



Kapitalmärkte Blickpunkt

Ausgabe 27.11.2023 | LBBW Research | Macro/Strategy

Kapitalmarktausblick 2024

Auf einen Blick

LBBWResearch@LBBW.de

- **Deutschland:** Schleppende wirtschaftliche Erholung **Seite 2**
- **USA:** Wirtschaftsabschwung im Wahljahr **Seite 3**
- **Geopolitik:** Störfeuer für die Weltwirtschaft **Seite 4**
- **Zinsen:** Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte **Seite 5**
- **Rohstoffe:** Ölpreis sinkt wegen schwacher Nachfrage **Seite 8**
- **Unternehmensanleihen** mit attraktiven Renditen **Seite 8**
- **Aktien:** Ab Jahresmitte steigende Kurse **Seite 9**
- **Immobilien:** Auch 2024 wird schwierig werden **Seite 10**
- **Fazit:** Trotz Belastungsfaktoren zuversichtlich für die Kapitalanlage: Der Zins ist zurück! **Seite 11**

Unsere Prognosen im Überblick

Konjunktur		2023e	2024e	2025e
Deutschland	BIP	-0,2	0,3	1,0
	Inflation	6,0	2,8	2,1
Euroraum	BIP	0,5	0,8	1,2
	Inflation	5,6	2,5	2,1
USA	BIP	2,4	1,0	2,5
	Inflation	4,2	2,5	2,0
China	BIP	5,0	3,5	4,0
	Inflation	1,0	2,1	2,2
Welt	BIP	2,9	2,6	3,3
	Inflation	4,2	3,0	2,9

Zinsen	22.11.2023	30.06.2024	31.12.2024
EZB-Einlagesatz	4,00	4,00	3,50
Bund 10 Jahre	2,52	2,40	2,25
Fed Funds	5,50	5,50	4,75
Treasury 10 Jahre	4,43	4,10	3,85

Rohstoffe	22.11.2023	30.06.2024	31.12.2024
Gold (US-Dollar / Feinunze)	2.003	2.000	2.100
Öl (Brent - US-Dollar / Barrel)	83	80	75

Aktien	22.11.2023	30.06.2024	31.12.2024
DAX	15.901	16.500	18.000
EURO STOXX 50	4.332	4.400	4.700
S&P 500	4.538	4.600	4.900
Nikkei 225	33.354	34.000	37.000

Wechselkurse	22.11.2023	30.06.2024	31.12.2024
US-Dollar je Euro	1,09	1,08	1,10
Franken je Euro	0,97	1,00	1,00
Pfund je Euro	0,87	0,82	0,82

Deutschlands Volkswirtschaft: Wiederaufstieg mit Hindernissen

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
+49 711 127-76371
Jens-Oliver.Niklasch@LBBW.de

Vor dem Ausblick noch ein schneller Rückblick: Das ablaufende Jahr 2023 wird mancher schnell vergessen wollen. Das BIP dürfte, bereinigt um Kalendereffekte, um 0,2 % gesunken sein. Wenn wir den Film zwölf Monate weiter zurückspulen, sieht man indes, dass die Befürchtungen teils deutlich drastischer waren. Damals wurden Szenarien durchgerechnet, nach denen für den Fall einer massiven Energieknappheit und möglicher Rationierungen von Erdgas für die Industrie 2023 ein Konjunkturerinbruch um 5 % oder mehr möglich schien. Zum Glück kam es anders, und die Wirtschaft ist nur in eine gemäßigte Rezession gerutscht.

Wie stehen die Chancen, dass die deutsche Wirtschaft im kommenden Jahr wieder wächst? Zunächst: Sie startet 2024 rechnerisch mit einem Handicap. Je nachdem, wie das Schlussquartal ausfällt, dürfte der sogenannte „Statistische Überhang“ mehr oder weniger negativ sein: Wenn alle vier Quartale 2024 stagnierten, würde das BIP 2024 um 0,2 Prozent gegenüber 2023 schrumpfen. Insgesamt rechnen wir für das BIP mit einem kleinen Plus von 0,3 % zum Vorjahr.

Dabei stellt sich die Frage, wo überhaupt Wachstumsperspektiven liegen. Traditionell erholt sich die industriestarke deutsche Wirtschaft am besten durch Warenausfuhren, also wenn die Weltwirtschaft gedeiht. Damit rechnen wir dieses Mal nicht. Das Wachstum der Weltwirtschaft wird sich von 2,9 % auf 2,6 % verlangsamen. Die für Deutschland wichtigen Exportmärkte Vereinigte Staaten und China dürften stärker abbremsen.

Hoffnungen ruhen auf der Binnennachfrage. Aber: Auch dort gibt es absehbar Schwachpunkte. Der Wohnungsbau befindet sich im Würgegriff aus hohen Zinsen, hohen Erstellungskosten und einer anhaltenden Unsicherheit über den weiteren Fortgang der sogenannten grünen Transformation. Chancen scheint es dagegen zu geben für den übrigen Bau (Stichwort: Infrastrukturinvestitionen) und die Ausrüstungsinvestitionen, die schon 2022 um mehr als 4 % zulegten, sowie für die sonstigen Investitionen. Wie das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 15. November 2023 wirkt, mit dem die Karlsruher Richter den Klima- und Transformationsfonds um 60 Mrd. Euro gestützt haben, lässt sich kaum sagen. Kurzfristig belastet die notwendige Ausgabenkürzung.

