandel in Relation zur globalen Wertschöpfung in Kürze anteilig wieder überdurchschnittlich zulegen können sollte. An seine Stelle dürfte jedoch mehr und mehr der Handel von Informationen über das Glasfaserkabel treten, ein Prozess, der sich mit dem Siegeszug der künstlichen Intelligenz sicherlich noch massivst ausprägen dürfte: Das sind mit Blick auf die disinflationierenden Effekte gerade der „Amazonisierung der Weltwirtschaft“ auch gute Nachrichten sowohl für die zukünftige monetäre Unterstützung als auch für die Nachhaltigkeit des globalen wirtschaftlichen Rebounds im kommenden Jahr.

DER DIENSTLEISTUNGSHANDEL EXPANDIERT DEUTLICH ÜBERPROPORTIONAL

GLOBALER WARENHANDEL, DIENSTLEISTUNGSHANDEL IN DER LÄNGERFRISTIGEN RELATION

IN INDEXPUNKTEN



■ Warenhandel
 ■ Dienstleistungshandel

indexiert, 2010 = 100

Quellen: Bloomberg, IWF, Weltbank, eigene Berechnungen, NATIONAL-BANK.

USA: GELINGT DAS SOFT-LANDING?

Nach einer außerordentlich lebhaften Post-Covid-Erholungsbewegung blieb die US-Wirtschaft auch während des gesamten Jahres 2023 deutlich aufwärtsgerichtet. Die konjunkturelle Dynamik ließ im Vergleich zur Vorjahresperiode zwar etwas nach, das Wachstum lag aber bis zuletzt grosso modo auf dem Potenzialpfad. Vor allem die Expansion des privaten Konsums erschien bis zuletzt ungebrochen. Wie in den meisten Industrienationen auch blieb der Dienstleistungssektor über weite Strecken die Stütze der Wirtschaft, während das verarbeitende Gewerbe nach dem Post-Covid-Boom der Vorjahre in den kontraktiven Bereich überging. Während sich hier zum Jahresende eine Bodenbildung abzeichnete, setzte sich der Abwärtstrend im Wohnungsbau fort. Hintergrund waren hierbei insbesondere die gestiegenen Finanzierungskosten, die langjährige Höchststände erklommen. Den deutlichen Zinserhöhungen der Notenbank standen allerdings staatliche Investitionsprogramme, wie der CHIPS Act und der Inflation Reduction Act, entgegen, die die betroffenen Sektoren stimulierten. Insgesamt sind die höheren Finanzierungskosten im US-Unternehmenssektor vergleichsweise wenig retardierend spürbar geworden: Daten zur Nettozinsbelastung der US-Unternehmen zeigten diesbezüglich, wie außergewöhnlich gut die finanzielle Situation trotz der gestiegenen Zinsen war und ist, teilweise rangierten die Relationen auf historischen Tiefstständen, die seit den 1960er-Jahren nicht mehr zu beobachten waren. Neben einer langfristigen Zinsbindung konnte „Corporate America“ unter anderem offenkundig auf eine hohe Innenfinanzierungsquote zurückgreifen, was die Resilienz gegenüber der geldpolitischen Restriktion erklärt. Der außergewöhnlich robuste private Konsum dürfte auf die Realeinkommenszuwächse und die fortgesetzte Nutzung der in der Pandemie angesammelten Ersparnisse zurückgehen. Zudem bilden die seit nunmehr über einem Jahr real wieder steigenden verfügbaren Einkommen auf einem Arbeitsmarkt, der nach wie vor unter Volllast steht, die wichtigste Triebkraft zur Ausweitung des Konsums.

Die US-Wirtschaft ist somit entgegen vielfach gehegten Befürchtungen zumindest bis dato nicht in eine Rezession geraten, nach wie vor ist „die Kuh“ aber sicherlich nicht zur Gänze vom Eis, zu mächtig ist die zugrunde liegende Statistik: Das „Soft-Landing“ nach einem solch scharfen Zinsmanöver der US-Notenbank ist außerordentlich selten,

Im Kern wird immer deutlicher, dass die US-Wirtschaft von einem exogenen Schock getroffen wurde, der mit den typischen primär endogen getriebenen Zyklen nicht vergleichbar ist.

zuletzt wurde dies in den 1990er-Jahren erreicht. Materiell sticht hierbei vor allem die massive Verschärfung der Refinanzierungsbedingungen hervor, die sich auch in einer Verschlechterung der Kreditqualität widerspiegelt. Auch die Inversion der Zinsstrukturkurve, der Klassiker unter den Rezessionssignalen, sowie die Entwicklung der Risikoprämien entlang der Fristenskala zählten bis zuletzt zu der relativ deutlichen Indikation des monetären Sektors, dass ein nachhaltiger wirtschaftlicher Abschwung zumindest mit einer nennenswerten Wahrscheinlichkeit belegt werden konnte.

Wie kann die Resilienz der US-Wirtschaft nun erklärt werden? Im Kern wird immer deutlicher, dass die US-Wirtschaft von einem exogenen Schock getroffen wurde, der mit den typischen primär endogen getriebenen Zyklen nicht vergleichbar ist: Die Überdehnung am Arbeitsmarkt ging relativ eindeutig auf die pandemiebedingten Verwerfungen und nicht auf eine allgemeine Überhitzung der Wirtschaft zurück. Die hohe Preisdynamik wurzelt somit in Faktoren, die klar temporärer Natur sind, wie vor allem die Verspannungen der Lieferketten oder die Ungleichgewichte aus der Sektorrotation zwischen Industrie und Dienstleistungsbereich, die sich inzwischen mehr als normalisiert haben. Die Überwindung des postpandemischen Ausnahmezustandes kommt derzeit aber vor allem in der Rückverschiebung der sog. Beveridge-Kurve zum Ausdruck, sie ist damit auch eine wichtige, höchstaggregierte Maßzahl dafür,

BEVERIDGE-KURVE

Die Beveridge-Kurve (nach William Henry Beveridge) ist ein ökonomisches Modell, das den Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und offenen Stellen zeigt und dabei strukturelle und konjunkturelle Arbeitslosigkeit gegenüberstellt bzw. sichtbar macht.



dass dieser Konjunkturzyklus als Post-Covid-Zyklus mit anderen Phasen eben überhaupt nicht vergleichbar ist. Wir vertreten darüber hinaus ohnehin seit Langem die These, dass die Sparquote seit der Lehman-Krise etwa in Relation zur Vermögensentwicklung viel zu hoch war, sodass faktisch mehr private Finanzkraft bzw. Konsumneigung vorhanden sein dürfte, als mit Blick auf die absoluten Zahlen allgemein angenommen wird. Trotz des scharfen Zinsmanövers der US-Notenbank bewegte sich hier etwa die Schuldenlast der privaten Haushalte mit unter 10% auf dem tiefsten Stand seit dem Beginn der Erhebung der Zeitreihe in den frühen 1980er-Jahren. Der Strukturbruch geht nach wie vor auf die Lehman-Krise zurück, die eine mittlerweile anderthalb Dekaden währende Unterkonsumption auslöste. Insgesamt stehen somit die Chancen gut, dass ein ungebrochen robuster Konsum das Wachstum auch weiterhin stützen dürfte.

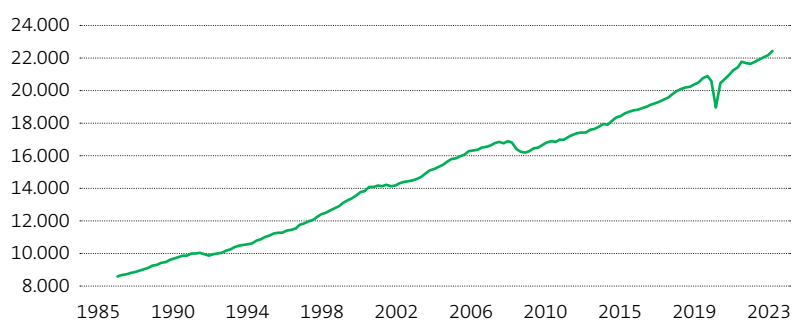
SCHULDENLAST

Zins und Tilgung in Relation zum jeweils verfügbaren Einkommen. Hier aggregiert über alle Haushalte der Volkswirtschaft.

In der Summe bestehen zwar weiterhin erhebliche Unsicherheiten, was den weiteren Ausblick angeht, zu groß sind die zurückliegenden Schocks und die Signifikanz der historischen Entwicklungen. Aktuell ist in toto aber auch nicht absehbar, dass die Dynamik der US-Wirtschaft auf Sicht der nächsten Quartale spürbar abnimmt. Die Zunahme der real verfügbaren Einkommen treibt den privaten Konsum als zentraler Säule der US-Wirtschaft weiter an. Insofern dürfte das Momentum voraussichtlich zumindest so lange tragen, bis die US-Notenbank die Zinssätze im kommenden Jahr zurückführen kann und der Wirtschaft somit erheblichen Rückenwind verleiht. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,1%. In den Jahren 2024 und 2025 dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Expansion auf jeweils 1,9 respektive 1,7% abschwächen.

COVID-KRISE IM RÜCKBLICK NICHT MEHR ERKENNBAR – US-WIRTSCHAFT BLEIBT AUF DEM POTENZIALPFAD US-BRUTTOINLANDSPRODUKT

IN MRD. US-DOLLAR



Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

ASIEN: DYNAMISCHES WACHSTUM TROTZ STARKER GEGENKRÄFTE

Die asiatisch-pazifische Region dürfte mit einem Anteil von rund zwei Dritteln auch im Jahre 2023 den Löwenanteil zum globalen Wachstum beisteuern – und dies trotz eines äußerst herausfordernden weltwirtschaftlichen Umfelds, das neben einer weltweit synchronisierten Straffung der Geldpolitik von einer globalen Nachfragerotation weg von den primären Exportgütern der Region geprägt war. Die positiven Wachstumsüberraschungen im ersten Halbjahr 2023 gingen dabei einerseits auf eine robuste Inlandsnachfrage, die analog zur Entwicklung in den meisten Industrienationen vom Abbau der pandemiebedingten Sonderersparnisse getragen wurde, andererseits auf die Effekte der Wiedereröffnung Chinas nach dem Ende der Pandemiebeschränkungen zurück. Diese Konstellation sorgte für positive Wachstumsüberraschungen vor allem in Indien, das neben China der Haupttreiber der regionalen Expansion blieb. Aber auch in Japan übertraf das Wachstum die Erwartungen, getrieben insbesondere durch eine Erholung der Automobilexporte als Folge der Normalisierung der Lieferketten.

Allerdings verlangsamte sich die Wachstumsdynamik Asiens dann im Sommerhalbjahr, insbesondere da die Wiedereröffnung Chinas im Verlauf des Jahres sukzessive an Fahrt verlor und von den Investitionen vor Ort in Reaktion auf die schwächere Auslandsnachfrage kaum noch Impulse ausgingen. Offenkundig wirkten sich dabei die Probleme am Immobilienmarkt immer spürbarer auf die Konjunktur aus, was an fallenden Wohnungspreisen und den stark rückläufigen Bauvorhaben deutlich wurde. Zwischenzeitlich waren selbst große Immobilienkonzerne in Zahlungsschwierigkeiten geraten, was sich zunehmend auf die Beschäftigung auswirkte, da der Bausektor gesamtwirtschaftlich von großer Bedeutung ist. Zusätzlich belastend wirkte, dass die schwache Nachfrage der Industrienationen auch im chinesischen Außenhandel spürbar wurde, was sukzessive auf die Einschätzungen sowohl der chinesischen Industrie-Unternehmen als auch der privaten Haushalte durchschlug. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Unterauslastung konnte die Zentralbank somit den im globalen Quervergleich weit unterdurchschnittlichen Preisdruck nutzen, um den Restriktionsgrad der Geldpolitik weiter zu lockern, darunter zuletzt auch wieder Zinssenkungen, sowie die gezielte Stützung des Immobiliensektors, um die Ausweitung der Immobilienkrise zu begrenzen.

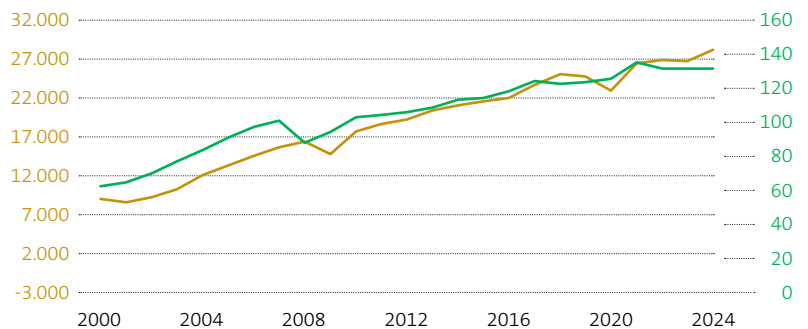
Jenseits der chinesischen Entwicklung waren es bei genauerer Betrachtung aber vor allem temporäre externe Faktoren, die das Wachstum in China und der asiatisch-pazifischen Region insgesamt gedämpft haben. Ein signifikanter Lagerabbau sowie die Effekte der Zinserhöhungen auf den internationalen und regionalen Handel haben das Wachstum erheblich gebremst: Im Kern wurden hier die Bremsspuren der geldpolitischen Reaktion bzw. der resultierenden wirtschaftlichen Entwicklung in den Industrienationen spürbar. Gleichwohl bleiben die binnenwirtschaftlichen Triebkräfte Asiens aufgrund der hohen autonomen Komponenten im Rahmen des strukturell angelegten Aufholprozesses intakt – es ist solchermassen wahrscheinlich, dass insbesondere die global getriebene Schwäche in der Industrie diesen Prozess lediglich verzögert bzw. dämpfend überlagert hat. Strukturell bleibt die Dynamik in den meisten Volkswirtschaften der Region hingegen weiter klar aufwärtsgerichtet, vor allem Indien verzeichnet eine ungebrochen dynamische wirtschaftliche Entwicklung: Während große Teile des Landes noch im Status eines Entwicklungslandes verharren, entsteht spürbar ein rasant wachsendes „Neues Indien“, bestehend aus Hightech-Sektoren, was das Wachstum zukünftig enorm antreiben wird: Das Potenzialwachstum dürfte im nächsten Jahr auf rund 6,5 % ansteigen und liegt damit mittlerweile sogar noch erheblich über dem Chinas.

In vielen Emerging Markets Asiens haben sich die Anzeichen einer konjunkturellen Bodenbildung in der Tat weiter akzentuiert, auch da die jeweiligen Notenbanken die Zinsen bereits wieder senken konnten. Mit Blick auf die starke Unterauslastung in China sowie den geringeren arbeitsmarktgetriebenen Preisdruck ist die Region den Industrieländern, was die Disinflation anbelangt, einen Schritt voraus. Bei der Einschätzung der Risiken darf man ferner nicht übersehen, dass China im Kern eine immer noch staatlich gelenkte Wirtschaft ist, wo marktwirtschaftliche Prinzipien letztlich zurückstehen müssen. So ist das Finanzwesen unverändert sehr stark staatlich gesteuert, können Schulden per Verordnung umgeschuldet und/oder gar ganz gestrichen werden. Insofern ist davon auszugehen, dass die Krise am Immobilienmarkt beherrschbar bleibt, wenn sie auch zumindest bis auf Weiteres dämpfend wirken dürfte. In China bleibt das Wachstumsziel der Regierung von 5 % in diesem Jahr trotz der geringen konjunkturellen Dynamik somit voraussichtlich

ASIENS HANDEL IST WESENTLICH RESILIENTER

GLOBALES UND ASIATISCHES HANDELSVOLUMEN IM VERGLEICH

IN INDEXPUNKTEN



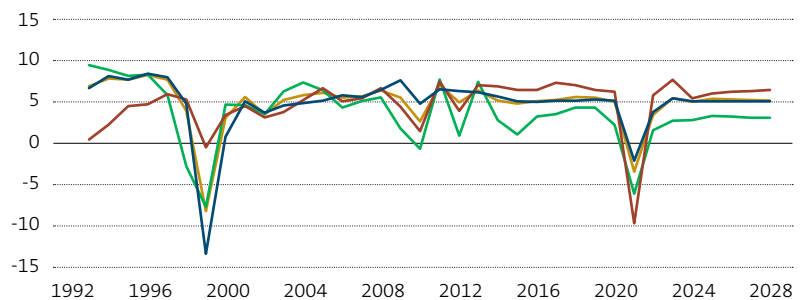
■ Asien
■ Welt

Quellen: Bloomberg, Weltbank, NATIONAL-BANK.

DAS WACHSTUMSTEMPO IN ASIEN BLEIBT MEIST UNGEBROCHEN

WACHSTUMSRATEN DES BRUTTOINLANDSPRODUKTES DER ASEAN-STAAATEN IM VERGLEICH

IN %



■ ASEAN insgesamt
■ Thailand
■ Philippinen
■ Indonesien

Quellen: Bloomberg, IWF, NATIONAL-BANK.

erreichbar. Bei sich verdichtenden Anzeichen einer Festigung des internationalen Handels gerade im asiatisch-pazifischen Raum ist unverändert davon auszugehen, dass sich die konjunkturelle Dynamik in Asien ab der Jahreswende wieder spürbar festigt. Das Wachstum in der Region wird im Jahr 2023 voraussichtlich 5,2 Prozent betragen, es dürfte sich dann allerdings im kommenden Jahr auf 4,9 Prozent abschwächen. Allein China und Indien werden dabei voraussichtlich gemeinsam etwa die Hälfte des weltweiten Wachstums beisteuern: Asien bleibt die Rückversicherung der Weltwirtschaft.

EUROPA: STRUKTURSCHWÄCHEN WIEGEN IMMER SCHWERER

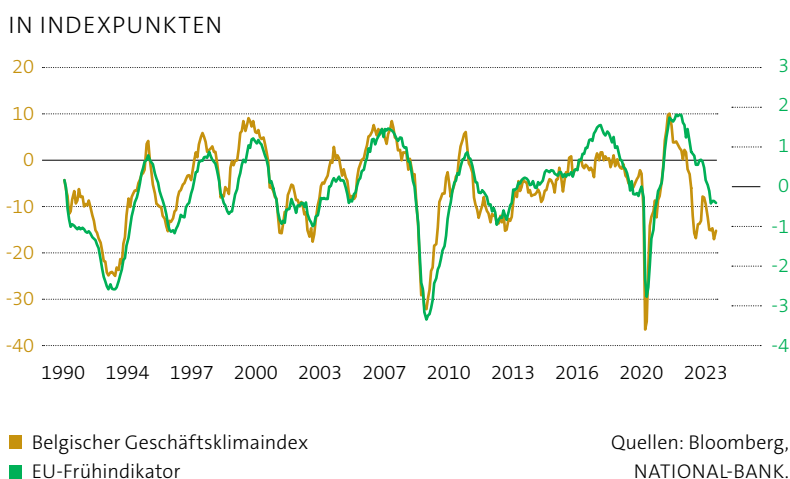
Die Wirtschaft des Euroraumes hat sich angesichts der Vielzahl der geoökonomischen Schocks in den Jahren seit dem Abklingen der Pandemie relativ resilient gezeigt. Dieses konjunkturelle Verlaufsmuster dürfte auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein, eine zentrale Rolle dürfte hierbei vor allem der hohe postpandemische Nachholbedarf gespielt haben. Zwar wächst die Eurozone seit der Jahresmitte 2020 kontinuierlich, im Vergleich zu anderen Ländern und Regionen fiel die Erholung nach dem coronabedingten Einbruch aber doch sehr verhalten aus: Drei Jahre nach Ausbruch der Pandemie ist zu konstatieren, dass die europäischen Länder anders als das Gros der Industrienationen das Produktionsniveau des Vorkrisenjahres 2019 kaum überschritten haben und somit deutlich hinter dem vormaligen Wachstumstrend zurückbleiben. Dies dürfte einerseits auf den Wirkungskomplex um den Ukraine-Krieg in Form des dramatischen Anstiegs der Erdgas- und Elektrizitätspreise und der daraus resultierenden Verunsicherung von Verbrauchern und Unternehmen zurückgehen. Andererseits passt dies jedoch auch zu dem Muster, dass die Eurozone quasi nach jeder größeren Krise einen flacheren Expansionspfad aufweist und im internationalen Vergleich weiter zurückfällt.

