



## Makro Research

# Zinssenkungen sind keine Selbstläufer



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Egal wie weit der Weg zum Ziel auch sein mag, er beginnt mit dem ersten Schritt. Die Notenbanken haben mit ihrer bremsenden Geldpolitik dazu beigetragen, dass die Inflationsraten von den teils zweistelligen Raten im Herbst 2022 zu sinken begannen. Anfangs fielen die Schritte leicht, und es ging rasch voran mit der Verringerung der Inflation. Doch jetzt zeigt sich deutlich, wie schwer die letzten Meter auf dem Weg zum Inflationsziel sind. Dies gilt insbesondere für die Dienstleistungspreise, die die binnenwirtschaftliche Preisdynamik recht gut widerspiegeln und maßgeblich von der Lohnentwicklung beeinflusst werden. Die entsprechenden Kerninflationen, bei denen die Energie- und Nahrungsmittelpreise herausgerechnet werden, liegen sowohl in Euroland als auch in den USA bei über 3 % und sind damit zu hoch. Während die europäische Konjunktur als schwächlich bis moderat zu bezeichnen ist, ist sie in den USA weiterhin bemerkenswert kräftig mit einer beachtlichen Stärke am Arbeitsmarkt.

Vor diesem Hintergrund ist es absolut nachvollziehbar, dass man sich an den Kapitalmärkten intensive Gedanken über die letzten Meter der Inflationsbekämpfung

macht. Um es anders zu formulieren: Die für Sommer 2024 allgemein erwarteten Leitzinssenkungen der Notenbanken sind keine Selbstläufer. Zuletzt wurden an den Märkten die Leitzinserwartungen etwas korrigiert. Bis Ende dieses Jahres sind weniger Zinssenkungen eingepreist als es noch Anfang 2024 der Fall war. Eine solche Änderung der Leitzinserwartungen geht durchaus mit Kursschwankungen an den Anleihemärkten einher. Viel wichtiger ist jedoch, dass die Erwartung nahender erster Leitzinssenkungen erhalten bleibt. Das grundlegende Bild einer wirksamen Geldpolitik, bei der eine baldige Lockerung absehbar ist, ist maßgeblich für die konstruktiven Perspektiven an den Wertpapiermärkten. Dies hat die Aktienmärkte vielerorts Anfang März auf neue Allzeithochs gehievt.

Die Begeisterung der Aktienmärkte mag angesichts der immensen geopolitischen Risiken überraschen. Die US-Präsidentenwahl wirft ihre Schatten voraus, und der Super-Tuesday der Vorwahlen hat bestätigt, dass es im November ein Duell zwischen Biden und Trump geben dürfte. Ausgemacht ist dabei weder, dass Trump gewinnt, noch, dass er im Falle eines Wahlsieges durchregieren und seine bislang wenig konkreten wirtschaftspolitischen Ideen umsetzen könnte. Welcher der beiden Kandidaten wieviel Geld, Kraft und Zeit aufbringen kann, um letztlich am 5. November siegreich zu sein, bleibt überaus spannend. Bei aller medialen Aufmerksamkeit für die US-Wahlen dürften die Märkte aber ihren klaren Fokus auf der Kommunikation und den anstehenden Aktionen der Notenbanken behalten. Für den Anlageerfolg im Kalenderjahr 2024 werden aller Wahrscheinlichkeit nach die Inflations- und die Leitzinsentwicklung deutlich mehr Gewicht haben als politische Ereignisse.



## Prognoserevisionen und Änderungen

- Deutschland: Leichte Aufwärtsrevision der Inflationsprognose.
- USA: Aufwärtsrevision der Inflationsprognose für 2024.
- EZB: Eine Leitzinssenkung weniger in diesem Jahr.
- Bundrenditen: Etwas höhere Renditeverläufe vor allem am kurzen Ende.
- Treasury-Renditen: Aufwärtsrevision der Zinsprognosen im längeren Laufzeitenbereich auf Sicht von zwölf Monaten.
- Aktien: Leichte Aufwärtsrevision der Kursziele.