Ein echter Trumpf könnte 2024 die private Konsumnachfrage sein. Ein Rückgang der Inflation und, damit einhergehend, ein Plus für das verfügbare Realeinkommen sollten die privaten Konsumausgaben beflügeln. Voraussetzung ist, dass die Teuerung tatsächlich weiter zurückgeht. Zunächst dürfte es in der Tat so laufen. Basiseffekte und ein deutlicher Rückgang auf den vorgelagerten Ebenen (Import-, Erzeuger- und Großhandelspreise sind im Jahresvergleich deutlich rückläufig) sprechen für weiter sinkenden Preisdruck. Allerdings ist absehbar, dass sich diese Effekte ab dem späten Frühjahr 2024 wieder umkehren. Der Rückgang der Inflation dürfte dann sein Ende finden. Ab und zu wird auch wieder ein Anstieg der Jahresrate zu konstatieren sein. Insgesamt wird die Inflation mit 2,8 % zwar niedriger liegen als 2023, aber noch immer deutlich über der Messlatte der Preisniveaustabilität von 2 %.

**2024
mit Handicap,
dennoch +0,3 %
Wachstum
erwartet**

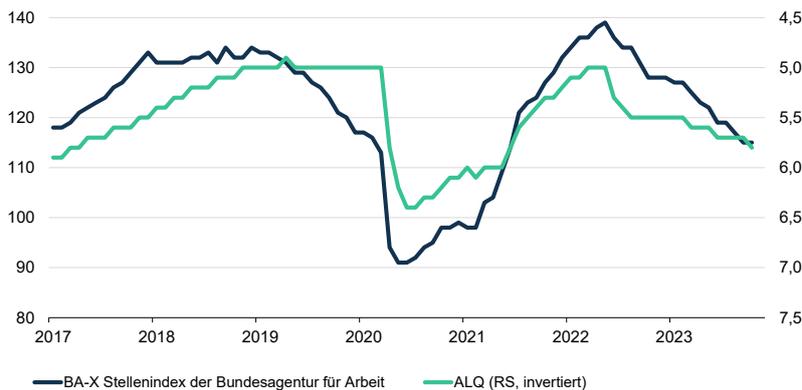
**Export fällt
als Motor aus**

**Hoffnungen
ruhen auf
Binnen-
nachfrage**

Schließlich wird das verfügbare Einkommen der Haushalte auch von der Lage am Arbeitsmarkt abhängen. Bislang war die Beschäftigungssituation, auch über die Konjunkturschwäche hinweg, äußerst robust. Dass die Unternehmen im Zeichen eines Fachkräftemangels ihre Stammbesetzung auch in schwierigeren Phasen halten wollen, ist schon fast ein Allgemeinplatz. Allerdings dürfte diese Bereitschaft nicht endlos währen. Der Stellenindex der Bundesagentur für Arbeit BA-X spricht bereits für eine gewisse Schwäche, wenngleich auf bislang hohem Niveau: Die Arbeitslosenquote ist mit 5,8 % moderat. Die Anzahl der Beschäftigten befindet sich auf einem Rekordwert. Die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden war zum letztverfügbaren Quartal Q2/2023 mit 13,7 Mrd. nahe des bisherigen Hochs von 13,8 Mrd. Stunden im dritten Quartal 2022.

Arbeitsmarkt als Unbekannte

Deutschland: Stellenindex BA-X und Arbeitslosenquote, Monatsdaten, saisonbereinigt



Quelle: LSEG, LBBW Research

US-Rezession im Wahljahr

Im März 2022 hatte die US-Notenbank eine geldpolitische Wende eingeleitet. Seither erhöhte sie ihren Tagesgeldsatz in elf Schritten auf zuletzt 5,25 % bis 5,50 %. Trotzdem zeigt die US-Wirtschaft bislang kaum Anzeichen von Schwäche. Einzig die Investitionen in Wohnbauten sinken. Im dritten Quartal dieses Jahres schnellte in den Vereinigten Staaten die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP), in einer Betrachtung gegenüber dem Vorquartal, auf annualisiert 4,9 % empor. Im Gesamtjahr 2023 dürfte die US-Wirtschaft um 2,4 % zugelegt haben. Die von vielen Auguren prophezeite Rezession der US-Wirtschaft ist 2023 ausgeblieben. Für uns gilt: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben.

Dirk Chlench
Senior Economist
+49 711 127-76136
Dirk.Chlench@LBBW.de

US-Rezession ist bislang ausgeblieben

Eine Erklärung für die bislang gute US-Konjunktur dürfte sein, dass von der Fiskalpolitik weiterhin positive Impulse ausgehen. So wird das Finanzierungsdefizit des Staates nach unserer Prognose von 4,0 % des BIP im Jahr 2022 auf 7,5 % des BIP im Jahr 2023 angestiegen sein. Den Blick nach vorne geworfen, sieht ein mittlerweile erzielter Kompromiss im Streit um die Erhöhung der Staatsschuldenobergrenze ein Einfrieren der Nicht-Militärausgaben vor. Derweil fordern die Republikaner im US-Repräsentantenhaus weitere Einschnitte. All dies wird sich dämpfend auf die Ausgaben des Staates auswirken und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im neuen Jahr drücken. Damit nicht genug: Rund 40 Millionen US-Bürger müssen seit Oktober wieder ihre Studienkredite zurückzah-