Im Ergebnis ist die Resilienz auch Ausfluss des Umstandes, dass Krisen aufgrund der höheren staatlichen Interventionen insgesamt langsamer und flacher verlaufen, dafür aber – quasi als Hypothek für die zukünftige Dynamik – länger nachwirken. Wesentliche Determinante dieser geringeren – preislichen – Elastizität ist hierbei auch, dass

Anpassungen auf den europäischen Arbeitsmärkten aufgrund der allseits höheren Regulierung langsamer ablaufen, sodass die Stabilität des privaten Konsums zunächst höher ist. Kurzfristig stabilisiert die inhärente Trägheit der Arbeitsmärkte somit den Ausblick – sofern sich der reale Kaufkraftverlust im Rahmen rückläufiger Inflationsraten allmählich reduziert, sind diesbezüglich sogar zusätzliche Impulse vom privaten Konsum zu erwarten. Längerfristig ist eine geringere Preiselastizität aber zumindest potenziell immer auch eine Hypothek, was vor allem an der niedrigen Produktivität in den meisten Ländern der Eurozone sichtbar wird. Die große Frage ist damit insgesamt, welches konjunkturelle Momentum resultiert, wenn die Dynamik der Post-Covid-Erholung ausläuft und der eigentlich unterliegende Trendpfad sichtbar wird.

Die obigen Überlegungen lassen sich gut anhand der Entwicklung des Auftragseinganges nachzeichnen: Über weite Strecken konnten die deutschen und europäischen Unternehmen noch über einen relativ hohen Auftragsbestand verfügen, welcher insbesondere noch dem pandemiebedingten Nachfrageüberhang geschuldet war. Ab der Jahresmitte 2021, vor allem aber nach dem Einsetzen des Ukraine-Krieges schwächte sich der Orderfluss jedoch immer weiter ab, schließlich kam die Vergabe neuer Aufträge zum Herbst nahezu gänzlich zum Erliegen. Das Auftragspolster der Industrie schrumpfte folglich bis zuletzt immer weiter zusammen. Nimmt kriegsbedingt (vgl. nächster Abschnitt) nunmehr auch noch das deutsche Exportmodell nachhaltigeren Schaden, könnten die gesamteuropäischen Zahlen zukünftig womöglich noch deutlich schwächer ausfallen. In der Währungsunion speisen sich etwa die Leistungsbilanzüberschüsse der Union – und damit maßgebliche Wachstumsimpulse für Gesamteuropa – zu einem Großteil aus den deutschen Exportüberschüssen. Zumindest bis dato stützt auch die Entwicklung der maßgeblichen Frühindikatoren den Eindruck einer immer fragileren Gesamtkonstellation: Die Perspektiven für die Eurozone bleiben extrem schwach, viele Frühindikatoren zeichnen persistent ein immer düstereres Konjunkturbild. Diese Stimmungslage muss vor dem Hintergrund des Umstandes gesehen werden, dass die Abweichung vom Trendpfad erheblich ist, sodass das Bild bei den Frühindikatoren eigentlich von einer sehr dynamischen „Aufholjagd“ geprägt sein sollte. Insofern ist es zunehmend wahrscheinlich, dass die europäischen Wachstumskräfte zumindest b. a. W. womöglich für längere Zeit annähernd zum Erliegen kommen.

IN EUROPA IST KEINE KONJUNKTURELLE GEGENBEWEGUNG IN SICHT FRÜHINDIKATOR FÜR DIE EUROZONE, BELGISCHER GESCHÄFTSKLIMAINDEX



”

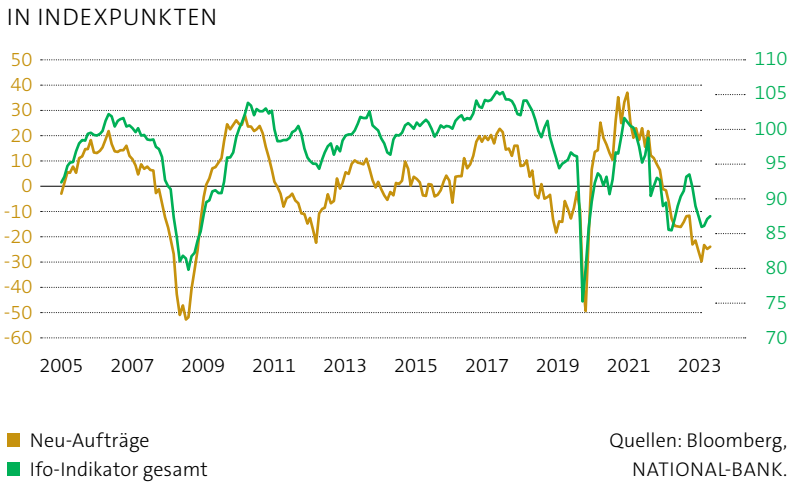
Über weite Strecken konnten die deutschen und europäischen Unternehmen noch über einen relativ hohen Auftragsbestand verfügen.



Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Wirtschaftsforschungsinstitute sind im Kern stark von der Mittelwertkonvergenz geprägt. Hier bewirkt vor allem der spürbare Rückgang der Verbraucherpreisinflation in Kombination mit der weiterhin robusten Lage auf dem Arbeitsmarkt sukzessive höhere Reallöhne, die den Konsum der privaten Haushalte perspektivisch immer spürbarer stützen. Für das laufende Jahr erwarten die Institute einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 0,6 %, im Jahr 2024 könnte der Zuwachs dann um 1,1 % liegen. Eine solche Entwicklung ist si-

cherlich gut möglich, mit Blick auf die Daten aber zunehmend unwahrscheinlich, da die Gegenbewegung beim Auftragseingang bislang annähernd zur Gänze ausblieb. Zusammengenommen ist zumindest bis dato nicht erkennbar, dass die gesamtwirtschaftliche Dynamik im kommenden Jahr signifikant oberhalb des ausgehenden Jahres 2023 liegen wird, dementsprechend halten wir auf Basis unserer Simulationen Expansionsraten um 0,2 % für realistischer – materiell bleibt es zumindest b. a. W. im Kern bei einer Stagnation in Europa.

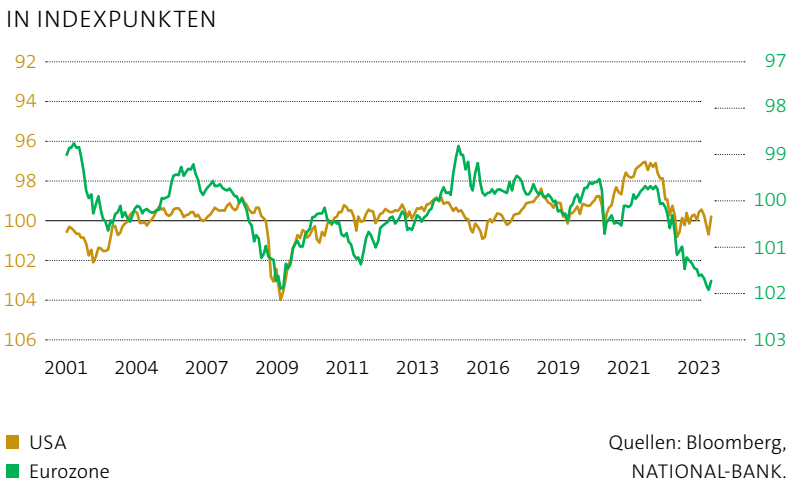
IFO-INDIKATOREN AUF REZESSIONSNIVEAU – DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT GEHEN PERSPEKTIVISCH DIE AUFTRÄGE AUS
 IFO-FRÜHINDIKATOR FÜR GESAMTDEUTSCHLAND UND FÜR DIE AUFTRAGSEINGÄNGE



DEUTSCHLAND UND NRW: AUCH WEITERHIN IM REZESSIONSBEREICH

In Deutschland ist die Lage mittlerweile durchaus kritisch zu sehen. Vor dem Hintergrund der massiven Verunsicherungen durch die Energiewende und den erheblichen strukturellen Problemen könnte die zyklische Erholung der deutschen Leitökonomie im kommenden Jahr erheblich schwächer ausfallen als sonst üblich bzw. vielfach noch erwartet. Mit Blick auf die tiefgreifenden Umwälzungen der geoökonomischen Rahmenbedingungen wird insbesondere seit dem kriegsbedingten Energiepreisschock u. E. vollkommen zu Recht vermehrt die Frage diskutiert, ob und in welchem Maße der deutschen Industrie insbesondere aufgrund der Spezifika des deutschen Wirtschaftsmodells gar eine „Deindustrialisierung“ droht. In der Tat unterzieht der Energiepreisanstieg das Erfolgsmodell der deutschen Leitökonomie zumindest einem massiven Stresstest: Deutschland ist durch eine einzigartige vertikal integrierte industrielle Wertschöpfungskette geprägt, die sich im globalen Wettbewerb besonders bewährt hat und womit bislang viele Standortnachteile kompensiert werden konnten. Sie reicht von den energieintensiven Grundstoffindustrien bis hin zu komplexen Investitionsgütern, sodass die gesamte Wertschöpfungskette derzeit besonders exponiert ist.

ABKOPPLUNG DER FRÜHINDIKATOREN – DIE EUROPÄER VERLIEREN DEN KONJUNKTURELLEN ANSCHLUSS
 HAUPTKOMPONENTEN DER MASSGEBLICHEN FRÜHINDIKATOREN, USA UND EUROZONE IM VERGLEICH



Der empirische Befund für die konjunkturellen Perspektiven für Deutschland verweist nun in der Tat darauf, dass die kumulierten Effekte im Umfeld der Verschlechterung der geoökonomischen Rahmenbedingungen die wirtschaftliche Entwicklung seit dem Sommer 2022 massiv belastet – und zwar bis heute. Unsere Analysen und Simulationen verweisen dabei darauf, dass sich der unterliegende Trend der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland bereits seit dem Herbst 2022 kontinuierlich im Kontraktions-

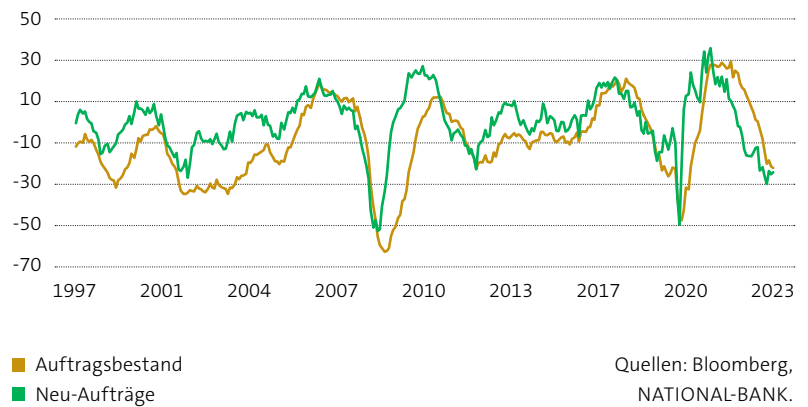
bereich befindet – obgleich sie bislang durch den hohen Auftragsbestand vom eigentlich unterliegenden konjunkturellen Trend abgeschirmt wurde. Wie groß und nachhaltig der Strukturbruch beim deutschen Orderfluss derzeit ist, wird auch anhand der Störung des Zusammenklangs der transatlantischen Konjunkturzyklen deutlich, wo seit der Jahresmitte 2022 eine persistente Abkopplung der europäischen von der US-amerikanischen Dynamik zu konstatieren ist. Dieses Zeitprofil verweist auch darauf, dass es tatsächlich der Wirkungskomplex von geopolitisch bedingter hoher Unsicherheit vor Ort in Kombination mit höheren Energiepreisen ist, der auf die deutsche und europäische Konjunktur unmittelbar fortwirkt. Besorgniserregend ist u. E. vor allem, dass hier trotz der Aufhellung der globalen Perspektiven zumindest bis dato quasi keinerlei Gegenkräfte sichtbar sind: Bleibt es, wie es ist, gehen der deutschen Industrie allmählich die Aufträge aus.

Diese schwache gesamtdeutsche Indikation spiegelt sich naturgemäß auch in den Ifo-Stimmungsumfragen für Nordrhein-Westfalen wider: Anders als im Jahre 2022 haben sich dieses Mal nicht nur die Erwartungen eingetrübt, spürten die Unternehmen die sich abschwächende Konjunktur nun auch bereits in ihrem laufenden Geschäft. So war das NRW.BANK.ifo-Geschäftsklima zum Herbst abermals deutlichst gefallen, der Indikator rutschte erstmals seit Februar 2021 in den negativen Bereich. Mit Blick auf die einzelnen Sektoren hatte sich das Klima selbst im Dienstleistungssektor erheblich abgekühlt, der sich zunächst noch resilient gezeigt hatte. Die Industriefirmen berichten über immer weniger Aufträge, weshalb die Produktion bereits gedrosselt wurde. Zum Schlussquartal des Jahres konnte dann zwar eine leichte Aufwärtstendenz verzeichnet werden, das erwartungsgemäß auch für die Firmen an Rhein und Ruhr vor allem auf die etwas besseren Geschäftserwartungen in der Industrie zurückging. Gleichwohl verwies der Datenkranz auf Bundesebene auch weiterhin auf eine signifikante strukturelle Verschlechterung der Perspektiven. Bis dato gehen die Projektionen der deutschen Institute noch von einer spürbaren Belebung der deutschen Wirtschaft aus, der Spannungsbogen etwa zu den Bloomberg-Konsensus-Prognosen ist aber ungewöhnlich groß. Im Kern dürfte es zukünftig insbesondere darauf ankommen, ob sich die Schwäche in der Industrie fortsetzt und wie groß der strukturelle Schaden letztlich sein wird. Dies kann derzeit noch nicht beurteilt werden, alles in allem haben die Daten aber zumindest bislang unsere eher konservativen Projektionen

KONJUNKTURAUSBLICK IMMER DÜSTERER – DIE AUFTRAGSLAGE WIRD ALLMÄHLICH KRITISCH

IFO-FRÜHINDIKATOR FÜR DEN AUFTRAGSBESTAND UND FÜR DIE AUFTRAGSEINGÄNGE

IN INDEXPUNKTEN



gestützt. So erwarten wir fast unverändert, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr in Gesamtdeutschland weiter kontrahieren wird (0,5%). Für den Durchschnitt von 2024 rechnen wir abermals mit einer Kontraktion um 0,3%, ebenfalls deutlich unterhalb des Konsensus.

Die Wirtschaft Nordrhein-Westfalens wurde im vergangenen Jahr durch die stark gestiegenen Energiepreise sogar noch deutlich stärker belastet als die deutsche Wirtschaft insgesamt. Der erhebliche Abstand zur Bundesentwicklung ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Wertschöpfung im produzierenden Gewerbe deutlich stärker zurückgegangen ist als im Bund. Hierin schlägt sich vor allem die größere Bedeutung der energieintensiven Wirtschaftszweige Chemie und Metallerzeugung für NRW nieder. Zudem erholten sich die Dienstleistungen in NRW weniger stark als im Bundesdurchschnitt, was vor allem auf die Entwicklung der Unternehmensdienstleistungen zurückgeht, die in NRW aufgrund der sektoralen Spezifika schwächer zugelegt haben als im Bund insgesamt. Auf Basis der jüngsten VGR-Daten der Länder dürfte der NRW-Wachstumspfad im laufenden und im kommenden Jahr rund 0,2 bzw. 0,4 Prozentpunkte unterhalb des Bundestrends liegen: Für das Jahr 2023 ist für NRW folglich eine BIP-Kontraktion von 0,7% realistisch, das kommende Jahr sollte dann abermals eine Kontraktion von 0,7% für die Wirtschaft in NRW mit sich bringen.

An aerial night photograph of a city, showing a dense network of lights and a prominent, brightly illuminated path or road that winds through the urban landscape. The city lights are concentrated in the lower half of the frame, while the upper half shows a more sparsely lit area, possibly a park or a less developed part of the city. The overall color palette is dominated by dark blues and purples, with the city lights providing a warm, golden glow.

GEPOLITISCHE EINFLUSSFAKTOREN

2024 – DAS VIELLEICHT BEDEUTSAMSTE WAHLJAHR IN DEN USA SEIT 1945

Am 05. November 2024 wird in den USA ein neuer Präsident gewählt. Zudem stehen alle 435 Sitze der ersten Kammer des US-Kongresses, des Repräsentantenhauses, zur Wahl und sind neu zu besetzen. Hinzu kommt die Wahl eines Drittels (derzeit 34) der 100 Senatoren der zweiten Kongresskammer, des US-Senats. Das politische System der USA basiert auf einem politisch austarierten „Mit- und Gegeneinander“ des Weißen Hauses auf der einen und des US-Kongresses auf der anderen Seite. Anders als in absolutistischen, autokratisch oder gar diktatorisch geführten Regierungsformen soll in den USA kein politischer Akteur so einfach tun dürfen, was er oder sie will, sondern ist allein im Wege des demokratischen Verhandeln und der Kompromisserzielung mit den übrigen Akteuren in der Lage, die jeweilig verfolgten politischen Vorstellungen und Ziele zu verwirklichen.

Im Laufe der nun bald 250 Jahre währenden Geschichte der USA wurde dieses Prinzip nie in Zweifel gezogen. Wie erbittert auch immer eine politische Streitigkeit zwischen den Akteuren ausgetragen wurde, „am Ende des Tages“ siegte stets ein übergreifender Gemeinsinn der Kontrahenten, der Kompromisslösungen ermöglichte. Ein in solchen Situationen oft zu hörendes und versöhnlich stimmendes „After all, we’re all Americans!“ und das geflügelte politische Wort vom „Reaching out across the Aisle“ (gemeint ist die Trennlinie zwischen den Sitzreihen der politischen Parteien in den Kongresskammern) kennzeichnen diesen übergreifenden politischen Gemeinsinn.