## Konjunktur Industrieländer

### Deutschland

Es wird Frühjahr, und die Forschungsinstitute haben ihre Prognosen aktualisiert. Die bislang vorliegenden Prognosen wurden deutlich nach unten korrigiert, alle gehen von kaum mehr als Stagnation im Jahr 2024 aus. Das ist auch unsere Erwartung, denn das letzte Jahr klang schlecht aus, und auch das erste Halbjahr 2024 wird wohl nicht gut laufen. Das ist fast schon ein Alleinstellungsmerkmal in Europa. Nur wenige Nachbarländer haben vergleichbare Schwierigkeiten. So haben sich zuletzt der Einkaufsmä-nager-Gesamtdindex und der Sentix-Konjunkturindikator entgegen dem Europatrend verschlechtert.

**Prognoserevision:** Leichte Aufwärtsrevision der Inflationsprognose.

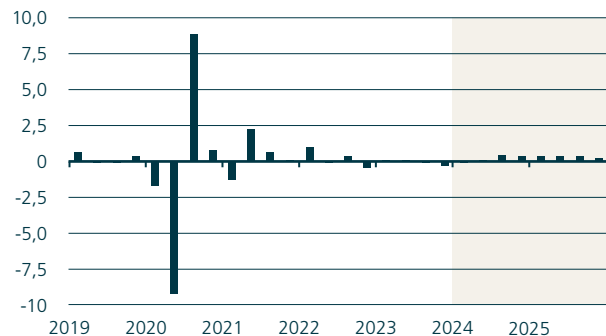
### Euroland

Die Stimmung in der europäischen Wirtschaft wird zwar besser. Aber die Erholung bleibt mühsam – zumindest in einem Teil der vier großen EWU-Länder. Während Spanien weiter mit Volldampf unterwegs ist und Italien und Frankreich an Fahrt aufnehmen, bleibt Deutschland auch zu Beginn des Jahres 2024 abgeschlagen. Unterstützt wird die gesamtwirtschaftliche Erholung durch abnehmende Inflationsraten. Im Februar lag die EWU-Inflationsrate bei 2,6 %. Allerdings wurde sie maßgeblich durch Rückgänge bei Energiepreisen nach unten gedrückt. Die Spannweite der Inflationsrate unter den vier großen EWU-Ländern reichte von 0,9 % in Italien bis 3,1 % in Frankreich. Deutschland (2,7 %) und Spanien (2,9 %) lagen dazwischen.

**Prognoserevision:** Aufwärtsrevision der Inflationsprognose für 2024.

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

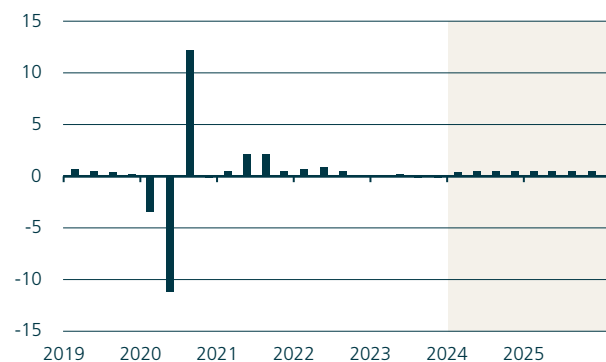
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA

Die Preisentwicklung im Januar war ein Schock. Nach mehreren Monaten mit Anstiegen im Zielbereich der Fed in Höhe von 2 % nahmen die Preise vor allem im Bereich der Dienstleistungen sehr deutlich gegenüber dem Vormonat zu. Wir gehen davon aus, dass sich dies nicht zeitnah wiederholt. So hat sich der Auslastungsgrad speziell in diesem Bereich der Volkswirtschaft in den vergangenen Monaten nicht auffallend verändert, und Berechnungen zur Ursache des Preisschubs deuten eher auf angebotsbedingte Effekte hin. Gleichwohl wird die Inflation in den kommenden Monaten wieder stärker in den Fokus rücken. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ist weiterhin von extremer Volatilität geprägt. Nach zwei außergewöhnlich hohen Anstiegen im November und Dezember sank das monatliche Bruttoinlandsprodukt nach inoffiziellen Berechnungen im Januar sehr deutlich, aber im Rahmen unserer Erwartungen.