len, nachdem das US-Verfassungsgericht der Regierung Biden untersagt hatte, ein entsprechendes Moratorium zu verlängern. Zudem haben die Unternehmen mittlerweile ihre während der Pandemie leergefegten Lager wieder aufgefüllt. Die Lagerinvestitionen werden im kommenden Jahr wohl gering ausfallen. Ferner dürfte sich das Wirtschaftswachstum in der Volksrepublik China infolge einer Krise am dortigen Immobilienmarkt auf eine Rate von nur noch 3,5 % abschwächen. Da sich zudem der Kurs des US-Dollar erneut gefestigt hat, ist von der Exportnachfrage keine Stütze für die US-Konjunktur in Sicht. Aufgrund dieser Vielzahl von Belastungsfaktoren erwarten wir, dass die US-Wirtschaft 2024 in eine Rezession abgleiten wird. Da sie das neue Jahr mit viel Schwung starten wird – einmal mehr: „Statistischer Überhang“ –, erwarten wir für das Gesamtjahr 2024 gleichwohl eine positive Zuwachsrate, und zwar in Höhe von 1,0 %.

Die US-Konsumentenpreise stiegen im Oktober 2023 mit einer Veränderungsrate von 3,2 % gegenüber dem Vorjahresmonat an. Rechnet man die Preise für das Wohnen heraus, belief sich die Veränderungsrate des Konsumentenpreisindex gegenüber dem gleichen Zeitraum im Vorjahr lediglich auf 1,5 %. Dies veranschaulicht, dass die Preisentwicklung für das Wohnen derzeit der Haupttreiber der Inflation ist. Da die Preise für Wohnimmobilien, welche den Mieten einige Quartale vorauslaufen, im Vorjahresvergleich mehr oder weniger stagnieren und auch die Angebotsmieten kaum noch steigen, sollte der Preisauftrieb in diesem Bereich im kommenden Jahr spürbar nachlassen. Unterstützend kommt hinzu, dass der Preis für ein Fass Rohöl der Sorte Brent nach unserer Prognose bis Jahresende 2024 bei 75 US-Dollar liegen wird. Zusammenfassend erwarten wir einen Rückgang der US-Inflationsrate von 4,2 % im auslaufenden Jahr auf 2,5 % im Jahr 2024.

Für den 5. November 2024 ist die nächste US-Präsidentschaftswahl anberaumt – genauer: die Wahl des Wahlkollegiums (Electoral College). Der amtierende US-Präsident Joe Biden will zur Wiederwahl antreten. In Umfragen liegt derzeit sein wahrscheinlicher Herausforderer, Donald Trump, knapp vorne. Sollte Trump gewählt werden, dürften wegen dessen bekanntermaßen erratischen Verhaltens die Sorgen zunehmen, dass gleich mehrere geopolitische Konflikte eskalieren könnten. In diesem Szenario dürfte der US-Dollar an Wert gewinnen. Devisenmarktteilnehmer könnten zwar die Rolle des US-Dollar als Weltreservewährung in Frage stellen, weil sie davon ausgehen, dass Trump wie schon früher demokratische Gepflogenheiten missachten wird. Da jedoch keine andere Währung in Sicht ist, die diese Rolle übernehmen könnte, dürften derartige Zweifel vorerst ohne Folgen bleiben.

Geopolitik: Unruhige Zeiten

Nach dem Überfall Russlands auf die Ukraine verunsichern nun auch noch die Folgen des Terroranschlags der Hamas die Welt. Oder doch nicht? An den Finanzmärkten hinterlässt die Krise in Nahost bislang kaum Spuren. Der Rohölpreis hat sich nicht erhöht. An den Märkten gehen die Akteure davon aus, dass es nicht zu einem Flächenbrand kommen wird. Für diese Sicht spricht einiges. Der Angriff kam zu einer Zeit, geprägt von Tauwetter. Arabische Nachbarn suchen den Ausgleich mit Israel und mit dem Westen. Für die Transformation ihrer Staaten im Hin-

Wohnen treibt die Inflation

Kaum Alternativen zum US-Dollar

Matthias Krieger
Senior Economist
+49 711 127-73036
Matthias.Krieger@LBBW.de

blick auf die Zeit nach dem Öl ist die Zusammenarbeit mit westlich orientierten Ländern unabdingbar. Saudi-Arabien ist mit Blick auf den Iran zudem auf die Sicherheitspartnerschaft mit den USA angewiesen. Ein Öl-embargo ist da keine Option. Auch hat der Iran kaum ein Interesse an einer Blockade der Straße von Hormus – er würde vor allem sich selbst und dem Verbündeten China schaden. Der Löwenanteil des über diesen Seeweg transportierten Öls geht nach Asien. Einen Ölpreisschock erwarten wir vor diesem Hintergrund nicht, was für die Kapitalmärkte zunächst eine gute Nachricht ist.