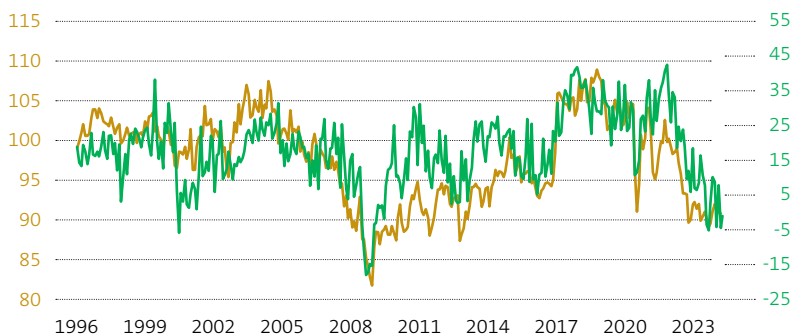
”

After all, we’re all
Americans!

DIE STIMMUNG VON „CORPORATE AMERICA“ KÜHLT SICH WEITER AB – BLEIBT ABER RESILIENT

STIMMUNGSINDIKATOR DER US-MITTELSTANDSVEREINIGUNG,
INDIKATOR DER US-FEDERAL RESERVE FÜR KLEINERE UND
MITTLERE UNTERNEHMEN

IN INDEXPUNKTEN



■ Umfrage US-Mittelstandsvereinigung

■ Fed-Indikator kleine und mittlere Unternehmen

Quellen: Bloomberg,
NATIONAL-BANK.

Die Rolle und die Wirkmächtigkeit dieses übergreifenden politischen Gemeinsinns erfahren seit mittlerweile vielen Jahren eine sich noch immer weiter verstärkende Abschwächung. Diese Veränderung ist von grundlegender Art und lässt sich in ihren Anfängen in etwa bis zum Fall der Berliner Mauer 1989 und dem sich wenig später anschließenden Kollaps der Sowjetunion 1991 zurückverfolgen. Mit dem daraus folgenden Ende der Nachkriegszeit und dem Ende des Kalten Krieges erlebte das US-amerikanische politische, gesellschaftliche und wirtschaftliche System einen Triumph von historischer Größenordnung: Die „einzig verbliebene Weltmacht“ sah sich keinem ebenbürtigen geopolitischen Konkurrenten oder Gegner mehr gegenüber. Nach unserer Auffassung ist es kein Zufall, dass sich vor dem Hintergrund dieser neuen „Aufbruchsstimmung“ in den USA während der frühen 1990er-Jahre das immerwährende politische Ringen zwischen Demokratischer und Republikanischer Partei zusehends intensiviert und, wichtiger noch, dabei zunehmende Unversöhnlichkeit und abnehmende Kompromissfähigkeit zu beobachten waren: Wo ein Land sich (subjektiv) keiner Außenbedrohung (mehr) gegenüber sieht, da entsteht Spielraum und Gelegenheit für seine politischen Akteure, sich ihren (vielleicht seit Langem unterdrückten) Meinungsgegensätzen untereinander zuzuwenden und diese zunehmend offen auszutragen.

Während der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre wandelte sich das politische Miteinander von Republikanischer und Demokratischer Partei in ein immer unversöhnlicher ausgetragenes ideologiegeprägtes Gegeneinander; offene persönliche Angriffe der Akteure aufeinander (oftmals nicht frei von Hass) wurden häufiger und das rücksichtslose Verfechten der eigenen parteipolitischen Agenda (egal zu welchen und zu wessen Kosten) näherte sich dem Regelfall an. Einzig der islamistisch motivierte Angriff auf die USA vom 11.09.2001 und die auf ihn folgenden Jahre des militärischen wie zivilen Engagements der USA in Asien wie dem Nahen Osten während des ersten Jahrzehnts im neuen Jahrtausend bewirkten während dieser Zeit eine Eindämmung der vertieften „Great Political Divide“ zwischen Republikanern und Demokraten, die jedoch nicht lange währte.

Im Jahr 2008 erschütterte die große Finanzkrise von den USA ausgehend die gesamte Welt und mit Barack Obama trat 2009 der erste farbige US-Präsident in der Geschichte der USA sein Amt an. Noch im selben Jahr formierte sich in den USA die zunächst libertäre, dann zunehmend rechtspopulistische Protestbewegung „Tea Party Movement“, die sich auf die Boston Tea Party von 1773 bezog, dem Anfang der Amerikanischen Revolution gegen das seinerzeitige britische Mutterland. Während des Zeitraums von 2010 bis 2016 verstärkte sich die von Anfang an aggressive Rhetorik der Tea-Party-Bewegung weiter. Eine zunehmende (personelle wie sachliche) Verquickung der Ursprungsanliegen der Tea-Party-Plattform mit rechtspopulistischen und rechtsextremistischen Sphären und Inhalten wurde offenbar. Etwa bis zur Mitte der 2010er-Jahre war es der Tea Party weitgehend gelungen, wesentliche Kernanliegen vom „rechten Rand“ der Republikanischen Partei in deren Mitte („Mainstream“) zu verrücken. Die Wahl Donald Trumps dann im Herbst 2016 verkörperte den Erfolg dieser Bewegung sowohl personell als auch inhaltlich.

Während dessen Amtszeit als US-Präsident von 2016 bis 2020 fielen die letzten Tabus im politischen Umgang miteinander. Ohne dass dies immer explizit ausgesprochen wurde, erfolgte dennoch eine stille Mutation des „politischen Gegners“ zum „politischen (Erz-)Feind“, der nicht zu „bekämpfen“, sondern (gleichsam zur Rechtfertigung eines prinzipiellen politischen Existenzkampfes) nur zu „vernichten“ sei. Welche schrecklichen Folgen diese ideologische Aufladung nach sich zog, das ließ sich am 06. Januar 2021 erfahren: Erstmals in der Geschichte des Mutterlands der modernen Demokratie attackierte ein ge-

walttätiger Mob das US-Kapitol mit dem Ziel, das Ergebnis der Präsidentschaftswahlen von 2020 umzukehren: Nicht der Wahlsieger Joe Biden sollte zum Präsidenten ernannt werden, sondern „die Straße“ (vermeintlich „das wahre Amerika“) wollte die Ernennung des unterlegenen Ex-Präsidenten Donald Trump zum neuen Präsidenten gewaltsam erzwingen. Entsetzen darüber wie Unverständnis sind bis heute allgegenwärtig.

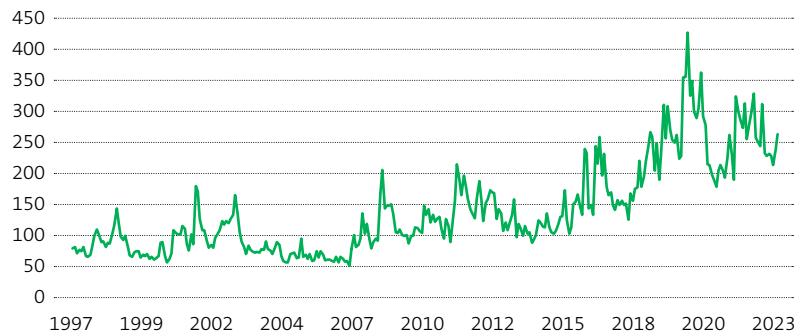
Die vorstehenden Entwicklungen liefern die Begründung dafür, warum wir das anstehende US-Wahljahr für ein „Schicksalsjahr“ halten, dessen Wahlergebnisse ebenso weitreichende wie vielfältige Einflüsse für die globale Politik haben werden. Am Ende des Tages stellt sich aus Sicht der Welt die bange Frage: „Haben die USA noch den Willen und die Kraft, die ‚Pax Americana‘ als Ergebnis des Zweiten Weltkrieges aufrechtzuerhalten?“ Oder muss sich die Welt künftig auf einen Staat USA einstellen, der der globalen Führung, ihren Aufgaben, Anstrengungen und Herausforderungen zusehends überdrüssig wird und der den Versuchungen der „Splendid Isolation“ zu erliegen beginnt, die schon den sinkenden Stern des Britischen Kolonialreiches ab dem späten 19. Jahrhundert kennzeichnete? Und was bedeutete das für den Rest der Welt?

In der gegenwärtigen innenpolitischen Ausgangssituation verortet sich das „Camp ‚Splendid Isolation‘“ im Schwerpunkt bei der Republikanischen Partei und ihrem Spitzenpersonal. „Camp ‚Pax Americana‘“ ist vor allem durch eine relative Mehrheit bei der Demokratischen Partei und der Regierung von US-Präsident Joe Biden repräsentiert. Unser Kernszenario für das Wahljahr 2024 ist, dass es zum erneuten Duell zwischen Joe Biden und Donald Trump kommen wird. Wir vermuten, dass trotz aller Vorbehalte der Wahlgewinner in diesem Szenario vermutlich Joe Biden heißen würde. Mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit werden eines oder mehrere der vier gegen Donald Trump angestregten Gerichtsverfahren während des Wahljahres 2024 entschieden werden. Sollte es zu Schuldsprüchen oder gar Verhängung von Gefängnisstrafen kommen (nach bisheriger Aufarbeitung des „6. Januar“ nicht unwahrscheinlich), dann wäre es völlig ungewiss, ob Donald Trump seine Kandidatur dennoch würde fortsetzen können. Zudem wird die (maßgeblich durch Donald Trump motivierte) Obstruktionspolitik im US-Repräsentantenhaus mit ihren negativen innen- wie außenpolitischen Wirkungen vermutlich mehrheitlich dem Ex-Präsidenten und Herausforderer angelastet werden. Auf der anderen Seite kann US-Präsident Joe Biden auf eine im

STRUKTURELLE ZUNAHME DER GEOPOLITISCHEN RISIKEN IM LETZTEN JAHRZEHNT

GLOBALER UNSICHERHEITSINDEX

IN INDEXPUNKTEN



Quellen: Bloomberg, Economic Policy Uncertainty Group, NATIONAL-BANK.

Herbst 2023 ungebrochen positive Wirtschaftslage und eine niedrige Arbeitslosigkeit verweisen. Vor allem die wirkmächtigen Konjunkturimpulse des „Inflation Reduction Act“ gehen auf die Politik des Amtsinhabers zurück. Hier drohte Joe Biden allenfalls dann Gefahr, sollten die USA während des Wahljahres 2024 in eine Rezession fallen, worauf im Herbst 2023 wenig hindeutet.

Aus den US-Wahlergebnissen des Jahres 2024 erwachsen mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit höchst bedeutsame geopolitische Entwicklungen, von denen zahlreiche einen potenziell „weichenstellenden“ Charakter tragen. Ein Land USA, das seine Weltmacht- und Führungsrolle aktiv annimmt und ausübt, kann und wird durch sein Verhalten maßgeblich darüber (mit-)entscheiden, ob im Falle des Ukraine-Krieges der russische Aggressor für sein Handeln belohnt und auch ob derselbe Aggressor nicht möglicherweise zu kriegerischen Angriffen auf weitere Nationen eingeladen würde. Eine energische Stützung, Stärkung und Aufrechterhaltung der NATO wäre gewiss eine notwendige Voraussetzung zur Einhegung von russischem Imperialismus – und baute russischer und jedweder sonstigen Versuchung vor, Verteidigungswillen und -fähigkeit des Bündnisses ernsthaft zu „testen“ (z. B. durch Angriff von NATO-Territorium). Ein Land USA, das seine Weltmacht- und Führungsrolle glaubhaft lebt, wird sein Handeln und Auftreten auf die wirkungsvolle Einhegung von Autokratien und Diktaturen (VR China, Nordkorea u. a. m.) richten und danach trachten, die Rolle der USA (wie die des kollektiven Westens) im gesamten pazifischen Raum gegen deren Infragestellung zu verteidigen.

SPLENDID ISOLATION

„Wunderbare Isolation“ ist die Vergegenwärtigung und die Nutzung der geografischen Insellage des Vereinigten Königreichs in dessen Außenpolitik im späten 19. Jahrhundert bis zum Beginn des Ersten Weltkriegs mit dem Hauptziel der Aufrechterhaltung des europäischen Mächtegleichgewichts.

PAX AMERICANA

Die Pax Americana bezeichnet die Befriedung der internationalen Politik durch die regionale und auch globale absolute Übermacht der USA insbesondere in der Zeit nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges.

Ein solches Land USA wird auch die Rolle des US-Dollar als Weltwährung und Institutionen wie die Weltbank und den Weltwährungsfonds in ihrer globalen Bedeutsamkeit verteidigen und aktiv moderieren, um sich ändernden Bedürfnissen und Gegebenheiten in vielen Ländern rund um die Welt Rechnung zu tragen. Ein solches Land USA würde schließlich nicht darin nachlassen, aggressiven Akteuren in Nahost und anderswo weiterhin entgegenzutreten, um das Ausweiten kriegerischer Konflikte einzuhegen. Kurz gesagt, ein solches Land USA würde weit über ihr eigenes Territorium hinaus das globale Ringen zwischen Diktatur und Autokratie auf der einen Seite und westlich geprägter Demokratie auf der anderen Seite nicht scheuen, sondern mit Überzeugungskraft und Entschlossenheit führen.

Eine sich im Sinne einer Zeitenwende der „Splendid Isolation“ hingebende USA könnte hingegen das Schicksal der kriegsüberzogenen Ukraine zugunsten des Aggressors entscheiden. Ein in den USA mehrheitlich geteilter Ruf „America First!“ könnte sich als fataler Weckruf an alle Diktatoren der Welt herausstellen, ihre Ziele mit zunehmender Direktheit und Aggressivität gegen vorhandene Widerstände durchzusetzen. Eine NATO, die das Bild böte, die bedingungslose Unterstützung ihres bedeutsamsten Mitglieds verloren zu haben, würde mit hoher Wahrscheinlichkeit signalisieren, dass die prinzipielle Möglichkeit von Kriegen in Europa (und darüber hinaus) neu gegeben wäre. Ein sich zusehends isolationistisch verhaltendes Land USA signalisierte zudem der VR China „freie politische Bahn“ in Asien, die eigene politische wie wirtschaftliche Dominanz voranzutreiben, mit möglicherweise fatalen Folgen für die Zukunft Taiwans, zahlreicher Anrainerstaaten und des gesamten asiatisch-pazifischen Raums. Und sich global zurückziehende USA würden auch im nächstlichen Raum dessen Instabilität verstärken und dessen aggressive Akteure zu Konfliktausweitungen ermutigen. Schließlich würde eine sich selbst genügende USA zuerst an wirtschaftlichen Potenzialen und schließlich an Gestaltungsmacht und wirtschaftlicher Strahlkraft verlieren, mit allen globalen Folgen. Kurz gesagt, „America First!“ könnte den Anfang bilden hin zur Entwicklung einer Welt, in der Stabilität, Prosperität und sogar Rechtsstaatlichkeit einmal schmerzlich vermisst werden könnten.

DECOUPLING
Entflechtung von
Wirtschaftsbeziehungen
zwischen zwei
oder mehreren
Wirtschaftssubjekten.

USA UND CHINA: WETTBEWERB IM ZEICHEN GEGENSEITIGER INTERDEPENDENZ

Die einstige Hoffnung einer deutlichen Verbesserung der US-amerikanischen und chinesischen Beziehungen nach den belasteten Trump-Jahren hat sich nicht materialisiert. Vielmehr zeichnet sich das gegenseitige Verhältnis mittlerweile durch ein starkes Misstrauen respektive Gegnerschaft aus. Diese erstreckt sich nicht nur auf wirtschaftliche Themen, sondern beinhaltet insbesondere auch diametrale Positionen in geostrategischer bzw. geopolitischer Hinsicht. Dieses Spannungsfeld zeigt sich in einer Art „neuer“ Blockbildung und platziert den liberalen, demokratischen Westen mit den USA und Europa auf der einen Seite und die autoritären Systeme dieser Welt mit China als Speerspitze auf der anderen Seite. Aus diesem Spannungsverhältnis entstehen – insbesondere vor dem Hintergrund des russischen Angriffskrieges in der Ukraine sowie der kriegerischen Handlungen zwischen der palästinensischen Terrorgruppe Hamas und Israel – geopolitische Spannungen, die ihren Widerhall auch in den wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den skizzierten Blöcken haben.

Hinsichtlich der Abkopplung bestimmter Technologie vom chinesischen Markt wird oftmals von einem möglichen „Decoupling“ gesprochen, also der umfassenden Entflechtung von Wirtschaftsbeziehungen zwischen den USA und China. Ein umfassendes „Decoupling“ zwischen den USA und China hätte für beide Seiten jedoch merklich negative Implikationen. So würde es beispielsweise im Technologiesektor zu gravierenden Einschränkungen im grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr kommen. Zudem würde der internationale Güteraustausch signifikant belastet. Sowohl die USA als auch China würden ökonomisch schlechter dastehen als in einem geordneten Miteinander. Trotzdem haben die USA nach den im Oktober des letzten Jahres verankerten Exportbeschränkungen gegenüber China jüngst weitere Restriktionen erlassen. Künftig sollen strengere Regeln für die Ausfuhr von US-Chiptechnologie nach China gelten. Dabei wird der Zugang zu hochmodernen Speicherchips, die speziell für den chinesischen Markt entwickelt wurden, von den USA weiter eingeschränkt. Dies betrifft auch Chip-Lieferungen, die einen ultraschnellen Datenaustausch ermöglichen. Solche Hochleistungs- sowie Supercomputer werden insbesondere zur Entwicklung von künstlicher Intelligenz benötigt.



Supercomputer werden insbesondere zur Entwicklung von künstlicher Intelligenz benötigt. Gerade Letztere sind für die weitere Entwicklung der staatlichen Militär- und Überwachungsprogramme von herausragender Bedeutung.



Gerade Letztere sind für die weitere Entwicklung der staatlichen Militär- und Überwachungsprogramme von herausragender Bedeutung. Die US-Regierung will mit diesen Handelsbeschränkungen verhindern, dass China Zugang zu amerikanischer Spitzentechnologie mit Nutzen insbesondere für den militärischen Sektor erhält. Aufgrund der in China verbindlichen „Military-Civil Fusion“-Doktrin, wonach alle Privatunternehmen gezwungen sind, technologische Innovationen mit dem Militär zu teilen, sind die Grenzen zwischen dem Privatsektor und dem militärischen Komplex allerdings unscharf, sodass die auferlegten US-Handelsbeschränkungen nicht nur das Militär, sondern auch die Privatwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen könnten.



Wir halten somit insgesamt an unserer These fest, dass beide Kontrahenten insgeheim weiterhin anerkennen, dass es nur „miteinander gegeneinander“ gehen wird, ansonsten wären die wirtschaftlichen Folgen für die beiden größten Volkswirtschaften der Welt – und nicht nur für diese – verheerend.