**Prognoserevision:** Aufwärtsrevision der Inflationsprognose für 2024.

## Märkte Industrieländer

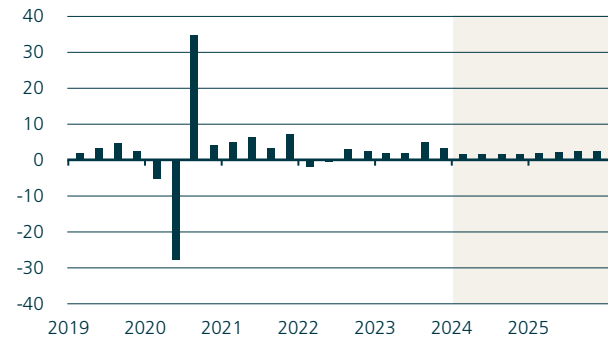
### Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Bei ihrer Pressekonferenz am 7. März wirkte die EZB zuversichtlich, dass die Inflation bis Mitte nächsten Jahres auf den Zielwert von 2 % zurückgehen wird. Präsidentin Lagarde stimmte die Zuhörer darauf ein, dass der EZB-Rat bei seiner übernächsten Sitzung im Juni über eine ausreichende Datengrundlage verfügen wird, um eine Lockerung der Geldpolitik zu diskutieren. Die Hürden für eine erste Leitzinssenkung dürften dabei eher niedrig liegen. Über den anschließenden Kurs der EZB lieferte die Pressekonferenz keine konkreten Hinweise. Wir gehen davon aus, dass die Notenbanker die optimistischen Annahmen über Löhne und Gewinnmargen, die ihren Inflationsvorhersagen zugrunde liegen, laufend überprüfen wollen. Wir rechnen daher mit weiteren Zinsschritten lediglich im Quartalsrhythmus. Darüber hinaus dürfte die EZB in Kürze die Analyse ihrer Vorgehensweise am Geldmarkt abschließen. Etwaige Änderungen sollten jedoch keine unmittelbare Marktrelevanz besitzen und auch langfristig mehr auf die Funktionsweise des Geldmarkts als auf die Höhe der Geldmarktsätze abzielen.

**Prognoserevision:** Eine Leitzinssenkung weniger in diesem Jahr.

## USA: Bruttoinlandsprodukt

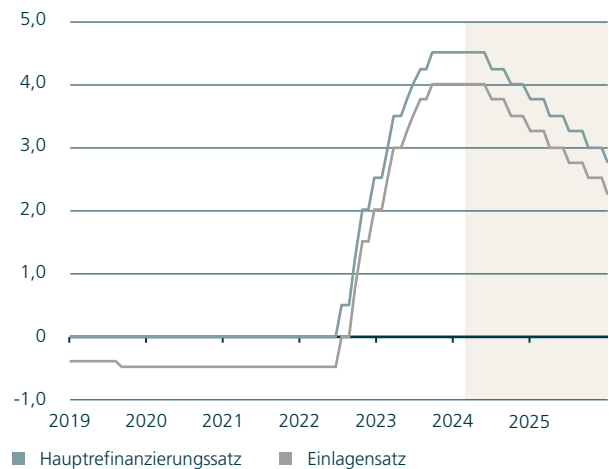
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

## EZB: Leitzinsen

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

## Rentenmarkt Euroland

Seit Anfang des Jahres haben Marktteilnehmer ihre Erwartungen über bevorstehende Leitzinssenkungen der EZB per Saldo zurückgeschraubt. Die Ratssitzung im März erhärtete aber den Eindruck, dass die EZB im Juni den ersten Zinsschritt vornehmen wird. Wir betrachten die zwischenzeitliche Korrektur am kurzen Ende der Bundkurve daher als ausreichend. Fortan sollten sich die näher rückenden Leitzinssenkungen in wieder rückläufigen Renditen kurzlaufender Bundesanleihen niederschlagen. Demgegenüber besitzen am langen Ende ohne einen gravierenden Konjunktur einbruch weder die Inflationserwartungen noch die realen Renditen größeren Spielraum nach unten. In der Summe sollte die zu erwartende Lockerung der Geldpolitik somit zur Folge haben, dass sich die Inversion der Bundkurve allmählich zurückbildet.

**Prognoserevision:** Etwas höhere Renditeverläufe vor allem am kurzen Ende.

## Devisenmarkt: EUR–USD

Der Weg zu den Leitzinssenkungen bleibt sowohl in den USA als auch in Euroland datenabhängig und daher holprig. Daher kommt es beim EUR-USD-Wechselkurs zu stärkeren Schwankungen, sobald die geldpolitisch relevanten Makro-Daten den Markt überraschen. Das war zuletzt bei den US-Preisdaten für Januar sowie auch bei der Dienstleistungsinflation in Euroland für Februar der Fall. Beide Indikatoren gaben noch keine Entwarnung für die Geldpolitik. Daraufhin haben die Zinssenkungserwartungen sowohl für die Fed als auch für die EZB abgenommen. In der Summe verhalf dies dem Euro zur Aufwertung. So ist der Wechselkurs nach dem bisherigen Jahrestief von 1,07 USD je EUR von Mitte Februar bis Anfang März auf 1,09 USD je EUR angestiegen. Einen größeren Spielraum für die Euro-Aufwertung erwarten wir mit den Leitzinssenkungen ab Juni.