Entschärft ist die Situation deswegen keineswegs. Konflikte dieser Art können immer eine Eigendynamik entfalten. Die Hamas entfachte den schwelenden Konflikt zu einer Zeit, die ohnehin reich an potenziellen Krisen ist. Alle einflussreichen Mächte dieser Welt haben ein Interesse an der für die Energieversorgung der Welt noch immer zentralen Region. Russland bleibt eine Gefahr für den Frieden in Europa – auch im Nahen Osten und in Afrika. Der Konflikt im südchinesischen Meer und um Taiwan wird uns weiterhin beschäftigen. Diese Region ist der globale Wachstums-Hotspot, Taiwan die Halbleiterschmiede der Welt, und die Großmächte Vereinigte Staaten und China stehen sich hier direkt gegenüber. Über allem schwebt wie ein Damoklesschwert die US-Präsidentenschaftswahl im November 2024: Niemand kann sagen, wie sich die globalen politischen Ausrichtungen danach verschieben werden. Grund zur Panik besteht zwar nicht. Aber die Welt ist unsicherer geworden, und die Zeichen stehen nicht auf Entspannung. Umso wichtiger ist es für Europa, geschlossen aufzutreten. Sonst gilt noch mehr, was in der Welt über die EU kolportiert wird: „Nicht Player, sondern Payer“.

Zinsen: Abstieg vom Gipfel

Die großen Notenbanken beiderseits des Atlantiks setzten im Jahr 2023 den Kampf gegen die Inflation fort, den sie im Vorjahr begonnen hatten. Dabei haben sie die Zinsanhebungsschritte zunächst verkleinert, dann auf der Zeitachse ausgedünnt und schließlich zunehmend anklingen lassen, dass eine abwartende Haltung angemessen sein dürfte. Ist damit die Arbeit bereits getan? Mehr noch: Ist eine Trendwende in der Geldpolitik bereits greifbar? Diese Fragen spielen eine zentrale Rolle für die Rentenmarktentwicklung der kommenden zwölf Monate. Im Rahmen unseres makroökonomischen Ausblicks spricht unseres Erachtens die Mehrheit der Argumente dafür, dass der Leitzinsgipfel sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum erreicht ist. Die US-Notenbank befindet sich zwar angesichts einer bis zuletzt robusten Verfassung der US-Wirtschaft in einem Dilemma. Denn falls der US-Wirtschaftsmotor weiter auf vollen Touren läuft, könnten die bis dato erzielten Fortschritte beim Zurückdrängen der Inflation in Gefahr geraten und eine Rückkehr zum Inflationsziel außer Reichweite kommen. Allerdings ist es unseres Erachtens nur noch eine Frage der Zeit, bis die nach Zinserhöhungen üblichen konjunkturellen Bremseffekte eintreten werden. Insofern dürfte die Zuversicht der US-Währungshüter wachsen, dass die geldpolitische Ausrichtung hinreichend restriktiv ist.

Gleichzeitig gilt: Die Fed wird sich die Entscheidung nicht leicht machen, eine Wende zu sinkenden Leitzinsen einzuläuten. Nicht nur psychologische Nachwirkungen des zurückliegenden Inflationschocks sprechen für ein zögerliches Vorgehen. Immerhin deutet ein anhaltend erhöhter

**Nahostkrise:
Rohölpreis
bislang
unbeeindruckt**

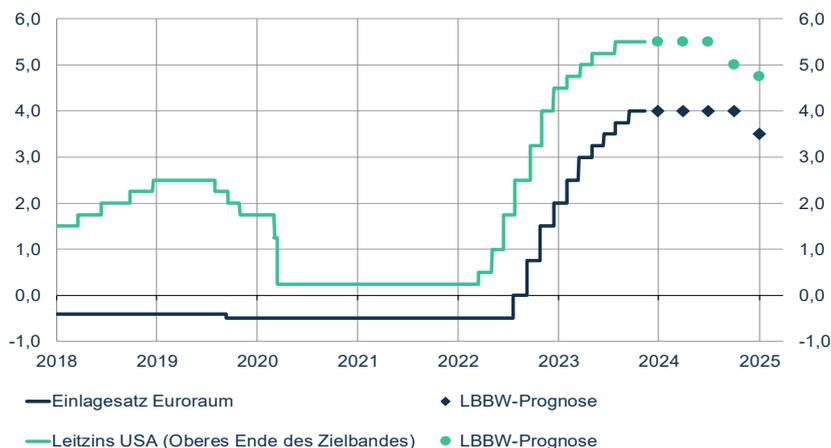
Elmar Völker
Senior Fixed Income Analyst
+49 711 127-76369
Elmar.Voelker@LBBW.de

**Argumente
für Zinsgipfel
dominieren**

Lohndruck darauf hin, dass die Inflation wieder steigen könnte. Im Durchschnitt der zurückliegenden Zinszyklen dauerten Leitzinsplateauphasen in den USA rund ein Jahr. Kürzer sollte diese Phase unseres Erachtens auch in der aktuellen Ausgangslage nicht ausfallen, obgleich die US-Wirtschaft nach unserer Prognose im Verlauf des ersten Halbjahrs 2024 in eine (milde) Rezession abgleiten wird.