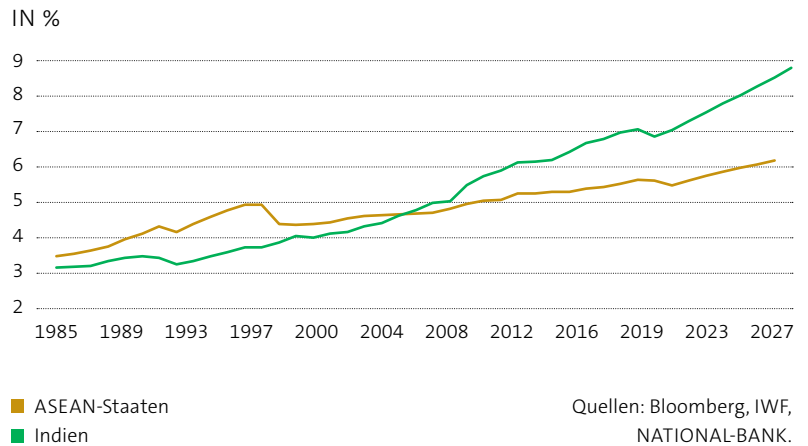
Unter ökonomischen Aspekten agiert China momentan im Gegensatz zu den letzten Jahren allerdings nicht mehr aus einer Position der wirtschaftlichen Stärke, sondern befindet sich in einer wirtschaftlichen Schwächephase. Ursächlich dafür sind insbesondere der darbenende Immobiliensektor sowie der schwächelnde Arbeitsmarkt, vor allem im Hinblick auf die Jugendarbeitslosigkeit. Diese betrug im Juni 2023 21,3 %, was insbesondere auch auf die regierungsseitige Eindämmung des privaten Internet-Sektors in den letzten Jahren zurückzuführen ist. Gerade der Internet-Sektor fungierte in der Vergangenheit als sehr bedeutsame Job-Maschine für Absolventen nach der Universität. Dieser leidet in besonderem Maße unter den Eingriffen der Regierung, die dazu führen, dass das Vertrauen der internationalen Investoren, aber auch der Unternehmerschaft in die chinesische Regierung unter der autoritären Führung von Staatspräsident Xi deutlich gesunken ist. Insgesamt bleibt abzuwarten, inwieweit die Weiterentwicklung und Ausdifferenzierung der chinesischen Gesellschaft mit einem so autoritären Regierungsstil kompatibel bleibt. Ein übergreifendes „Decoupling“ wäre daher für China auch innenpolitisch möglicherweise besonders schädlich, die USA hingegen agieren aus einer Position der wirtschaftlichen Stärke. Dies sollte bei allen – zu meist oberflächlichen politischen – Scharmützeln zwischen beiden Regierungen nicht in den Hintergrund geraten. Die USA könnten sich ein „Decoupling“ eher leisten, die Volksrepublik China wäre davon erheblich stärker betroffen. Wir erwarten folglich auch kein allumgreifendes „Decoupling“, sondern weiterhin punktuelle Beschränkungen, wie sie momentan im Technologiesektor angewendet werden. Diese könnten jedoch erhebliche Auswirkungen auf die Entwicklungsfähigkeit bestimmter Branchen, wie beispielsweise im militärischen Sektor, haben.

Wir halten somit insgesamt an unserer These fest, dass beide Kontrahenten insgeheim weiterhin anerkennen, dass es nur „miteinander gegeneinander“ gehen wird, ansonsten wären die wirtschaftlichen Folgen für die beiden größten Volkswirtschaften der Welt – und nicht nur für diese – verheerend. Gerade die europäische und herausgehoben die deutsche Wirtschaft mit ihren mannigfaltigen Abhängigkeiten in und nach China würde massiv unter einer Isolierung Chinas leiden. Es steht aber auch fest: Sowohl die USA als auch China werden weiterhin mit vollem Einsatz den Ausbau ihrer strategischen Machtpositionierung verfolgen. Es bleibt nur zu hoffen, dass dabei die gegenseitige Zusammenarbeit, gerade in ökonomischer Hinsicht, nicht allzu stark ins Hin-

tertreffen gerät. Das Verhältnis der beiden Supermächte lässt sich mit „Wettbewerb im Zeitalter der Interdependenz“ passend charakterisieren. Die Auswüchse dessen zeigen sich darin, dass einerseits die gegenseitige wirtschaftliche Abhängigkeit als politische Waffe eingesetzt wird, um so den Rivalen unter Druck zu setzen. Andererseits wirkt diese aber auch bremsend im politischen Eifer und führt dazu, dass tief liegende Konflikte, wie insbesondere die Taiwan-Frage, nicht zu einem offenen Konflikt werden. Da die Abhängigkeiten so groß sind, lassen sie sich auch nicht einfach oder vollumfänglich auflösen. Beispielhaft benötigen die USA seltene Erden aus China, genauso wie China Hochleistungschips aus den USA. Auch wenn diese Konstellation den jeweiligen Regierungen nicht gefällt, es lässt sich nur sehr schwerlich und langfristig ändern. Dies ist allerdings in einer Welt voll geopolitischer Unsicherheiten durchaus positiv und für die Weltwirtschaft stabilisierend zu werten.

Die Tatsache, dass die USA und China sich in einer fortwährenden Rivalität und Gegnerschaft befinden, öffnet jedoch Spielräume und Entwicklungsmöglichkeiten für weitere Akteure insbesondere aus dem oftmals als „globalen Süden“ titulierten Raum. Dieser Term umfasst neben dem Schwergewicht Indien vor allem die Schwellenländer aus Lateinamerika, Afrika und im Besonderen aus dem südasiatischen Raum. Herausgehoben Indien, aber auch die ASEAN-Staaten (Indonesien, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam) in ihrer Gesamtheit haben in den letzten Jahren – trotz Corona – eine beeindruckende Entwicklung genommen. Dies stützt unsere These, dass Asien als Wachstumstreiber weiterhin eine sehr gewichtige Rolle spielt, aber die Region nunmehr nicht nur aus China besteht, wie dies langjährig in der öffentlichen Diskussion den Eindruck zu haben schien. Indien profitiert von einem dynamischen Wachstum, das insbesondere durch den Export von Dienstleistungen getragen wird. Hervorzuheben ist diesbezüglich der Export von IT-Dienstleistungen, aber auch die Ausfuhr von Mobiltelefonen, Arzneimittel und Spezialmaschinen nimmt eine bedeutende Rolle ein. Das Land zeichnet sich als fünftgrößte Volkswirtschaft der Welt durch einen hohen Anteil junger Leute aus, die oftmals einen hohen Bildungsstand erreicht haben. Es wird erwartet, dass Indien im Jahr 2030 nahezu ein Zehntel der globalen Wirtschaftsleistung erwirtschaftet. Des Weiteren profitieren die ASEAN-Staaten neben dem globalen Handel sehr stark vom innerasiatischen Handel insbesondere mit China. So haben sich in den letzten Jahren im Fahrwasser von China und Indien vor allem die Volkswirtschaften von Vietnam,

INDIEN UND DIE ASEAN-STAA TEN VOR WEITEREM WACHSTUMSSCHUB ANTEIL AM GLOBALEM BRUTTOINLANDSPRODUKT, INDIEN UND DIE ASEAN-STAA TEN IM VERGLEICH



den Philippinen und vor allem Indonesien sehr dynamisch entwickelt. Der Wachstumsimpuls aus Asien ist folglich breiter und damit auch stabiler geworden. Dies ist für die Weltwirtschaft durchaus als ein positives Signal zu werten – und das nicht nur im kurzfristigen Zeitfenster.

WIRD DIE EU JETZT ENDLICH ERWACHSEN?

Die EU als „Handelsstaat“ wurde für eine weitestgehend befriedete, multilaterale Welt geschaffen, deren tragendes Merkmal ein immer regelbasierterer Interessenausgleich war. Mittlerweile existiert die Welt, für die die EU konzipiert wurde, jedoch nicht mehr: Die Lawine von Krisen, die Europa getroffen hat, im Kern die Schwächung des Multilateralismus, stellt letztlich die Identität der EU infrage: Die geoökonomische Polarisierung zwischen den USA und China und ihren jeweiligen Bündnispartnern und der Rückfall in militärische Auseinandersetzungen im Herzen Europas dürften solchermaßen einen erheblichen Einfluss auf die Funktionsweise der EU haben. Was sollte bzw. wird die EU angesichts des tiefgreifenden Paradigmenwechsels des internationalen Systems also nunmehr tun? Zeichnet sich hier etwa in wesentlichen Politikfeldern mit außen- und sicherheitspolitischer Affinität ab, dass dies der lang ersehnte Katalysator für eine Vertiefung der Integration ist?

Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine hat vor allem die Verwundbarkeit Europas gegenüber militärischer Macht offenbart. Durch dieses sicherheitspolitische Vakuum ist es sehr schnell

HANDELSSTAAT

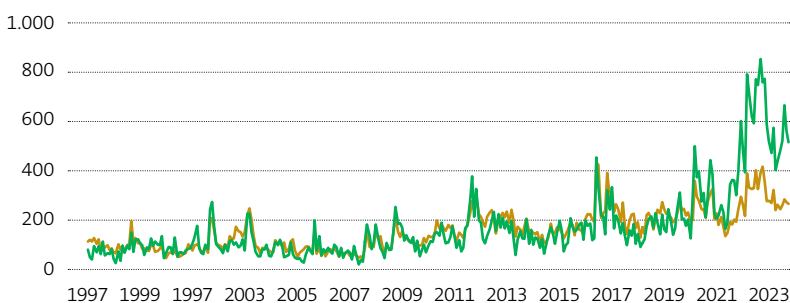
Ein Handelsstaat ist nach Richard Rosecrance (1986) durch drei Grundorientierungen geprägt, nämlich durch die Bereitschaft zum Autonomieverzicht durch Multilateralismus Integration und Kooperation, durch den regelmäßigen Primat der Zielsetzung „Wohlfahrtsoptimierung“ gegenüber anderen Politikzielen und durch eine Präferenz für zivile Strategien und Instrumente bei der Verfolgung seiner Interessen in der internationalen Umwelt.

zu einer Renaissance der transatlantischen Allianz gekommen: Die politische Führungsrolle der USA vor und seit Beginn des russischen Kriegs gegen die Ukraine, die systematische Abstimmung Washingtons mit den Verbündeten und die substanziellen militärischen Beiträge der USA für die Ukraine, im Rahmen der NATO und bilateral, prägen die Reaktion des Westens. Aus der Perspektive der Europäer ist das aktuell starke US-Engagement vor allem deswegen unverzichtbar, weil Washington die politische, konventionelle und nukleare Stärke der NATO garantiert. Das US-Engagement in Europa wird aber letztlich von der außenpolitischen Interessenlage bestimmt. Bereits die Obama-Administration hatte die Europäer stets darauf hingewiesen, dass sie die in den NATO-Verträgen zugesagten Mittel auch liefern und perspektivisch erheblich stärker für ihre Sicherheit sorgen müssten. Auf Dauer dürften die USA ihre Präsenz eher weiter verringern wollen, dies ergibt sich aus der zunehmenden Intensität des Konfliktes mit China sowie dem relativen Abstieg des Landes im globalen Kontext. Gerade wegen der hohen verteidigungspolitischen Abhängigkeit müssen die Europäer daher nunmehr unverzüglich alle Anstrengungen unternehmen, das diesbezügliche Kosten-Nutzen-Kalkül der USA positiv zu beeinflussen. Insbesondere mit Blick auf die kommende US-Wahl liegt es im vitalsten Interesse der EU, die nationalen und kollektiven Verteidigungsanstrengungen schnellstmöglich zu erhöhen; ein Prozess, der sicherlich auf der Gemeinschaftsebene intensivst begleitet und koordiniert werden kann und sollte.

DIE POLITISCHE UNSICHERHEIT BLEIBT VOR ALLEM IN DEUTSCHLAND EXTREM HOCH

UNSICHERHEITSINDEX FÜR DIE EU UND DEUTSCHLAND IM VERGLEICH

IN INDEXPUNKTEN



■ EU
■ Deutschland


Quellen: Bloomberg, Economic Policy Uncertainty Group, NATIONAL-BANK.

Anders als in der Verteidigungspolitik befindet sich die EU in der Handelspolitik auf Augenhöhe mit den führenden Weltmächten. Mit Blick auf geopolitische Erwägungen läge eine Instrumentalisierung des Handels zur Festigung der geopolitischen Position also nahe. Modellstudien an der Uni Kiel zeigen aber sehr drastisch, dass die Instrumentalisierung des Handels für geopolitische Zwecke zumindest in nennenswertem Umfang enorme gesamtwirtschaftliche Kosten aufweisen würde: Grundsätzlich kann eine Abschottung über Zölle und/oder nicht tarifäre Handelshemmnisse etwa die Importabhängigkeit vermindern helfen, dies bedeutet i. d. R. aber auch, dass EU-Produzenten auf die Vorteile aus der internationalen Spezialisierung verzichten müssten, was die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Exporteure erheblich schwächen würde. Die enormen Wohlfahrtsverluste von Handelsbeschränkungen oder gar eines Handelskrieges sind somit gleichzeitig auch eine gute Erklärung dafür, warum sich der internationale Handel trotz aller Belastungen bislang so resilient gezeigt hat.

Quantitative Simulationen belegen hier ferner sehr eindeutig, dass die EU selbst bei relativ gering dimensionierten Maßnahmen rasch den gesamten bilateralen Handel mit China verlieren könnte. Die Zahlen machen dabei aber vor allem deutlich, dass die Kosten einer Entkopplung umso höher sind, je größer der ausgeschlossene Wirtschaftsraum und die Zahl der betroffenen Länder ist: Je mehr Länder sich zusammenschließen, desto stärker wird das sanktionierte Land getroffen, während die negativen Effekte auf die sanktionierenden Länder mit zunehmender Anzahl stark abnehmen. Solange ein hinreichender militärischer Schutz im Rahmen der NATO gewährleistet bleibt, zeigt der vorgelegte Befund damit, welches Potenzial die Handelspolitik der EU aufweist und wie groß der Stellenwert einer gemeinsamen Linie in der Handelspolitik auch weiterhin sein sollte. Zentral ist, dass handelspolitische Maßnahmen möglichst eng fokussiert werden müssen – eine westlich koordinierte Sanktionspolitik nur gegenüber Russland kann hier extrem wirksam sein. Statt einer Entkopplung sollte die EU daher ihre aktive Politik der verstärkten internationalen Zusammenarbeit fortsetzen, um seine Lieferanten zu diversifizieren und so die Widerstandsfähigkeit der EU-Länder zu erhöhen: Die EU kann an Macht zulegen, je besser sie sich global vernetzt, womit dann umso größere Handlungsspielräume dafür entstünden, Russland hier empfindlich zu treffen. Zentrales Ziel sollte ferner vor allem auch sein, China und Russland handelspolitisch zu separieren.

Der gegenwärtige Antagonismus zwischen dem Westen und Russland setzt schließlich auch neue Rahmenbedingungen für die Erweiterungspolitik, die vielfach als „beste Außenpolitik“ der EU bezeichnet wurde. Um ihren Beitrag im Konflikt mit Russland zu leisten, ist die EU hier ins Glaubwürdigkeitsrisiko gegangen, als sie im Juni 2022 der Ukraine eine Beitrittsperspektive gegeben hat. Faktisch wurde die Erweiterungspolitik der EU allerdings bislang vor allem von der innenpolitischen Spannbreite bzw. Komplexität der Materie und weniger von einer genuin außenpolitischen Perspektive dominiert. Der bisherige Verlauf der Erweiterungspolitik zeigt zudem, dass sie eher als das Ergebnis der Verschiebung der globalen Rahmenparameter begriffen werden konnte, denn als wirkliche aktive Außen- und Sicherheitspolitik: Wegbereiter der EU-Ostexpansion war der Umstand, dass der bipolare Ost-West-Konflikt in eine unipolare Struktur übergegangen war, die von den USA bestimmt wurde und mit dem Ende der UdSSR und dem Statusverlust des geschwächten Russlands einherging. Erst in der Folge konnte die EU durch einen „binnenpolitischen Normen-transfer“ das Entstehen einer neuen kooperativen Ordnung in Gesamteuropa stützen. Der Krieg um die Ukraine bietet nunmehr zwar sicherlich einen massiven Impuls für die stärkere Politisierung auch der Erweiterungspolitik. Der bisherige Befund verweist jedoch darauf, dass es sich bei der Geopolitik via Assoziierung zumindest bislang eher um ein Narrativ der EU-Kommission als um tatsächlich tragfähige Politik handelt: Der nach wie vor latente Konflikt um die Frage Vertiefung und Erweiterung, der die Mitgliedsländer spaltet, die hohe Heterogenität der Reaktion der Mitgliedsstaaten selbst bei den vitalsten sicherheitspolitischen Fragen und schließlich vor allem die hochkomplexe Natur des Integrationsprozesses mahnen zur Vorsicht, was eine mögliche Überforderung der EU insgesamt anbelangt: Die Assoziierungs- bzw. Erweiterungspolitik kann hier also Perspektiven aufzeigen und somit politisch stabilisierend wirken, für eine aktive Außenpolitik ist sie aber nicht hinreichend operationalisierbar.

Der Blick auf außen- und sicherheitspolitisch relevante Politikfelder zeigt, dass auch wirklich existenzieller Druck nicht ausreicht, um die Probleme der Staatenwerdung Europas in einem „qualitativen Sprung“ zu überwinden: Es ist letztlich eher die situative Interessenkonstellation der Mitgliedsstaaten, die Fortschritte möglich macht. Dieser Prozess folgt somit nicht primär einer inhärenten Logik zu einer „immer engeren Integration“, sondern vor allem auch einem Zufallsprozess.



Der Blick auf außen- und sicherheitspolitisch relevante Politikfelder zeigt, dass auch wirklich existenzieller Druck nicht ausreicht, um die Probleme der Staatenwerdung Europas in einem „qualitativen Sprung“ zu überwinden.

Eine Überwindung der solchermaßen letztlich historisch-zufällig gewachsenen Konstellation der Aufgabenteilung zwischen EU und NATO ist somit nicht in Sicht: Solange die Bedrohung durch Russland besteht und die USA den Atomschirm stellen, wird die transatlantische sicherheitspolitische Achse dominant bleiben. Die EU bleibt angesichts der Renaissance der NATO ein primär ziviler Akteur, der gleichwohl stets bemüht sein muss und sollte, sein geopolitisches Gewicht entlang möglicher Interessengemeinschaften der Mitgliedsstaaten weiterzuentwickeln. Der Fokus sollte auf der Umsetzung eines wirksamen handelspolitischen Sanktionsregimes gegenüber Russland liegen, das zudem Ansatzpunkte für die Separierung Chinas und Russlands bieten könnte. Zuvorderst muss die EU allerdings mit absoluter Priorität bemüht sein, ihren Bündnisverpflichtungen nachzukommen und die Erhöhung der Verteidigungsfähigkeit zu gewährleisten: Nur wenn die EU sicherheitspolitisch nicht erpressbar wird, kann sie ihre handelspolitische „Soft-Power“ überhaupt zum Einsatz bringen: Hier ist es absolut essenziell, sich keinen Narrativen hinzugeben, sondern der Realität ins Auge zu blicken.