Auf dieser Grundlage rechnen wir für das dritte Quartal 2024 mit einer ersten US-Zinssenkung. Bis zum Jahresende 2024 dürfte die Fed ihr Tagessgeldzielband um insgesamt 75 Basispunkte auf 4,50 % bis 4,75 % nach unten setzen. Die EZB wird dem Wendesignal ihres US-Pendants unseres Erachtens mit ein paar Monaten Zeitverzug folgen, wie sie das bereits auf dem Zinspfad nach oben getan hat. Die oben diskutierten geldpolitischen Abwägungen gelten für die EZB in ähnlicher Weise, wobei der maßgebliche Abstieg vom Inflationsgipfel im Euroraum bis dato etwas verzögert gegenüber den USA erfolgt ist. Wir erwarten für den Euroraum die erste Leitzinssenkung für Herbst 2024. Bis Jahresende 2024 dürfte der EZB-Einlagesatz von derzeit 4,00 % um insgesamt 50 Basispunkte auf 3,50 % sinken

Leitzinsen für den Euroraum und die USA mit Prognosen (in %)



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Diese Aussicht bildet unser Kernargument dafür, dass die Kapitalmarktzinsen in den kommenden Monaten auf dem Rückzug sein werden, nach zwei Jahren mit ansteigendem Trend. In früheren Zinszyklen begannen die Renditen langlaufender Staatsanleihen im Durchschnitt dann zu sinken, wenn der Leitzinsgipfel erreicht war. Letzteres gilt sowohl für die USA als auch für den Euroraum. Gleichzeitig werden die staatlichen Finanzierungsdefizite nur sehr allmählich von den hohen krisenbedingten Werten der vergangenen Jahre zurückkommen. Die Finanzminister beiderseits des Atlantiks müssen weiterhin große Volumina an Staatstiteln auf den Markt werfen. Das begrenzt das Potenzial für einen Rückgang der Kapitalmarktzinsen. Beide Argumente zusammengenommen sprechen in jedem Fall dafür, dass die Phase inverser Zinsstrukturkurven im Jahresverlauf 2024 zu Ende geht, wenn man die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Staatsanleihen zum Maßstab nimmt. Die Zinskurven werden nach unserer Prognose im Trend wieder steiler. Konkret gehen wir davon aus, dass sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bis Ende 2024 auf 2,25 % ermäßigen wird. Die Rendite 10-jähriger US-Staatstitel dürfte Ende 2024 mit 3,85 % wieder knapp unter der

Lohndruck spricht für längeres Plateau

Erste Fed-Zinssenkung in Q3 2024

EZB folgt mit Zeitverzug

Zinskurven werden 2024 wieder steiler!

4 %-Marke liegen. Gegenüber der Vor-Corona-Zeit bleibt trotz des erwarteten Renditerückgangs mithin ein deutlicher Zins-Normalisierungstrend bestehen.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen Deutschland und USA mit Prognosen (in %)



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Für Anleger war die Wertentwicklung an den großen Staatsanleihemärkten in den vergangenen beiden Jahren schwierig bis katastrophal. Auf Basis unserer Renditeprognosen zeigt sich der Ausblick auf 2024 deutlich aufgehellt. Vor allem für langlaufende Anleihen erwarten wir eine erhebliche Kurserholung. Angesichts einer hohen Unsicherheit, wie zäh der Kampf gegen die hohe Inflation auf den letzten Metern wird, bestehen gleichwohl weiterhin beträchtliche Risiken, dass es zu Rückschlägen kommt. Daneben steht zu befürchten, dass die staatliche Defizitproblematik immer wieder auf die Agenda rückt.

Im Fokus stehen im Vorfeld der anstehenden Präsidentschaftswahlen zum einen die Vereinigten Staaten, und daneben Italien. Die Regierung in Rom schiebt eine Konsolidierung der Staatsfinanzen einmal mehr auf die lange Bank. Sie riskiert damit, die Anleger zu verprellen – obwohl sie auf deren Gunst dringend angewiesen ist. Dies gilt umso mehr, als die EZB das Tempo des Abbaus ihrer Anleihebestände im Jahr 2024 beschleunigen könnte. Die Risikoprämien italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen stehen unter latentem Ausweitungsdruk. Letzterer könnte schlagend werden, falls die Schulden Italiens weiter deutlich steigen oder falls die Ratingagenturen den Daumen über dem Land senken. Die Gefahr des Ausbruchs einer neuen Staatsschuldenkrise halten wir einstweilen für moderat.

Schwelende Sorgen über die Schuldenentwicklung Italiens könnten in den kommenden Monaten einen Belastungsfaktor für den Euro im Vergleich zum US-Dollar darstellen. Andererseits dürfte die Zinsdifferenz zwischen beiden Währungsräumen im Jahresverlauf 2024 sinken. Mit Verweis hierauf gehen wir in unserem Hauptszenario davon aus, dass die europäische Gemeinschaftswährung moderaten Rückenwind erhält. Den Wechselkurs des Euro zum US-Dollar erwarten wir per Jahresende 2024 bei 1,10.

Italiens Schulden bleiben im Fokus – neue Krise nicht erwartet

Euro fester zum US-Dollar erwartet

Rohstoffe 2024: Edelmetalle Top, Öl Flop

Dr. Frank Schallenger
Senior Economist
+49 711 127-77436
Frank.Schallenger@LBBW.de

Eine wenig dynamische Weltkonjunktur hat 2023 für eine gedämpfte Nachfrage bei den meisten Rohstoffen gesorgt. Daran wird sich auch im kommenden Jahr wenig ändern. So dürfte beispielsweise am Ölmarkt die Nachfrage 2024 um weniger als 1 % steigen. Zwar wird die OPEC+ die Förderung weiterhin relativ knapphalten, allerdings wird der Output der Nicht-OPEC-Staaten voraussichtlich weiter steigen. Für die USA zeichnet sich sogar ein neuer Förderrekord ab. Vor diesem Hintergrund sind keine großen Sprünge beim Rohölpreis zu erwarten. Brent dürfte Ende kommenden Jahres bei 75 US-Dollar pro Fass notieren.

**OPEC+ hält
das Ölangebot
weiter knapp**

Interessanter sieht die Situation bei den Edelmetallen aus, die lange Zeit durch steigende Zinsen belastet waren. Voraussichtlich im zweiten Halbjahr 2024 werden die wichtigsten Notenbanken wieder in den Zinssenkungsmodus übergehen. Das sollte Rückenwind für die Edelmetalle bedeuten. Gold dürfte auf einen neuen Rekordpreis steigen und Ende 2024 bei 2.100 US-Dollar pro Unze notieren. Silber sollte neben den niedrigeren Zinsen auch vom ungebrochenen Photovoltaik-Boom profitieren. Immerhin dürfte die Solarindustrie 2023 bereits auf einen Anteil von rund 15 % an der gesamten Silbernachfrage kommen – Tendenz weiter steigend. Für die Feinunze Silber rechnen wir für Ende des Jahres 2024 mit einem Preis von 27 US-Dollar.

**Zinssenkungen
bringen
Rückenwind
für Edelmetalle**

Gold und Silber mit guten Perspektiven im kommenden Jahr



Quelle: LSEG, LBBW Research

Unternehmensanleihen bieten attraktive Renditen

Matthias Schell, CFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-43666
Matthias.Schell@LBBW.de

Die rasante Zinsentwicklung seit dem vergangenen Jahr hat auch die Renditen von Unternehmensanleihen nach oben katapultiert. Fast schon unglaublich: Vor zwei Jahren stand bei Corporate Bonds im Investment-Grade-Segment noch das Thema Niedrig- und Negativ-Renditen auf der Tagesordnung. Im ablaufenden Jahr notierten die Investment-Grade-Renditen für Unternehmensanleihen in EUR meist über der Marke von 4 %. Damit erreichten sie zwischenzeitlich ein neues Mehrjahreshoch. Zudem sorgte eine inverse Zinsstruktur bei den Bunds für die seltene

**Renditen im
Investment
Grade bei 4 %**

Konstellation, dass es bei den Renditen der Unternehmensanleihen kaum noch eine Differenzierung nach Laufzeiten gab. Außerdem sehr beachtlich: Die Renditen der meisten Credit-Asset-Klassen kletterten über die DAX-Dividendenrendite.

Rendite-Vergleich: Anleihen vs. DAX-Dividendenrendite (in %)



Quelle: LSEG, LBBW Research

Das hohe Ausgangsniveau der Renditen 2023 bereitete den Investoren ein erfolgreiches Jahr. Mit Investment-Grade-Anleihen (IG) von Unternehmen konnten sie eine Gesamtrendite von gut 4 % erzielen. Bei risikanteren Asset-Klassen im Credit-Segment gelang ein noch höherer Ertrag.

Wir werten die Ausgangslage für die Performance 2024 ähnlich wie vor Jahresfrist und sehen ein noch vorteilhafteres Chance-Risiko-Profil für Unternehmensanleihen. Neben einem erneut hohen Ausgangsniveau der Renditen sprechen weitere Faktoren für eine positive Entwicklung. Das unseres Erachtens erreichte Ende der Leitzinserhöhungen bietet Potenzial für rückläufige Renditen am Kapitalmarkt, was einen Wertzuwachs begünstigt. Auf fundamentaler Ebene sind die Unternehmen in der Breite gut aufgestellt und haben sich im Niedrigzinsumfeld hohe Kapitalpuffer zu günstigen Konditionen aufgebaut. Die gestiegenen Zinsen können sie daher bei einer ausgewogenen Finanzierungsstruktur verkraften. Zwar zeigen sich bei den Ausfallraten der europäischen Unternehmen Anstiege, allerdings von einem sehr niedrigen Niveau aus. Wir gehen davon aus, dass die Ausfallraten nur leicht über den historischen Durchschnitt klettern. Insgesamt sollten sich die Risikoaufschläge auf einem stabilen Niveau bewegen. Unternehmensanleihen, die mit einem Investment Grade bewertet sind, bieten unseres Erachtens bei einem überschaubaren Risiko ein attraktives Rendite-Profil.

Höher als DAX-Dividenden-Rendite!

Für 2024 nochmals gute Aussichten

Aktien: Atem holen für den Anstieg

Im kommenden Jahr dürften die Aktienmärkte zunächst eher Gegenwind verspüren. Auf der einen Seite sollte die Gewinndynamik abnehmen. Die Preissteigerungswelle auf den Vorstufen ist ausgelaufen, womit die Aufblähung von Umsätzen und Gewinnen verschwindet. Nun anstehende Lohnerhöhungen drücken auf die Margen, sodass der eine oder andere Finanzvorstand seine Ziele revidieren dürfte. Zudem erwarten wir

Dr. Berndt Fernow
Senior Investment Analyst
+49 711 127-48385
Berndt.Fernow@LBBW.de

wenig Dynamik für China und eine Konjunkturdelle für die USA. In erster Linie dürfte dies die hoch bewertete Wall Street ausbremsen, denn dort sind die Kurse der Zugpferde aus dem Technologiesektor, getrieben durch KI-Phantasien, über die Maßen vorausgelaufen. Die hiesigen Aktienmärkte sind, auf Indexebene betrachtet, zwar günstiger, aber auch keine Schnäppchen. Auf dem aktuellen Niveau können Institutionelle ihre Renditeerwartungen auch wieder mit festverzinslichen Titeln erfüllen, was ihre Risikofreude dämpfen dürfte.