QUALITATIVER SPRUNG

Der Funktionalismus ist eine Theorie innerhalb der internationalen Beziehungen, nach der das Zusammenwachsen von Staaten über die Delegation staatlicher Souveränität zugunsten über- oder zwischenstaatlicher Institutionen erfolgt. Dabei werden einzelne Politikbereiche (functions, tasks) schrittweise – meist über internationale Abkommen – miteinander verschmolzen oder koordiniert. Ab einem gewissen Punkt, dem „Qualitativen Sprung“, gewinnt dieser Prozess sukzessive an unumkehrbarer Eigendynamik.

SOFT-POWER

Soft-Power ist ein von Joseph Nye geprägter politikwissenschaftlicher Begriff, der die politische Machtausübung – insbesondere die Einflussnahme in den internationalen Beziehungen – auf Grundlage der Ideologie und auch mithilfe internationaler Institutionen beschreibt.



**DIE KAPITALMÄRKTE
IM JAHR 2024**

DIE AKTIENMÄRKTE ANGESICHTS DER GEOÖKONOMISCHEN SPANNUNGEN

Das Aktienjahr 2023 begann unter denkbar schlechten Voraussetzungen. Der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine führte zu hohen Unsicherheitsgraden im Unternehmenssektor und bei den Konsumenten. Insbesondere galoppierende Inflationsdaten aufgrund der steigenden Energiekosten sowie Sorgen vor einem Gasnotstand aufgrund ausbleibender Lieferungen aus Russland stehen stellvertretend für eine Fülle an Problemen, mit denen die Marktteilnehmer zu Beginn des Jahres zu kämpfen hatten. Die Notenbanken standen zu Beginn des Jahres folglich massiv unter Druck, die Leitzinsen sehr schnell zu erhöhen, um der aus dem Ruder laufenden Inflation Einhalt zu gebieten. So erhöhte die US-Notenbank ihren Leitzins bis auf ein Niveau von 5,25–5,5%, während der Leitzins sowohl in den USA als auch in der Eurozone bis zum Frühjahr 2022 noch bei 0% gelegen hatte. Dieser rasante Leitzinserhöhungskurs stellte für die Aktienmärkte eine signifikante Belastung dar, gewannen die Renditen der Alternativen zur Aktienanlage doch deutlich an Attraktivität hinzu.

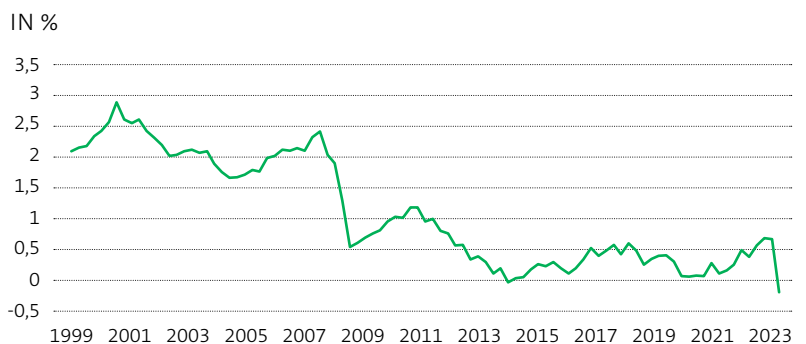
Der Boden war also bereit für weitere deutlich sinkende Aktiennotierungen im Laufe des Jahres 2023. Aber das Gegenteil geschah: Die Inflationsraten begannen im Fahrwasser einer Normalisierung der globalen Lieferketten sowie deutlich sinkender Energiekosten aufgrund eines gerade in Europa milden Winters zu fallen. Dies führte zu einer generellen Erwartungshaltung, dass der Inflationsrückzug sich weiter fortsetzen würde und somit die Notenbanken zeitnah ihren strikten Zinserhöhungskurs modifizieren bzw. beenden könnten. Das beeindruckende Ergebnis waren spürbar weltweit anziehende Aktienkurse im Jahresverlauf. So stiegen DAX und EURO Stoxx 50 bis zum Redaktionsschluss im Jahresverlauf um ca. 14%, der breite US-Aktienindex S&P 500 sogar um 18%. Zusätzlich erfuhr der Aktienaufschwung aufgrund des Sachwertcharakters der Aktienanlage Unterstützung. Letztere bietet einen guten Inflationsschutz, insbesondere bei Unternehmen mit einer hohen Preissetzungsmacht. Dies zeigte sich auch in der Aktienentwicklung vieler multinationaler Konzerne, zudem befanden sich die Realrenditen über weite Strecken des Jahres deutlich im negativen Terrain, sodass die relative Vorteilhaftigkeit der Aktienanlage weiterhin gegeben war.

Bislang hat sich die Weltwirtschaft in der Tat wesentlich besser entwickelt, als vielfach erwartet wurde. Es ist hier vor allem der Umstand, dass ein „Soft-Landing“ der USA mittlerweile als wahrscheinlicher gilt als eine Rezession, was den Ausblick für risikobehaftete Assets gerade im Verlauf des zweiten Halbjahres so durchgreifend verbesserte. Dies gilt allerdings nur unter der Gültigkeit der notwendigen Bedingung, dass die Notenbanken die Inflation perspektivisch auch tatsächlich in den Griff bekommen: Der letztlich überragende Bestimmungsfaktor für den weiteren Kapitalmarktausblick bleibt somit b. a. W. die Entwicklung der Inflation weltweit: Absolut zwingend ist aus unserer Sicht, dass der preistreibende strukturelle „Mismatch“ am US-Arbeitsmarkt weiter abgebaut werden kann, sodass davon auszugehen ist, dass die Fed die Inflation auch wirklich nachhaltig eingedämmt hat.

Sobald sich dies materialisiert, dürfte die Toleranz der US-Notenbank selbst für stärkere Wachstumssignale erkennbar zunehmen, insbesondere mit Blick auf das Timing und die Anatomie der Erholung in der Industrie weltweit. Viel wird ferner auch davon abhängen, wann und ob die internationalen Zinssätze in der Tat eine Niveaushiftung erfahren haben oder ob sich dies letztlich ebenfalls lediglich als Narrativ der Zentralbanken herausstellen sollte, um die Inflation schneller in den Griff zu bekommen: In diesem Zusammenhang ist es bezeichnend, dass die quantitativ gestützten Schätzungen für die gleichgewichtigen Realzinssätze ihren säkularen Abwärtstrend munter fortsetzten und in der Eurozone ein historisches Minimum erreicht haben. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass von den Diskontierungssätzen noch erhebliche Impulse für die Aktienmärkte ausgehen könnten.

DER ABWÄRTSTREND DER GELDPOLITISCHEN ZIELGRÖSSEN BLEIBT DER EUROZONE ERHALTEN

GLEICHGEWICHTIGER REALZINS FÜR DIE EUROZONE SEIT 1999



DIE PROGNOSEN FÜR DIE AKTIENMÄRKTE IM ÜBERBLICK

| | Aktueller Kurs | März 2024 | Juni 2024 | September 2024 | Dezember 2024 |
|---------------|----------------|-----------|-----------|----------------|---------------|
| DAX | 15.966 | 17.250 | 17.500 | 17.750 | 18.000 |
| EURO STOXX 50 | 4.354 | 4.650 | 4.750 | 4.800 | 4.850 |
| S&P 500 | 4.550 | 4.700 | 4.800 | 4.900 | 5.000 |

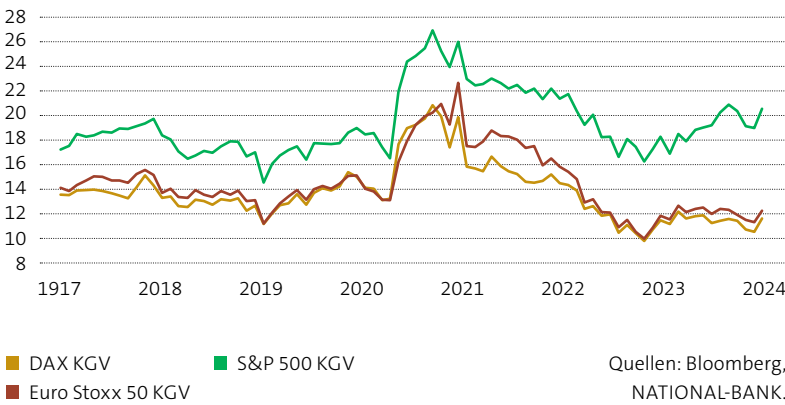
Stand 01.12.2023

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

AKTIENMARKTBEWERTUNGEN IM VERGLEICH

ENTWICKLUNG DES KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSSES FÜR S&P 500, EURO STOXX 50 UND DAX

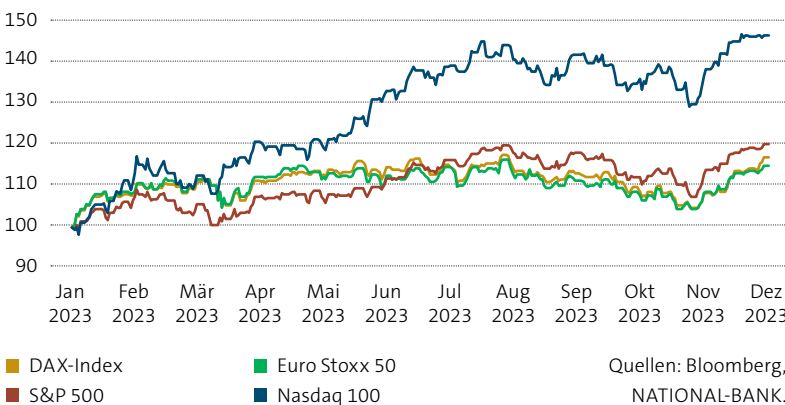
INDEX ZU INDEXGEWINN



US-MÄRKTE IM JAHRESVERLAUF DEUTLICH VORNE

S&P 500, NASDAQ, EURO STOXX 50 UND DAX IM VERGLEICH

IN INDEXPUNKTEN



Perspektivisch werden die Aktienmärkte daher im Aktienjahr 2024 aus unserer Sicht von der anstehenden Zinswende deutlich profitieren. Dies gilt zuvorderst für zinsensensitive Branchen wie dem Technologiesektor. Zudem sollte der erwartete Aufschwung der globalen Konjunktur gerade zyklischen Branchen weiterhin in den Fokus der Investoren stellen. Diese Branchen zeichneten sich bereits im Jahr 2023 durch eine grundsätzlich robuste Umsatz- bzw. Gewinnsituation aus. Zudem ist die Dividendenrendite einer Vielzahl von zyklischen Werten gerade aus dem Automobilsektor oder auch aus dem Energiebereich sehr attraktiv. Schließlich sollten Unternehmen mit überzeugendem Geschäftsmodell und einer konstanten Ausschüttungspolitik weiterhin in einem international und segmentspezifisch diversifizierten Aktien-depot ausreichend dotiert werden.

Auf Gesamtmarktsicht haben sich trotz der gestiegenen Aktienkurse die Bewertungen nicht spürbar erhöht. Dies gilt insbesondere für die europäischen Leitindizes DAX und Euro Stoxx 50. Auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate beläuft sich die Bewertung von DAX und Euro Stoxx 50 auf 11,3 (vor 12 Monaten: 11,5) bzw. 12,1 (11,7). Etwas stärker, wenn auch nicht signifikant, hat sich die Bewertung des S&P 500 erhöht. Diese liegt nunmehr bei 20,3 nach 18,1 im Vorjahr. Diesbezüglich sollte jedoch nicht in Vergessenheit geraten, dass die Gewinndynamik der US-Unternehmen grundsätzlich deutlich höher ausfällt als die der europäischen Unternehmen. Weiterhin profitiert der S&P 500 von seiner Technologielastigkeit sowie der grundsätzlichen Energieunabhängigkeit vieler US-Unternehmen von Energieimporten aus dem Ausland. Wir sind mehr denn je davon überzeugt, auch vor dem Hintergrund der europäischen Konjunkturschwäche, den US-Anteil im Depot noch stärker auszubauen.

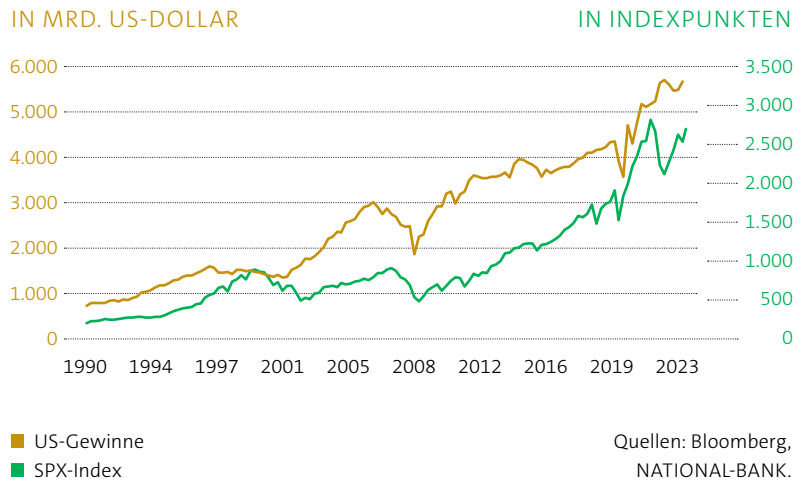
Insgesamt zeigt sich an der – trotz merklich gestiegener Aktienkurse – nur sehr moderaten Bewertungsexpansion, dass viele der großen, multinational tätigen Konzerne in der Lage waren, ihre Gewinne im Jahr 2023 deutlich zu steigern. Dies geschah vor dem Hintergrund einer sich in diesem Jahr deutlich verschlechternden geopolitischen Situation und stellt ein hoffnungsvolles und starkes Signal auch für das Aktienjahr 2024 dar. Es ist folglich zu kurz gesprungen, eine deutliche Korrelation zwischen der Geopolitik und der Gewinnsituation der Unternehmen anzunehmen. Letztere ist oftmals wesentlich robuster, als die Investoren dies annehmen.

DIE US-AKTIENMÄRKTE IM WAHLJAHR

Die US-amerikanischen Aktienmärkte weisen für das zu Ende gehende Jahr 2023 eine respektgebende Wertentwicklung auf: Ein Zuwachs von ca. 18 % seit Silvester 2022 liegt weit oberhalb des langjährigen Durchschnittswerts von ca. 6–8%. Und dieser Zuwachs wurde vor dem Hintergrund nicht übermäßig positiver Rahmenbedingungen „erkämpft“: So mussten die US-Aktienmärkte sowohl weitere (belastende) Leitzinserhöhungen der US-Zentralbank hinnehmen als auch wachsenden innen- wie außenpolitischen Konflikten standhalten. Glücklicherweise hielt die Expansion der US-amerikanischen Volkswirtschaft während des Jahres trotz Widrigkeiten an und die gefürchtete Stabilisierungsrezession fand nicht statt. Ein wesentlicher Grund für diese angenehm überraschende Entwicklung dürfte der „Inflation Reduction Act“ der Biden-Regierung gewesen sein, der sich u. a. für wesentliche Sektoren der US-Wirtschaft als ein anhaltend förderlicher „Schuss in die Armbeuge“ erweist. Als ein weiterer Grund darf das umsichtige Verhalten der US-Zentralbank genannt werden, deren Vertretern es gelang, die Finanzmärkte davon zu überzeugen, dass das Zurückdrängen der beschleunigten Inflation „mit ruhiger Hand“ gelingen würde. Gleichwohl zeigen die hohen unterjährigen Kursschwankungen der US-amerikanischen Aktienmärkte mehrfach während des Jahres aufflackernde Wellen der Unsicherheit, ja der Skepsis vieler Marktteilnehmer: Fast 10 % Punkte der eingangs genannten Jahresperformance von ca. 18 % gingen zwischen August und November schon einmal wieder verloren, während sie im Anschluss binnen kaum vier Wochen zurückgewonnen werden konnten. Damit gestaltet sich die US-Aktienhausse im Jahresverlauf 2023 wesentlich volatil verlaufend als während vieler Vergleichsperioden der Vorjahre.

Es erscheint uns als sehr wahrscheinlich, dass die US-Zentralbank im Verlauf des Jahres 2024 ihren geldpolitischen Straffungskurs lockern wird. Damit bliebe eine der wichtigsten „Säulen“ erhalten, auf denen das künftig anhaltende US-Wirtschaftswachstum wie günstige Kursperspektiven US-amerikanischer Aktien ruhen. Gewinnwachstum der Unternehmen wie die analytische Bewertung US-amerikanischer Dividendentitel erscheinen uns anhaltend stabil bzw. nicht überzogen. Und mit dem Jahr 2024 als Wahljahr in den USA spräche auch die Saisonalität zugunsten von US-Aktien. Blieben gänzlich unkalkulierbare Entwicklungen aus (vgl. auch unseren Beitrag zum Wahljahr in den USA in der vorliegenden Ausgabe), so

US-GEWINNE ZULETZT SEHR DYNAMISCH – AKTIENMARKTENTWICKLUNG GESAMTWIRTSCHAFTLICH FUNDIERT US-UNTERNEHMENSGEWINNE UND S&P 500 IN DER LANGFRISTIGEN RELATION



dürfte sich auch der mittelfristige Aufwärtstrend an der Wall Street fortsetzen. Diese Perspektive würde vor allem dann wahrscheinlicher, wenn es den führenden Aktienmarktindizes im Jahresverlauf 2024 gelänge, über ihre bislang erzielten, mittlerweile in Reichweite liegenden historischen Höchststände hinaus weiter anzusteigen und sich oberhalb derer zu etablieren. Die „alten Zugpferde“ der US-Wirtschaft, vor allem der Technologiesektor, dürften sich dabei auch einmal mehr als die neuen erweisen und auch auf verwandte Bereiche positiv abstrahlen. In toto spricht einiges mehr für als gegen die künftige Bestätigung des alten Börsenspruchs: „Wahljahre sind gute Börsenjahre!“

EUROPÄISCHE AKTIENMÄRKTE: DEUTLICHER ANSTIEG TROTZ EINER WAND VOLL SORGEN

Das Aktienjahr 2023 verlief an den europäischen Aktienmärkten entgegen vieler Erwartungen sehr positiv. Zur Überraschung vieler Investoren kopelten sich die europäischen Aktienmärkte in beeindruckender Weise von den äußerst trüben geopolitischen Entwicklungen weitestgehend ab und entwickelten ein robustes Eigenleben. So befanden sich die europäischen Aktienindizes seit Anfang des Jahres deutlich im positiven Terrain und konnten diese positive Performance bis zum Redaktionsschluss über das gesamte Jahr hinweg verteidigen. Konkret stieg der Euro Stoxx 50 als europäischer Leitindex bis zum Redaktionsschluss um ca. 14%.