Bewertungsvergleich USA-Europa



Quelle: LSEG, LBBW Research

Zudem hat sich mit einem Ausstieg der Notenbanken aus ihren Anleihekäufen und einem gestiegenen Finanzbedarf der Staaten die Konkurrenz um das Kapital auf den Märkten verstärkt. Wir erwarten, dass die Börsen erst mit der für das dritte Quartal erwarteten Zinswende wieder Rückenwind erhalten. Hinzu kommt ein weiterer Faktor: Die US-Präsidentenwahlen könnten weitaus größere Folgen haben als in vergangenen Jahrzehnten. Je näher der Wahltermin rückt, desto größer wird die wahrgenommene Unsicherheit an den Börsen. Erst wenn das Wahlergebnis vorliegt, könnten die Ampeln auf Grün umspringen. Mehr Planungssicherheit für die Unternehmen in Verbindung mit einer großzügigeren Geldpolitik böten die Voraussetzung für einen längeren zyklischen Aufschwung. Diesen würden die Aktienmärkte sicher vorwegnehmen. Insofern erwarten wir für den späteren Jahresverlauf spürbare Kursgewinne. Diese konstruktiven Perspektiven stehen allerdings unter dem Vorbehalt, dass keines der über den Märkten schwebenden Damoklesschwerter – geopolitische Eskalationen, wirtschaftspolitische Konfrontationen, Finanzierungskrisen oder ein immobilienmarktbedingter Einbruch in China – fällt und den Märkten einen Schlag versetzt.

Nach der US-Wahl könnte der Knoten platzen

Immobilien: 2024 wird noch mal ein schwieriges Jahr

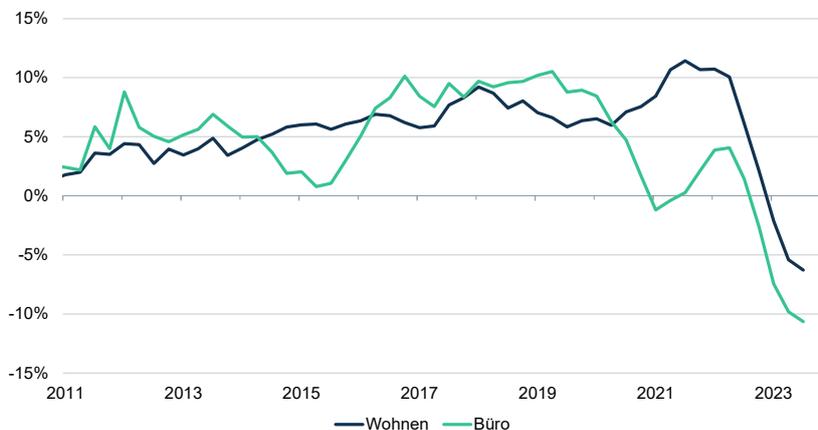
Die Immobilienmärkte haben eine deutliche Preiskorrektur vollzogen. Ein Boden ist bislang nicht gefunden. Der Markt sucht weiterhin nach Orientierung. Der Zinsanstieg von Juli 2022 bis September 2023 übt nach wie vor Abwärtsdruck auf die Bewertung von Immobilien aus. Die gute Nachricht ist, dass mit dem Ende des Zinserhöhungszyklus der EZB und dem Rückgang der Inflation das Risiko weiter steigender Zinsen gesunken ist. Die Strategie vieler Marktteilnehmer, die Hochzinsphase auszusitzen,

Martin Güth, CQF
 Senior Economist
 +49 711 127-79603
 Martin.Gueth@LBBW.de

könnte zwar ein Stück weit aufgehen. Risikolos ist sie aber nicht, zumal klar scheint, dass die Zinsen nicht wieder auf ihr Niveau der Corona-Zeiten zurückfallen werden. Die Scheu, Immobilien mit deutlichen Abschlägen zu verkaufen, zieht die Konsolidierungsphase zusätzlich in die Länge. 2024 dürfte alles in allem noch einmal ein schwieriges Jahr für die Immobilienmärkte werden.

Zinsanstieg
noch nicht
vollständig
verarbeitet

Preisveränderung von Immobilien ggü. Vorjahr in %



Quelle: vdpResearch, LBBW Research

Bei Wohnimmobilien erzielen Objekte, die für Selbstnutzer infrage kommen, erheblich bessere Preise als Mehrfamilienhäuser, die der Kapitalanlage dienen. Die Preisbereinigung ist aus unserer Sicht noch nicht zu Ende. 2024 dürfte sich ein Boden bilden. Der größere Teil des Weges dorthin sollte bereits hinter uns liegen, denn die Wohnraumknappheit hat sich in den vergangenen Jahren weiter verschärft. Angesichts einer einbrechenden Bautätigkeit ist hier auch keine rasche Besserung in Sicht.