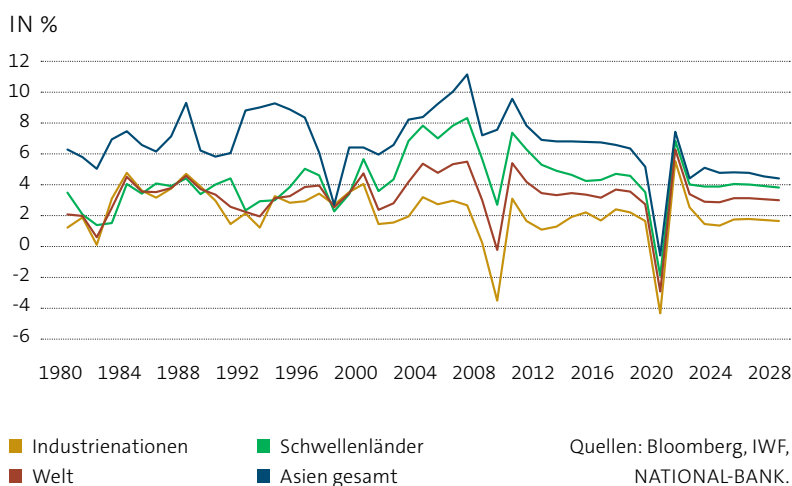
Weitgehend dazu beigetragen hat der Umstand, dass die bedrohliche Lage bezüglich einer möglichen Energieunterversorgung weiter Teile der europäischen Wirtschaft sich – auch dank eines relativ milden Winters – nicht materialisiert hat. Stattdessen standen die globale Konjunkturerwicklung sowie die Frage nach dem weiteren Verlauf der Inflationsdaten im Mittelpunkt des Investoreninteresses. Die globale Konjunktur gestaltete sich merklich robuster als erwartet, und die Inflationsentwicklung gab im Verlauf des Jahres den Marktauguren recht, die ohnehin einen deutlichen Rückgang der Inflationsraten prognostiziert hatten. Beide Faktoren spielten den europäischen Aktienanlegern in die Hände, profitieren diese doch oftmals von der internationalen Diversifikation eines Großteils der europäischen Bluechips. Zudem verhalf der hohe Bankenanteil dem Euro Stoxx 50 zu merklichem Rückenwind, da Banken von den hohen Zinsen überproportional profitierten. Europäische Unternehmen mit einem hohen Exportanteil und einer hohen Dividendenkontinuität und -rendite halten wir auch im Börsenjahr 2024 für aussichtsreich. In einem Szenario, in dem die Zinsen eindeutig ihren Höhepunkt überschritten haben und die Notenbanken im neuen Anlagejahr deutlich die Leitzinsen senken werden, sind wir zuversichtlich für ein weiteres aussichtsreiches Börsenjahr an den europäischen Leitmärkten.

DAX-INDEX: PROFITEUR DER GLOBALEN KONJUNKTURENTWICKLUNG

Wie kein anderer Aktienindex ist der deutsche Leitindex aufgrund seiner extremen Exportabhängigkeit von der Entwicklung der internationalen Konjunktur abhängig. Diese Korrelation hat sich auch in diesem Aktienjahr wieder bestätigt. Der Umstand, dass die globale Konjunktur sich wesentlich stabiler entwickelt hat, als dies zu Beginn des Jahres angenommen wurde, hat wesentlich zur sehr guten Entwicklung des DAX in diesem Jahr beigetragen. Gerade die zügige Normalisierung der globalen Lieferketten sowie die sehr widerstandsfähige US-Konjunktur waren Stützpfeiler des robusten globalen Konjunkturverbundes. Per Redaktionsschluss verbucht der DAX ein Jahresplus von ca. 14 %, sodass sich das Aktienjahr 2023 in die Riege sehr guter DAX-Jahre einreicht. Im Zuge des von uns erwarteten weiteren Rückgangs der Zinsen und der sich damit verbessernden Finanzierungsbedingungen sowie eines weiter verbesserten globalen Konjunkturfeldes erwarten wir auch für das Aktienjahr 2024 merkliche Kursgewinne des DAX als Leitindex der deutschen Wirtschaft. Gerade die hohe Internationalisierung seiner Mitglieder ist der Garant dafür, dass die Konjunkturschwäche in Europa grundsätzlich nur einen begrenzten negativen Einfluss auf die DAX-Unternehmen haben wird, der positive Einfluss der Belebung der internationalen Konjunktur sich hingegen in den Unternehmenszahlen spürbar niederschlägt.

ASIEN BLEIBT DIE RÜCKVERSICHERUNG DER WELTWIRTSCHAFT

WACHSTUMSRATEN DES BRUTTOINLANDSPRODUKTES DER SCHWELLEN- UND ENTWICKLUNGSLÄNDER UND DER INDUSTRIENATIONEN IM VERGLEICH



LOWER FOR LONGER

Insbesondere seit der Lehman-Krise sind die globalen Kapitalmarktrenditen immer weiter gesunken, Hintergrund sind geringere reale Wachstumsraten weltweit in Kombination mit immer moderateren Inflationsraten im Rahmen auch des Siegeszuges stabilitätsorientierter Geldpolitik.

GOLDILOCK-SZENARIO

Das Goldilocks-Szenario (englisch Goldilocks economy) beschreibt in der Welt der Wirtschaft die perfekte Mitte. Das Wachstum der Weltwirtschaft ist weder zu hoch noch zu niedrig. Die Zentralbanken können dadurch die Zinsen und somit die Kosten für Kreditaufnahmen niedrig halten.

UNSERE STRATEGIE FÜR DAS JAHR 2024:

Aus unserer Sicht birgt das kommende Jahr deutlich mehr Chancen als Risiken: Die Kapitalmärkte sind bis dato nur von einer vergleichsweise moderaten Zuversicht getragen, vor allem die Aktienmärkte blieben bis zum Redaktionsschluss überwiegend unterhalb ihrer bisherigen Höchststände. Auch an den internationalen Rentenmärkten bleiben die Kursniveaus stark reduziert, da die Notenbanken noch keine wirkliche Kehrtwende signalisiert haben. Perspektivisch überwiegt aus unserer Sicht die Indikation, dass die internationalen Kapitalmärkte wieder in das Paradigma „Lower for longer“ einschwenken – dies wäre ein nachhaltiger Treibsatz für die Aktienmärkte: Wie hier entwickelt, ist es gerade die Kombination von bis dato lediglich moderater Zuversicht und einem Soft-Landing der Weltwirtschaft bei intakten globalen Rahmenbedingungen, die die Perspektiven so aussichtsreich gestaltet. Dies setzt allerdings voraus, dass unsere zentralen Thesen auf Dauer auch wirklich tragen: Kommt die Disinflationdynamik in den USA zum Stehen und/oder zeichnet sich doch noch eine US-Rezession ab, überwiegen schnell wieder die Risiken. Es gilt also gerade in der aktuellen Situation noch, die Entwicklung der diesbezüglich maßgeblichen Parameter im Auge zu behalten: Dies sind vor allem die Arbeitsmarktdaten als auch die Indikation der einschlägigen Frühindikatoren für die Preisdynamik entlang der Wertschöpfungsketten in den maßgeblichen Industrienationen. Auch ein zu starker Abschwung wäre zwar mindernd für die Inflationsgefahren, würde aber das sich abzeichnende „Goldilock-Szenario“ gefährden. Jenseits der zinspolitischen Maßnahmen gilt es vor allem, die Sektorrotation zwischen dem Dienstleistungsbereich und der Industrie im Auge zu behalten: Letztere sollte idealerweise erst dann einsetzen, wenn die Notenbanken Entwarnung geben und die Erreichung der Notenbankziele als annähernd gesichert angesehen werden kann.

Insgesamt sollten die Anleger bereits zu Jahresbeginn eine relativ hohe Aktienquote vorhalten. Brot- und Butteraktien mit hoher Dividendenrendite sowie ausgewählte defensive Branchen und Einzeltitel sollten bereits dotiert werden. Dabei geben wir den US-Titeln abermals den Vorzug, zu schwach ist der europäische Datenkranz angesichts der sicherheitspolitischen Dauerbelastung. Sobald sich eine Kehrtwende der US-Notenbank abzeichnet, sollte das Augenmerk dann besonders auf zinsensitive Technologieaktien gelegt werden: Aus unserer Sicht ist auch mittlerweile eine Positionierung bei den Zukunftsthemen KI für eine gute Performance zwingend. Die globale Zinswende rückt zudem festverzinsliche Instrumente in den Emerging Markets in den Fokus, die mittlerweile enorm hohe Renditen aufweisen. Mit Blick auf die Rentenanlagen in den Industrienationen halten wir die US-Zinsstrukturkurve für ungebrochen vielversprechender, zudem stehen die Chancen gut, dass der US-Dollar weiter aufwertet – zu groß sind die Risiken der kombinierten Wirkungen der geoökonomischen Krisen auf die Länder der EU.

DAS UMFELD SPRICHT WEITER KLAR FÜR AKTIEN

DEUTSCHLAND

Die Maßnahmen der Bundesregierung, die Abhängigkeit von russischen Energieimporten zu reduzieren, zeigten ihre Wirkung. Energieeinsparungen, hohe Füllstände der Gasspeicher sowie ein milder Winter ließen die deutschen Unternehmen gut durch den Winter kommen. Die heimische Konjunktur schwächelt zwar und eine deutliche Erholung ist nicht zu erwarten. Dennoch schlagen sich viele deutsche Unternehmen gut, da sie einen hohen Exportanteil haben. Folglich profitieren sie von der deutlichen Verbesserung der globalen Konjunktur. Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts, nachdem die Verschiebung von 60 Mrd. € in den Klima- und Transformationsfonds unzulässig ist, sorgt hingegen für Unsicherheit. Als Folge stellt der Bund seine Etaplen auf den Prüfstand und prüft Ausgabenkürzungen. Wir erwarten aufgrund der positiven globalen Impulse, dass sich die sehr international ausgerichteten DAX-Unternehmen 2024 dennoch positiv entwickeln.

SCHWEIZ

Dieses Jahr entwickelte sich der Schweizer Aktienmarkt (SMI-Index) relativ schwach. Hauptverantwortlich hierfür ist die starke Indexgewichtung von wenigen Unternehmen. Die beiden großen, hochgewichteten Pharmariesen zeigen eine diametrale Entwicklung. So litt die Roche-Aktie unter rückläufigem Geschäft mit Covid-19-Produkten sowie negativen Wechselkursentwicklungen und gab deutlich nach. Novartis konnte hingegen leicht zulegen. Der mit einem Gewicht von über 20% noch stärker dominierende Lebensmittelkonzern Nestlé verbuchte ebenfalls Kursrückgänge. Hier belasten Erfolge von Abnehmmedikamenten der Konkurrenz. Diese Mittel sollen den Appetit zügeln, was die Umsätze von Nahrungsmittelherstellern weltweit belasten könnte. Die langfristigen Auswirkungen der Abnehmmedikamente sind zwar noch unklar, dennoch hielten sich Investoren bei diesem Sektor zurück. Kräftige Kursgewinne verbuchte dagegen UBS Group, die von der Übernahme von Credit Suisse profitierte. In Anbetracht von Unsicherheit über die ansonsten stabilen Sektoren Pharma und Lebensmittel erscheinen die Perspektiven für das neue Jahr gemischt.

GROSSBRITANNIEN

Der britische Aktienmarkt profitierte 2022 von der guten Performance der Sektoren Energie und Basismaterialien, die von steigenden Energie- und Rohstoffpreisen infolge der russischen Invasion in die Ukraine begünstigt wurden. Als Resultat war der FTSE 100 einer der wenigen Indizes, der keine Kursverluste aufwies. 2023 stagniert der Index bislang und schneidet damit deutlich schwächer als andere europäische Aktienmärkte ab. Hauptverantwortlich dafür ist erneut die Index-Zusammensetzung. Öl-/Gas-konzerne sowie Finanzwerte tendieren divergent und vor allem Rohstoffaktien und defensive Werte verlieren. Die Bank of England hat wie andere Notenbanken auch infolge der hohen Inflation ihre Zinssätze angehoben. Neben den Folgen des Brexits leidet die britische Wirtschaft darunter. Die Aussichten für 2024 erscheinen dennoch moderat positiv. Die weltweite konjunkturelle Erholung dürfte die Rohstoffpreise unterstützen und sollte den stark vom Auslandsgeschäft abhängigen Index-Unternehmen zugutekommen. Entsprechend könnte der FTSE 100 im neuen Jahr zulegen.

USA

Das Aktienjahr 2023 verlief trotz weiterer massiver Zinserhöhungsschritte der Fed sehr positiv. Die US-Wirtschaft expandierte trotz Zinserhöhungen und eine Rezession konnte vermieden werden. Mitverantwortlich hierfür war der von der Biden-Regierung initiierte „Inflation Reduction Act“, der der US-Konjunktur spürbare Impulse brachte. Die Fed versuchte, ihre geldpolitische Straffung umsichtig umzusetzen. Dennoch fokussierten Marktteilnehmer sehr stark auf Konjunktur- und insbesondere Inflationsdaten. Entsprechend stieg die Volatilität an Aktien- und Rentenmärkten deutlich, je nach Ausfall der Daten. So reduzierten sich zwischenzeitliche Kursgewinne, konnten aber wieder aufgeholt werden, da die Fed nun keine weiteren Zinserhöhungen mehr vornehmen dürfte. Vielmehr gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank im Verlauf des neuen Jahres Zinssenkungen vornehmen wird. Dies dürfte der Konjunktur und den Aktienmärkten weitere Unterstützung geben. Zudem haben sich Wahljahre historisch als gute Börsenjahre erwiesen. Technologiewerte, die 2023 zu den Treibern zählten, dürften diese Funktion auch 2024 ausüben. Auch der US-Rentenmarkt sollte sich gut entwickeln und Kursgewinne verbuchen können.

EUROPA

Viele europäische Aktien konnten sich von deutlichen Kursrückgängen erholen. Nachdem 2022 nur zwei Branchen (Energie und Basismaterialien) zulegen konnten, stiegen dieses Jahr die meisten Branchen deutlich. Einer der Hauptgewinner ist Technologie, wogegen defensive Branchen unter Druck standen. Auch der Sektor Energie entwickelt sich unterdurchschnittlich. Die EZB hatte im Jahresverlauf die Leitzinsen weiter angezogen, um der hohen Inflation zu begegnen. Die Zinserhöhungen lasten auf Unternehmen bzw. Konjunktur. Nun scheint der Zinsgipfel aber erreicht, was von den Marktteilnehmern positiv aufgenommen wird. Die Konjunkturperspektiven für Europa für das neue Jahr sind dennoch verhalten. Auch hier gilt, dass viele europäische Bluechips einen hohen Exportanteil besitzen und dadurch von positiven Impulsen ihrer internationalen Diversifikation profitieren. Diese Unternehmen sollten auch 2024 zu den Gewinnern zählen.

ASIATISCHE SCHWELLEN- UND ENTWICKLUNGSLÄNDER

Die Aktienmärkte in dieser Region entwickelten sich sehr unterschiedlich. Die Märkte in China/Hongkong verbuchten Kursrückgänge, obwohl China Anfang 2023 die strengen Corona-Beschränkungen aufhob. Die Lockerungen führten aber nur kurzzeitig zu Impulsen für die chinesische Wirtschaft. Denn das Land leidet unter der schweren Krise im Immobiliensektor, die für wirtschaftliche Zurückhaltung sorgt und die Konjunktur schwächt. Eine negative Entwicklung zeigte auch der philippinische Aktienmarkt. Deutliche Kursgewinne verbuchten hingegen Indien und Vietnam, die von steigenden ausländischen Direktinvestments profitierten. Der Immobiliensektor bleibt trotz anhaltender Stabilisierungsbemühungen seitens der chinesischen Regierung das Sorgenkind der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt. Die starken staatlichen Unterstützungsmaßnahmen brachten der chinesischen Konjunktur jüngst positive Impulse und zeigen, dass die Regierung alles tut, um die Wirtschaft zu unterstützen. Der fragile Immobiliensektor bleibt jedoch eine Gefahr. Folglich könnte das neue Jahr erneut divergierende Aktienmarktentwicklungen der asiatischen Schwellen- und Entwicklungsländer zeigen.

AUSBLICK FÜR DIE RENTENMÄRKTE: DER ZINSGIPFEL IST ÜBERSCHRITTEN.

MEDIAN-MASSSTÄBE

Der Median der Messwerte einer Urliste ist derjenige Messwert, der genau „in der Mitte“ steht, wenn man die Messwerte der Größe nach sortiert. Dies ist ein häufig angewandtes Verfahren, um Datenmengen von Ausreißern zu bereinigen, um somit ein klareres Bild zu erhalten.

Wie in den vergangenen Jahren wurde die Entwicklung an den internationalen Rentenmärkten maßgeblich von der US-Entwicklung geprägt. Hier deutete im Jahresverlauf alles auf eine anhaltende preisliche Beruhigung hin: Die Disinflation, die etwa zur Jahresmitte auch die breit gefassten und trägen Median-Maßstäbe erreicht hatte, wurde zwar zunächst noch stark von einsetzenden negativen Basiseffekten getrieben. Zur Jahresmitte erreichten die Disinflationimpulse der

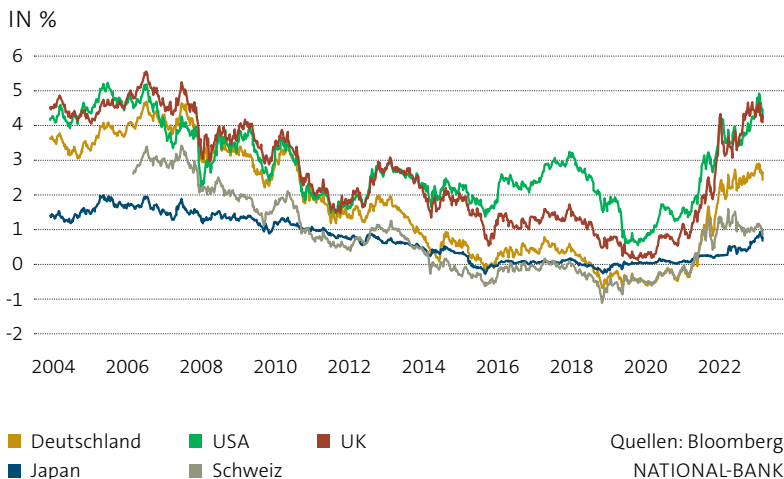
vorgelagerten Produktionsstufen mehr und mehr aber nachgelagerte Bereiche, wenn auch nicht flächendeckend: In vielen Sektoren der US-Volkswirtschaft, wie etwa insbesondere im Dienstleistungssektor, war der Preisdruck bis zum Sommer noch fast ungebrochen, was vor allem der US-Notenbank noch große Sorgen bereitete.

Insgesamt blieb die Unsicherheit über die Nachhaltigkeit der Abwärtsdynamik der Disinflation auch in der zweiten Jahreshälfte relativ hoch: Mit Blick auf die Inflationsrisiken wurde insbesondere immer wieder darauf verwiesen, dass zwar die sog. „Headline-Inflation“ rückläufig sei, aber die Kernpreistrends weiterhin einen hohen Preisdruck aufwiesen. Dieses Argument blendete allerdings aus, dass die vorlaufenden Produzentenpreisdaten auch in vielen Kernkomponenten stark disinflationäre Entwicklungen aufwiesen: Manche Preiskomponenten etwa bei Vorleistungsgütern waren bereits seit der Jahresmitte 2022 sogar auch absolut rückläufig. Insgesamt fielen die Inflationsraten zwar stetig, zu einem wirklichen „Durchbruch“ bei den Daten war es jedoch selbst bis zum Jahresschlussquartal noch nicht gekommen. Für die US-Notenbank dürfte daher vor allem maßgeblich gewesen sein, dass sich der Abbau der Ungleichgewichte am US-Arbeitsmarkt länger hinzog als zunächst erwartet. Dies bestätigte unsere Einschätzung, dass die postpandemische Übernachfrage in Form der hohen Anzahl der unbesetzten Stellen der Schlüssel zur Projektion der mittelfristig unterliegenden Preisdynamik war und ist. Bis zum Jahresende wiesen die offiziellen Daten zwar nur eine allmähliche Verringerung des Nachfrageüberhangs am US-Arbeitsmarkt auf, demgegenüber verwiesen zusätzliche „inoffizielle“ Datensätze allerdings darauf, dass insgesamt mehr als die Hälfte der Wegstrecke zum Abbau der Ungleichgewichte durchgemessen werden konnte.

Wie vor dem Hintergrund der hohen transatlantischen Wirkungszusammenhänge nicht anders zu erwarten stand, kam bei der Inflation nun auch immer mehr Bewegung in die europäische Datenlandschaft: Der Preisauftrieb bei Lebensmitteln ermäßigte sich spürbar und trug damit neben den sinkenden Energiepreisen zum Rückgang der Gesamtinflation bei. Zudem gab die Kerninflation stärker nach als erwartet, und das auf breiter Basis. Bei den Verbraucherpreisen von Industriegütern war aufgrund der Erzeuger- und Einfuhrpreise eine Trendwende nach unten seit Langem erwartet worden. Schließlich trübten sich die konjunkturellen Perspektiven für die deutsche

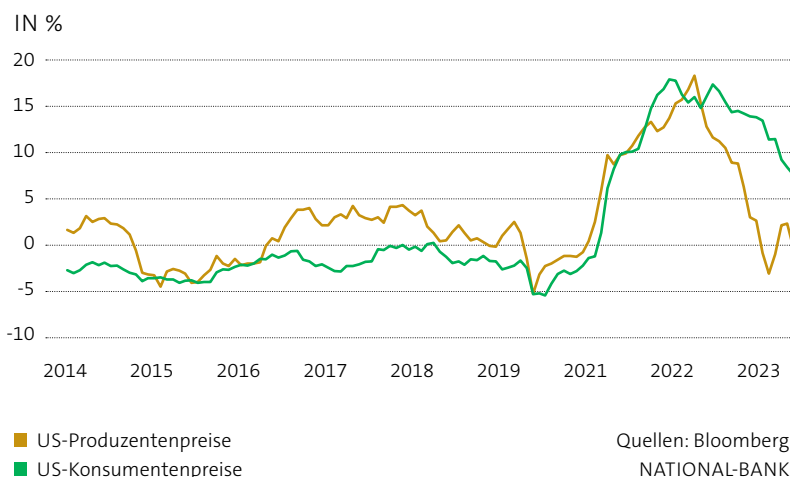
ERSTE ANZEICHEN EINER TRENDWENDE

KAPITALMARKTZINSSÄTZE DEUTSCHLAND, USA, UK, JAPAN, SCHWEIZ IM INTERNATIONALEN VERGLEICH



ABWÄRTSDYNAMIK DER KONSUMENTENPREISINFLATION BLEIBT ZUMINDEST VORERST GESICHERT

JAHRESVERÄNDERUNGSRATE DER PRODUZENTEN-, KONSUMENTENPREISE IM VERGLEICH



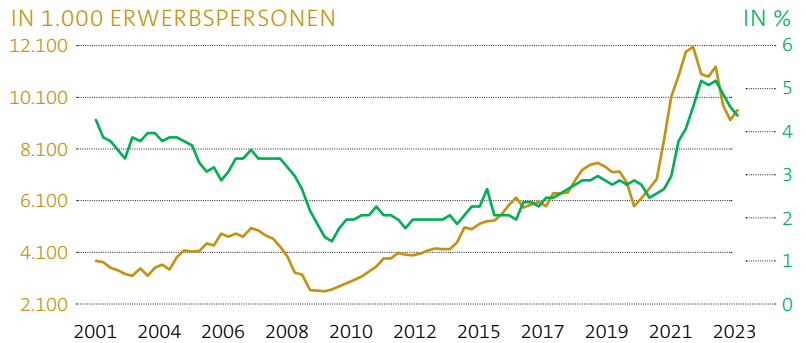
Leitökonomie immer weiter ein, und es ist wie argumentiert absehbar, dass Deutschland rezessiv bleibt, wenn der Krieg in der Ukraine anhält. So betonte die EZB zum Herbst dann auch mit großer Einigkeit, dass der Zinsgipfel voraussichtlich erreicht sei, erste Ratsmitglieder begannen sogar, sich für Zinssenkungsschritte in der zweiten Jahreshälfte 2024 starkzumachen. In der Tat hat die EZB im Zuge der anhaltenden Normalisierung der Geldpolitik die stärkste Leitzinserhöhung seit ihrem Bestehen durchgeführt, insofern verweist der Umstand, dass die EZB bereits jetzt atypisch „dovisher“ agierte als die Fed auf die enormen Rückschlagsgefahren für den geldpolitischen Kurs der EZB.

Insgesamt standen sich die These des „Higher for Longer“ und die Erwartung der Rückkehr in das Niedrigzinsregime der letzten anderthalb Dekaden bis zum Jahresende u. E. noch mit einem „Unentschieden“ gegenüber. Aus unserer Sicht überwiegen aber nach wie vor die Argumente für ein zumindest erheblich geringeres Zinsniveau: Wie erörtert, bleibt die internationale Preisdisziplin bei hoher globaler Preistransparenz durch neue Technologien im Rahmen einer insgesamt ungebrochenen Globalisierung erhalten. Mit dem sukzessiven Abflachen der Wachstumsraten selbst in Asien sinken die gleichgewichtigen realen Sätze weltweit eher. In diesem Zusammenhang ist es bezeichnend, dass die ökonometrischen Schätzungen für die gleichgewichtigen Realzinssätze für die Eurozone zuletzt unter null gefallen sind und damit ein neues historisches Minimum erreicht haben: Die Indikation für die Fortsetzung des Abwärtstrends bei den – inflationsbereinigten – Leitzinsen ist also zumindest in Europa voll intakt.

Zusammengenommen rückt der Wendepunkt der Geldpolitik auch in den führenden Industrienationen jedenfalls immer näher. Das exakte Timing der globalen Leitzinswende bleibt naturgemäß ungewiss, die Wahrscheinlichkeit, dass der Senkungszyklus in den kommenden 2–3 Quartalen einsetzt, ist aber sehr hoch. Aus unserer Sicht ist es schließlich unverändert wahrscheinlicher, dass sich der Anstieg der Inflation als temporäre Episode erweist, die den Verwerfungen der Pandemie zuzuordnen ist, sodass eine erhebliche Mittelwertkonvergenz zu erwarten bleibt. In diesem Szenario taxieren wir die Renditen für die 10-jährigen Bundesanleihen mit einer zunehmenden Abwärtsbias nunmehr auf rund 2,1%, die Projektionen für die US-amerikanischen 10-jährigen Benchmark-Sätze sehen wir weiterhin bei Werten um 3,6 % auf Sicht der nächsten 12 Monate.

DIE UNGLEICHGEWICHTE AM US-ARBEITSMARKT BAUEN SICH ALLMÄHLICH AB

US-LOHNKOSTEN, ZAHL DER UNBESETZTEN STELLEN IN RELATION



■ Unbesetzte Stellen
■ Lohnkosten

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

UNSERE ZINSPROGNOSEN IM ÜBERBLICK

| | Aktuell | März 2024 | Juni 2024 | September 2024 | Dezember 2024 |
|--------------------|---------|-----------|-----------|----------------|---------------|
| Fed Funds | 5,50 | 5,50 | 5,25 | 5,00 | 4,50 |
| 3M-USD-Libor | 5,64 | 5,64 | 5,28 | 5,03 | 4,26 |
| 2J Treasuries | 4,59 | 4,65 | 4,56 | 4,25 | 3,95 |
| 5J Treasuries | 4,17 | 4,40 | 4,30 | 4,04 | 3,78 |
| 10J Treasuries | 4,23 | 4,26 | 4,06 | 3,83 | 3,60 |
| Tendersatz | 4,50 | 4,50 | 4,25 | 4,00 | 3,75 |
| 3M-Euribor | 3,96 | 3,90 | 3,61 | 3,32 | 3,04 |
| 2J Bundesanleihen | 2,69 | 2,76 | 2,60 | 2,46 | 2,32 |
| 5J Bundesanleihen | 2,27 | 2,49 | 2,36 | 2,28 | 2,20 |
| 10J Bundesanleihen | 2,35 | 2,44 | 2,20 | 2,16 | 2,10 |

Stand 01.12.2023

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

AUSBLICK DEISENMÄRKTE: FORTSETZUNG DER DOLLAR-AUFWERTUNG

Nach wie vor sind naturgemäß auch die Devisenmärkte sehr stark von den Nachwehen der Coronapandemie und den Auswirkungen des Krieges in der Ukraine bestimmt. So hatte der Euro auf dem Höhepunkt der Furcht vor einer Gasrationierung stark abgewertet. Nach dem Zwanzigjahrestief von 0,96 USD je EUR im September 2022 konnte sich der Eurokurs zwischenzeitlich zwar wieder deutlich festigen. Dazu beigetragen haben die vergleichsweise scharfen Leitzinserhöhungen der EZB seit Mitte 2022, wodurch die Leitzinsdifferenz zur US-Notenbank Fed sowie der Zinsvorsprung der US-Renditen gegenüber den Bundrenditen erheblich sank. Gleichwohl blieb der langjährige Abwärtstrend des Euro gegenüber dem Dollar erhalten.

MITTELWERTKONVERGENZ

Gemeint ist bei der Mittelwertkonvergenz die Beobachtung, dass Märkte zu Übertreibungen neigen, die sich im Zeitablauf nicht nur zufällig korrigieren, sondern ein „Gedächtnis“ haben und vorherige Trends umkehren. Daher folgt vor allem für sog. stationäre (ortstreu) Zeitreihen aus einem Kursanstieg die Notwendigkeit eines künftig sinkenden Kurses und umgekehrt.

Auf die kurze Frist bleibt die Richtungsbestimmung extrem schwierig, sie dürfte maßgeblich von der weiteren relativen Entwicklung der Notenbankzyklen bestimmt werden. Während die US-Entwicklung diesbezüglich immer berechenbarer verläuft, sind die Unsicherheiten für die Eurozone erheblich größer: Auf der einen Seite wird der Wachstumsausblick immer schwächer, auf der anderen Seite dürfte die Preiselastizität in der Eurozone erheblich unter der der US-Ökonomie liegen. Trotz des schwachen Wachstums könnte es insbesondere wesentlich länger dauern, bis sich der EU-Arbeitsmarkt weiter entspannt und die Inflation dann nachhaltig sinkt. Glücklicherweise erreichen die Disinflationimpulse das Euroland auch direkter über die Importpreise und internationale Großkonzerne, die den geringeren globalen Preisdruck dann jeweils weiterleiten. So sind die deutschen Importpreise seit über einem Jahr auch absolut rückläufig, sodass das wahrscheinlichste Szenario eine zeitlich versetzte signifikante Disinflation auch in der Eurozone bleibt. Gelingt nun der Fed das Soft-Landing tatsächlich, wird es insgesamt zunehmend wahrscheinlicher, dass der europäischen Wirtschaft sukzessive das Momentum ausgeht und die EZB, wie oben argumentiert, ein prononciertes Gegenmanöver ausführen muss, während die US-Notenbank das wesentlich stärkere US-Trendwachstum berücksichtigen kann.

Die große Frage ist im weiteren Verlauf somit, was passiert, wenn die EZB ihre Zinsvorgaben ebenfalls normalisieren wird und wie weit die Zinssätze in Europa dann fallen werden: Hierbei muss man sich vor Augen führen, dass die Eurozone noch

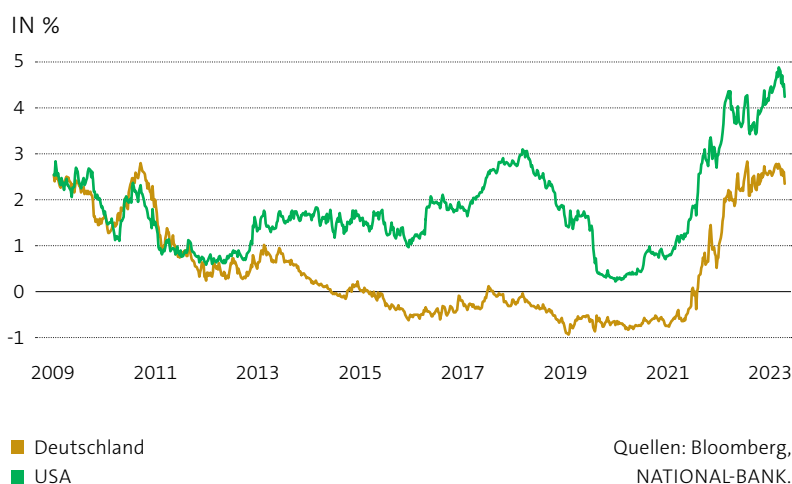
vor wenigen Jahren in eine Deflation zu geraten drohte. Längerfristig hängen die Zinssätze zudem vor allem vom realen Wachstum ab, das in der Eurozone in den Jahren seit der Lehman-Krise bei rund 0,75 % und in den USA im gleichen Zeitraum bei 1,7 % – also rund 100 Basispunkte höher – lag. In der Prognostik sind gleitende Mittelwerte für längere Zeiträume eine angemessene Approximation – demnach lägen die aktuellen Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen erheblich über ihren gleichgewichtigen Werten. Solche Erwägungen verdeutlichen, wie groß das Risiko ist, dass die europäischen Sätze nach dem Durchlaufen des Inflationsbuckels wieder erheblich fallen könnten. Zwar rangieren auch die US-Sätze oberhalb ihrer Mittelwerte, die aktuellen Renditeniveaus sind dank des weiter fortgeschrittenen Disinflation- bzw. Notenbankzyklus aber bereits näher an die Mittelwerte herangerückt.

Jenseits der konjunkturellen Zyklik haben sich die strukturellen Belastungen für die Eurozone immer weiter intensiviert: Von den ungelösten Problemen der Währungsunion bis hin zu den Verwerfungen durch den Krieg in der Ukraine, mit dem Ergebnis, dass der gesamteuropäische Wachstumspfad immer flacher verläuft: Dieser Wirkungskomplex ist der Hauptgrund dafür, dass vor allem die europäischen gleichgewichtigen Realzinsen zumindest in den Simulationen der US-Notenbank mittlerweile unter null(!) gefallen sind. Dies beleuchtet noch einmal den Umstand, dass gerade die EZB Gefahr läuft, dass sie die Zinssätze viel zu hoch gezogen hat: Auf Dauer dürfte sich die Zinsdifferenz daher eher weiter zugunsten des US-Dollars ausweiten.

Zu den maßgeblichen Bestimmungsfaktoren für die exakte Anatomie der Wechselkursentwicklung zählen weiterhin vor allem auch die Rohstoffpreise: Seit dem Ukraine-Krieg zeigten sich die europäischen Terms of Trade insbesondere von den Energiepreisen extrem abhängig. Zudem erodiert die Marktstellung vor allem der deutschen Autoexporteure zusehends. Insofern dürfte es bei dem strukturellen Rückgang der gesamteuropäischen Leistungsbilanzüberschüsse bleiben, möglicherweise sogar ergänzt durch einen zyklischen Rebound der Öl- und Gaspreise. Ein weiterer großer Unsicherheitsfaktor ist die Entwicklung in der deutschen Industrie: Bewahrheitet sich unser Eindruck, dass die kumulierten Effekte der Ukraine-Krise eine Abkopplung der deutschen von der internationalen Industriekonjunktur beinhalten, dürfte dies zusätzlichen Druck auf die EZB und den Eurokurs auslösen. Wenn die Sondereffekte aus der Covid-Krise ausgelaufen sein werden, wird sich in der Summe

DER INFLATIONSIMPULS FÜHRT ZU EINER TEMPORÄREN ANNÄHERUNG DER ZINSNIVEAUS

ZINSSÄTZE FÜR 5-JÄHRIGE STAATSANLEIHEN USA, DEUTSCHLAND IM VERGLEICH



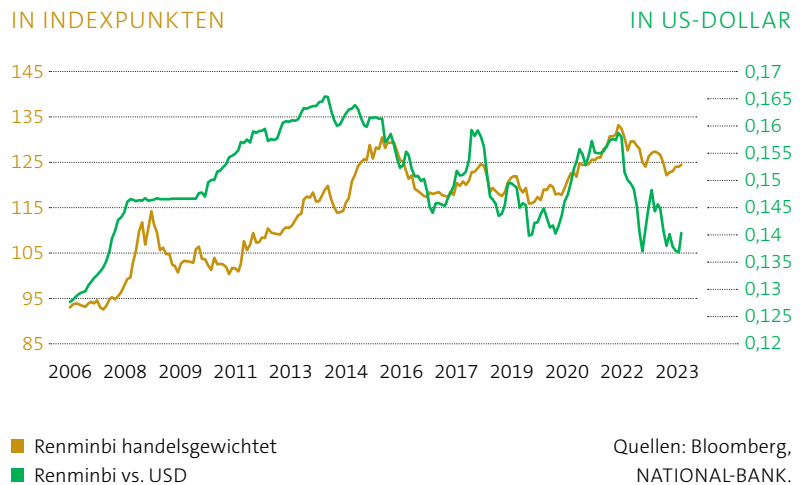
höchstwahrscheinlich herausstellen, dass das aktuelle Zinsniveau für eine strukturell angeschlagene Eurozone viel zu hoch ist. Dies ist der Moment, wo der Euro seinen Abwärtstrend, der seit der Lehman-Krise Bestand hat, fortsetzen dürfte. Abhängig von der Entwicklung der verschiedenen Bestimmungsfaktoren wird sich der Abwertungspfad zwar unterschiedlich entwickeln – eine weitere Abwertung des Euro ist aber in der Summe das wahrscheinlichkeitsgewichtet dominante Szenario: Wir gehen in der Jahresprojektion von Kursen um EUR/USD 1,05 aus und halten an unserer grundsätzlichen mittelfristigen Aufwertungserwartung Richtung Parität fest.