Wohnungen
bleiben knapp

Eine Reihe von Bauträgern ist 2023 in die Insolvenz gegangen. Sie können ihre Objekte oft nicht zu den erhofften Preisen veräußern und kämpfen mit massiv gestiegenen Kosten und Zinsen. Das „dicke Ende“ an Insolvenzen steht uns vermutlich erst noch bevor. In Erwartung dessen halten sich sowohl Investoren als auch Kreditgeber am Immobilienmarkt zurück. Das erhöht das Risiko einer negativen Übertreibung – sprich: eines fundamental nicht gerechtfertigten Preisverfalls. Während der Wohnungsmarkt diesem Szenario angesichts sinkender Leerstände starke fundamentale Argumente entgegenzusetzen hat, sieht es auf dem Büroimmobilienmarkt schlechter aus. Die Frage, in welchem Umfang „Home-office“ Flächen freisetzen werden, ist nach wie vor nur schwer zu greifen und löst Verunsicherung am Markt aus.

Risiko einer
negativen
Übertreibung
gestiegen

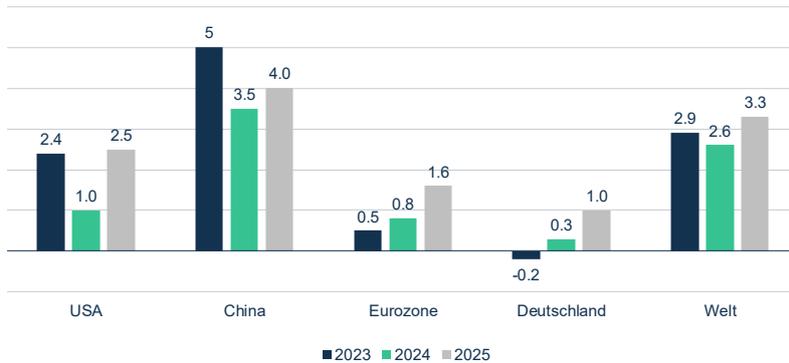
Fazit: Es geht sowohl auf- als auch abwärts

2024 wird ein Jahr des Auf- und Abstiegs. Aufwärts geht es mit der Wirtschaft in Deutschland und im Euroraum, allerdings nur sehr bescheiden. Abwärts geht es mit der derzeit noch robusten Konjunktur in den Vereinigten Staaten. Auch für China gehen wir von einer Wachstumsverlangsamung der Wirtschaft aus. Der Leitzinsgipfel ist unserer Meinung nach sowohl in Europa als auch in den USA erreicht. Im zweiten Halbjahr 2024

Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
+49 711 127-76580
Rolf.Schaeffer@LBBW.de

wird dann der (langsame) Abstieg vom Zinsgipfel beginnen – vorausgesetzt der Rückgang der Inflation setzt sich, wie von uns erwartet, in Richtung der Zielmarke von 2 % fort.

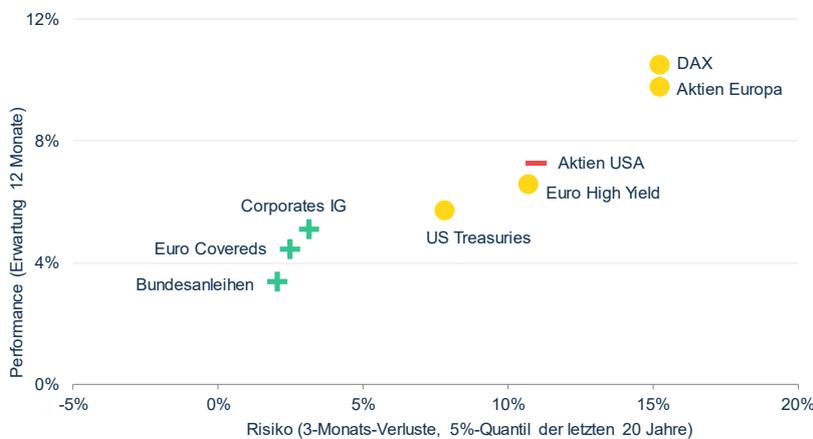
Prognose zur BIP-Entwicklung ausgewählter Länder in %



Quelle: LBBW Research

Störfeuer werden uns im nächsten Jahr sicher nicht erspart bleiben. Insbesondere geopolitische Krisenherde (u.a. Russland-Ukraine-Krieg, Nahost-Konflikt, China-Taiwan) sind zur Genüge vorhanden. Zudem bergen sowohl die Präsidentschaftswahl in den Vereinigten Staaten als auch eine mögliche Schuldenkrise in Italien das Potenzial, die Märkte kräftig durchzuschütteln.

Performance-Erwartung versus Risiko



Quelle: LBBW Research

Trotz alledem blicken wir für die Kapitalanlage etwas zuversichtlicher in die Zukunft. Der Zins ist zurück. Rentenanlagen – auch mit längeren Laufzeiten – sind wieder attraktiv. Auch erwarten wir für solide Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Bereich ein im Vergleich zu den Vorjahren deutlich besseres Performancepotenzial. Für Aktien sehen wir auf Sicht der nächsten Monate noch eine holprige Phase kommen. Im zweiten Halbjahr 2024 dürfte hingegen der Rückenwind wieder sukzessive zunehmen. Für den Immobilienmarkt bleibt es weiter schwierig. Die Talsohle bei den Immobilienpreisen ist zwar noch nicht erreicht, dürfte aber 2024 zumindest erreicht werden.

Konjunktur leicht nach oben – Zinsen leicht nach unten

Potenzielle Störfeuer gibt es mehr als genug

Anleihen mit attraktivem Chance-/Risiko-verhältnis

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