Aufgrund der geschilderten binnenwirtschaftlichen Probleme vor allem mit Blick auf den chinesischen Immobilienmarkt tendierte der chinesische Renminbi im Jahresverlauf schwächer: Bei Kursen um USD/RMB 7,2 hatte die chinesische Währung gegenüber dem US-Dollar auf Jahressicht rund 5 % abgewertet. Auch in der handelsgewichteten Betrachtung büßte die chinesische Währung gegenüber den maßgeblichen Handelspartnern an Wert ein, die Abschläge fielen aber hier mit einem Minus von lediglich 2,5% deutlich moderater aus. Allerdings hatte eine lebhaftere Interventionstätigkeit seitens der chinesischen Zentralbank die chinesische Devisen auch nach unten abgesichert. Alles in allem ist der RMB aufgrund des anhaltenden Renditegefälles zwischen den USA und China immer noch einem Abwertungsdruck ausgesetzt: Vor allem die chinesische Zentralbank schien daran interessiert zu sein, USD/RMB stabil zu halten und dabei eine strenge Devisenkontrolle beizubehalten. Dafür war sie bereit, erhebliche Abstriche zu machen, was die Effizienz ihrer Geldpolitik anbelangte, wie etwa einen Rückgang des Onshore-Devisenhandelsvolumens und einen Abwärtsdruck auf die Devisenreserven. Insofern besteht aus unserer Sicht aber grundsätzlich schon das Risiko, dass die Zentralbank bei anhaltendem Abwärtsdruck auch einen höheren USD/RMB-Kurs einführen könnte. Binnenwirtschaftlich wäre hier eigentlich eine stärkere Lockerung der Geldpolitik erforderlich, um das Wachstum kurzfristig zu stabilisieren und die dämpfenden Effekte der hohen Verschuldung zu mildern.

Wie auch im Verhältnis EUR/USD sind die Risiken für die Prognose angesichts der Vielzahl der in Bewegung befindlichen Bewertungsparameter derzeit sehr hoch: Es kommt zukünftig naturgemäß vor allem darauf an, wie sich die relativen Notenbankpfade weiter entwickeln. Hierbei bestehen selbst in den USA noch erhebliche Unsicherheiten: Wir gehen aber davon aus, dass die Fed im kommenden Jahr von den Inflationsdaten so viel

DIE BEWERTUNGSKORREKTUR DES RENMINBI BLEIBT IM RAHMEN

RENMINBI-WECHSELKURS VS. US-DOLLAR,
IN HANDELSGEWICHTETER RECHNUNG



UNSERE WÄHRUNGSPROGNOSEN IM ÜBERBLICK

| | Aktuell | März 2024 | Juni 2024 | September 2024 | Dezember 2024 |
|----------|---------|-----------|-----------|----------------|---------------|
| USD | 1,09 | 1,10 | 1,09 | 1,07 | 1,05 |
| CHF | 0,95 | 0,96 | 0,96 | 0,95 | 0,93 |
| GBP | 0,86 | 0,86 | 0,86 | 0,85 | 0,84 |
| NOK | 11,66 | 11,40 | 11,20 | 11,00 | 10,90 |
| SEK | 11,31 | 11,60 | 11,30 | 11,00 | 10,90 |
| AUD | 1,63 | 1,69 | 1,68 | 1,62 | 1,60 |
| NZD | 1,76 | 1,83 | 1,80 | 1,75 | 1,72 |
| CAD | 1,47 | 1,49 | 1,46 | 1,43 | 1,39 |
| JPY | 159 | 161 | 158 | 155 | 152 |
| Renminbi | 7,34 | 7,92 | 7,79 | 7,56 | 7,35 |

Stand 01.12.2023

Quellen: Bloomberg, NATIONAL-BANK.

Rückenwind erhält, dass sie die Leitzinsen wieder sukzessive senken kann. Auch tendierte der chinesische Yuan angesichts der jüngsten US-Inflationsdaten bereits spürbar fester, ein Zeichen, dass der untere Wendepunkt bei der Entwicklung erreicht sein könnte. Insgesamt erwarten wir, wie erörtert, dass China seine Probleme in den Griff bekommt und sich die konjunkturelle Dynamik der asiatisch-pazifischen Region gerade mit Blick auf die sich verdichtenden Anzeichen einer Festigung des internationalen Handels ab der Jahreswende wieder sukzessive festigt. Insofern halten wir die Konsensuserwartung einer allmählichen Gegenbewegung des Renminbi für wesentlich wahrscheinlicher als eine Fortsetzung der Abwertung. Konkret erwarten wir, dass der USD/CNY sich auf Jahressicht wieder bei Werten um 7,0 einpendeln kann, dies geht im Rahmen unserer Dollarprognose mit Kursen EUR/CNY um 7,35 einher.

AUSBlick – DIE ASSET-KLASSEN KOMPAKT

LIQUIDITÄT

Vor dem Hintergrund der weit über die zumindest jüngere historische Norm angestiegenen Renditeniveaus sowohl in den Industrienationen als auch in vielen Emerging Markets haben sich die Opportunitätskosten erheblich erhöht: Der Nutzenentgang der Geldhaltung hat sich also erheblich verteuert, zumal in der realen Rechnung: Die Inflation ist ungebrochen so hoch, dass Liquiditätsbestände erheblich entwertet werden. Was mit Blick auf die Opportunität von Rentenanlagen zutrifft, gilt umso mehr mit Blick auf die Chancen, die die internationalen Aktienmärkte derzeit bieten: Für das nächste Jahr zeichnet sich eine spürbare Verbesserung des Chance-Risiko-Verhältnisses an den Kapitalmärkten ab, die der Anleger

bereits jetzt dotieren sollte: Liquide Mittel sollten jenseits der zwingend notwendigen Transaktionskasse, wenn überhaupt, nur im außereuropäischen Bereich gehalten werden. Hier bieten sich vor allem Dollar-Bestände an, die zudem mittelfristig von der Währungsseite her zusätzliches Ertragspotenzial erhalten: Wir gehen hier von einem zusätzlichen Aufwertungspotenzial binnen Jahresfrist aus. Gleichwohl zeitigt die Liquiditätshaltung auch in den USA gerade mit Blick auf die Erwartung sinkender Zinssätze naturgemäß erhebliche Renditeeinbußen im Vergleich zu Anlagen mit längerer Bindungsdauer und sollte mit Blick auf systematisch sinkende Transaktionskosten auf das Notwendigste begrenzt bleiben.

STAATSANLEIHEN

Die internationalen Rentenmärkte dürften ihre Hochpunkte bereits durchlaufen haben: Trotz des bis zuletzt robusten Wachstums hellt sich der Inflationsausblick immer weiter auf. Im Kern gelingt es der US-Wirtschaft, die Zahl der unbesetzten Stellen weiter zu reduzieren, ohne dass es zu einem signifikanten Anstieg der Arbeitslosigkeit gekommen ist. Dies ist ein weiterer Beleg dafür, dass sich die covidbedingten Verwerfungen auf dem US-Arbeitsmarkt weiter abbauen. Damit kann den Thesen einer strukturellen Verschiebung des Inflations-Trade-Offs aufgrund struktureller geökonomischer Verwerfungen vermutlich eine Absage erteilt werden kann, sodass eine erhebliche Mittelwertkonvergenz zu erwarten bleibt. Was auf die kurze Frist vor allem zählt, ist die exaktere Anatomie des Disinflationspfades. Die Fed wird zunächst weiter zuwarten, ob der bisherige Disinflationspfad weiter gehalten werden kann, und dürfte dann ab dem

Sommer 2024 beginnen, die Zinssätze allmählich nach unten zu schleusen. Alles in allem war bzw. ist die EZB u. E. unverändert gut beraten, der US-Notenbank, wenn auch zeitlich versetzt, zu folgen. Dies liegt insbesondere daran, dass der konjunkturelle und damit verbunden auch der inflatorische Gleichlauf mit den USA auch weiterhin stark ausgeprägt sind. Aus unserer Sicht überwiegen aber nach wie vor die Argumente eines Lower for longer vor allem in den Industrienationen: Gerade die EZB hat sich mit ihrem Leitzinsmanöver extrem weit in den restriktiven Bereich vorgewagt, insofern bestehen enorme Chancen gerade in den längeren Laufzeiten. Mit Blick auf die Rentenanlage in den Industrienationen halten wir die US-Zinsstrukturkurve für ungebrochen vielversprechender, zudem stehen die Chancen gut, dass der US-Dollar weiter aufwertet – zu groß sind die Risiken der kombinierten Wirkungen der geökonomischen Krisen auf die Länder der EU.

UNTERNEHMENSANLEIHEN

Die Asset-Klasse der Investment-Grade-Corporates kann und sollte auch in Europa grundsätzlich weiter dotiert werden. Auf die längere Frist gehen wir diesbezüglich aber auch weiterhin grundsätzlich davon aus, dass Anlagen auf den US-Kurven der Vorzug zu geben ist – vor allem auch weil das Zinsniveau wesentlich höher ist. Zum Redaktionsschluss boten hier die außereuropäischen Märkte ein spürbar besseres Risikoprofil, das in Kombination mit dem spürbar gesunkenen Dollarkurs für Umschichtung auf die US-Märkte genutzt werden sollte: Trotz der sich stetig eintrübenden Lage in der Eurozone halten sich die Risikoprämien noch relativ resilient und notierten zuletzt bei Werten sogar noch unter 70 Basispunkten, was mit den

konjunkturell düsteren Perspektiven auf Dauer eigentlich nicht kompatibel ist. Gemessen an unseren Simulationen halten wir diese Risikoauspreisung in toto für deutlich überzogen, sodass Vorsicht geboten bleibt: Solange die geopolitischen Belastungen in Form des Krieges in Osteuropa anhalten, dominieren auf den derzeit niedrigen Niveaus u. E. klar die Rückschlagsgefahren bezüglich einer Ausweitung der Risikospreads. Anleger, die etwa aufgrund von Statuten und/oder anderer rechtlicher Vorgaben keine zwingende regionale Bindung haben, sollten folglich primär auch weiterhin ein hohes Maß an internationaler Diversifikation anstreben.

AKTIEN INDUSTRIENATIONEN

Insgesamt zeigt sich an der – trotz merklich gestiegener Aktienkurse – nur sehr moderaten Bewertungsexpansion, dass viele der großen, multinational tätigen Konzerne in der Lage waren, ihre Gewinne im Jahr 2023 deutlich zu steigern. Dies geschah vor dem Hintergrund einer sich in diesem Jahr deutlich verschlechternden geopolitischen Situation. Dies ist ein hoffnungsvolles und starkes Signal auch für das Aktienjahr 2024, die Aktienmärkte dürften kommendes Jahr insbesondere von der anstehenden Zinswende deutlich profitieren. Dies gilt zuvorderst für zinsensitive Branchen wie dem Technologiesektor. Aus unserer Sicht ist auch mittlerweile eine Positionierung bei den Zukunftsthemen KI für eine gute Performance zwingend.

Zudem sollte der erwartete Aufschwung der globalen Konjunktur gerade zyklische Branchen in den Fokus der Investoren stehen. Diese Branchen zeichneten sich bereits im Jahr 2023 durch eine grundsätzlich robuste Umsatz- bzw. Gewinnsituation aus. Zudem ist die Dividendenrendite einer Vielzahl von zyklischen Werten gerade aus dem Automobilssektor oder auch aus dem Energiebereich sehr attraktiv. Brot- und Butteraktien mit hoher Dividendenrendite sowie ausgewählte defensive Branchen und Einzeltitel sollten nunmehr bereits dotiert sein. Dabei geben wir den US-Titeln abermals den Vorzug, zu schwach ist, wie ausgeführt, der europäische Datenkranz angesichts der sicherheitspolitischen Dauerbelastung.

REGIONALER SCHWERPUNKT ASIATISCHE EMERGING MARKETS

In Anbetracht ihres hohen Wachstums bleibt die Region für europäische Aktien- wie Rentenanleger aussichtsreich. Die Entwicklung Chinas ist sehr wichtig auch für dessen Handelspartner. Die chinesische Führung ist sich bewusst, dass die Krise am Immobilienmarkt nicht auf Chinas Finanzsektor überspringen darf. Die größten privaten Bauträger des Landes kämpfen ums Überleben. Da die Notenbank wie auch fast alle großen Finanzinstitute Chinas in staatlicher Hand sind, dürften entscheidene Schritte unternommen werden, bevor die Probleme aus dem Ruder laufen. Das abgelaufene Jahr ist dafür ein gutes Beispiel und verdeutlicht, dass andere Schwellenländer Asiens der

chinesischen Schwäche trotzen konnten. Positiv könnte sich erneut Indien entwickeln. Im bevölkerungsreichsten Land der Erde wird 2024 gewählt. Sollte die derzeitige Regierung unter Premierminister Modi erneut die Mehrheit im Parlament erlangen, dürfte sie ihre wirtschaftspolitische Reformagenda fortsetzen. Die Unternehmen aus Asien sollten weiterhin vom sehr dynamischen Wirtschaftswachstum der Region profitieren, wobei Zinssenkungen Unterstützung geben dürften. Der Anleger sollte aber bedenken, dass den höheren Chancen auch höhere Risiken gegenüberstehen.

ROHSTOFFE

Obwohl die Inflationsentwicklung rund um den Globus ein intensiv diskutiertes Thema bleibt, zeigen die internationalen Rohstoffpreise dennoch seit mehr als 12 Monaten eine schwankungsarme und verhaltene Entwicklung. Ob in USD oder in EUR gerechnet, der Index termingehandelter Rohstoffe wies während des Jahres 2023 gerade eine Spannweite von etwas mehr als 15 % auf. Wichtiger noch: Im Jahresvergleich zeigen die termingehandelten Rohstoffe gerade einen Preisanstieg von ca. 2 %. Dieses Bild bestätigt u. a. die sich bereits vollziehende deutliche Beruhigung der Inflationsentwicklung und deutet (da Rohstoffe am Anfang der Wertschöpfungskette stehen) darauf hin, dass die Disinflation (Trend rückläufiger Inflationsraten) auch während des neuen Jahres 2024 Bestand haben dürfte. So nimmt es auch nicht wunder, dass sich Rohstoffaktien (ganz anders als während des Jahres 2022) im Verlauf der zurückliegenden zwölf Monate weit davon entfernt zeigten, als „Top Performer“ zu gelten. Die Preisentwicklung der internationalen Rohstoffmärkte wird aufgrund ihrer hohen Gewichtung stark durch das Marktgeschehen bei fossilen Energieträgern beeinflusst. Trotz der Kriege und krisenhaften Spannungen in vielen Teilen der Welt (Ukraine, Nahost, Korea, China/Taiwan) gelang es dem Verbund „OPEC Plus“ (OPEC-Staaten plus Russische Föderation) nur eingeschränkt, die weltweiten Öl- und Gaspreise auf hohem Niveau zu halten. Gerade zum Jahresende 2023 deutet sich hier an, dass eine erneute Preisabschwächung eingesetzt hat, die sich (bis zum Beweis des Gegenteils) fortsetzen dürfte. Gelänge nun zudem noch den internationalen Notenbanken

die beabsichtigte „weiche Landung“ der Weltwirtschaft, also eine Verfestigung der disinflatorischen Entwicklung bei gleichzeitiger Fortsetzung des weltwirtschaftlichen Wachstums, dann würden die internationalen Rohstoffpreise mit hoher Wahrscheinlichkeit ein weiteres Jahr lang eher stagnieren, als erneut zu haussieren. Aufgrund ihrer hohen Korrelation zu den Rohstoffpreisen gilt dieselbe Schlussfolgerung auch für Rohstoffaktien. Für das Eintreten eines solchen Szenarios spricht vieles, wie in vorstehenden Beiträgen dieser Ausgabe geschildert. Somit bedürfte es möglicherweise geopolitisch induzierter bedeutsamer und unerwarteter weitreichender Veränderungen der weltwirtschaftlichen Verfassung und Perspektiven, um hier ein anderes Bild entstehen zu lassen. Dies erscheint aus Sicht zum Ende des Jahres 2023 wenig wahrscheinlich. Ohne Frage könnte es im Jahresverlauf 2024 jedoch zu ganz anderen Entwicklungen in bestimmten Rohstoffsektoren kommen: Massive Frosteinbrüche z. B. in Florida, in Brasilien oder in anderen Teilen Mittel- und Südamerikas könnten heftige Preissprünge etwa bei Rohkaffee oder gefrorenem Orangensaftkonzentrat bewirken sowie Trockenperioden oder Dürren in den USA und in Asien wohl die Baumwollpreise deutlich nach oben treiben. Andererseits dürfte der Sektor der Edelmetallpreise umso kräftiger unter Preisdruck geraten, je erfolgreicher sich die internationalen Notenbanken bei ihrer Politik der Inflationsbekämpfung zeigten. Diese Sondereinflüsse würden jedoch voraussichtlich kaum Wirkungen auf das oben beschriebene Hauptszenario weitgehend stagnierender Rohstoffnotierungen im Jahresverlauf 2024 zeigen.

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

NATIONAL-BANK AG
Theaterplatz 8 · 45127 Essen
Telefon: 0201 8115-0 · Telefax: 0201 8115-500
national-bank.de · info@national-bank.de

GESTALTUNG

heureka GmbH, Essen

FOTOS

- Titel: California (Silicon Valley) connected to night lights of US west coast as sun rises, skegbydave, Getty Images
- Seite 3: Daniel Biskup, Neusäß
- Seite 10/11: Silicon Valley with Apple Campus 2, atosan, Adobe Stock
- Seite 19: Quantum computer, Patrick Helmholz, Adobe Stock
- Seite 22/23: Silicon Valley around San Jose, Charles O'Rear, Getty Images
- Seite 27: Quantum computer closeup, Bartek Wróblewski, Adobe Stock
- Seite 32: stock market Diagrammen, loveguli, Getty Images
- Seite 38/39: Kursverlauf, Börse, Grafik, Diagramm, Aktien, Handel, Gewinn/Verlust, generative AI, Sönke Hayen, Adobe Stock

DRUCK

WOESTE DRUCK + VERLAG GmbH & Co. KG, Essen

Gedruckt auf FSC®-zertifiziertem Papier –
lona art 150/200g/m²

Durch die Verwendung der zertifizierten Materialien wird
sozial- und umweltverträgliche Waldwirtschaft gefördert.
FSC® ist ein internationales Gütesiegel.



WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN!

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsenzeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswire, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt), die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Dieses Dokument stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbstständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen des Autors/der Autoren geben dessen/deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sowie abgegebene Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine entsprechende künftige Entwicklung.

NATIONAL-BANK
Aktiengesellschaft
Theaterplatz 8
45127 Essen

Aufsichtsbehörden
Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht,
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn.

NATIONAL-BANK AG

Theaterplatz 8 · 45127 Essen

Telefon: 0201 8115-0 · Telefax: 0201 8115-500

national-bank.de · info@national-bank.de