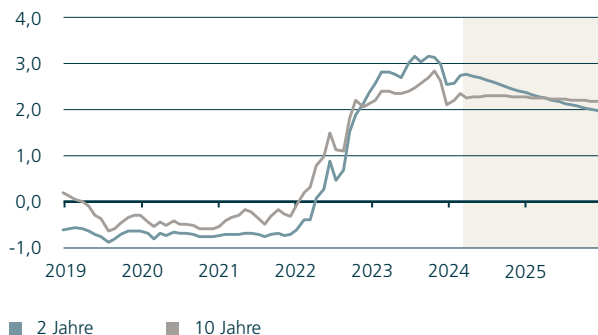
## Aktienmarkt Deutschland

Die deutsche Volkswirtschaft verharrt in der Stagnation. Dennoch markiert der DAX neue Rekordstände. Dafür gibt es gute Gründe. Dank ihrer globalen Aufstellung gelingt es den in Deutschland börsennotierten Unternehmen, sich von der schwachen heimischen Entwicklung abzukoppeln, was sich in den Gewinnzahlen für das vierte Quartal bestätigt hatte. Das weltwirtschaftliche Wachstum ist stabil, und die zuletzt vermeldeten Einkaufsmanagerindizes signalisieren, dass sich die Stimmung der Unternehmen global sogar weiter leicht verbessert. Die Kursrallye ist durch die fundamentale Entwicklung gut begründet, die Unternehmen dürften in diesem Jahr ihre Gewinne im hohen einstelligen Prozentbereich gegenüber dem vergangenen Jahr steigern, und die Bewertung liegt leicht unter dem langjährigen Durchschnitt. Mit einer zeitlich begrenzten technischen Korrektur sollte jederzeit gerechnet werden, eine Trendumkehr ist bei diesen Rahmenbedingungen allerdings nicht zu erwarten.

**Prognoserevision:** Leichte Aufwärtsrevision der Kursziele.

## Bundesanleihen: Renditen

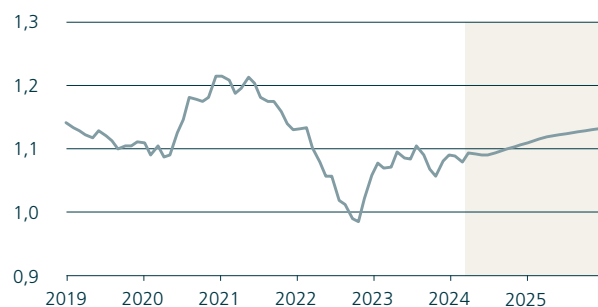
in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	18.03.2024	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	17.814,51	18.500	17.500	18.500
<b>EURO STOXX 50</b>	4.961,11	5.000	4.600	5.000
<b>S&amp;P 500</b>	5.123,69	5.200	4.800	5.200
<b>Topix</b>	2.726,80	2.800	2.550	2.800

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

Ähnlich wie bei Aktien hat sich auch an den Kreditmärkten die freundliche Tendenz fortgesetzt. Die meisten Kreditindizes haben den niedrigsten Stand seit dem Überfall Russlands auf die Ukraine erreicht. Mit einer wieder verstärkten Neuemissionstätigkeit haben Kassa-Anleihen zuletzt jedoch etwas gegenüber den Kreditderivaten underperformed. Die Geschäftsergebnisse der großen europäischen Unternehmen vom vierten Quartal 2023 konnten bisher nicht allzu viel zur Stimmungsverbesserung beitragen, insbesondere Unternehmen aus dem Energiebereich berichten Ergebnisrückgänge. Da viele der großen europäischen Firmen aber global positioniert sind, bleibt die Marktstimmung weiterhin konstruktiv, gerade auch mit Blick auf die bevorstehende Zinswende. In den USA haben vor allem die großen Tech-Werte die Ergebnisse beflügelt.

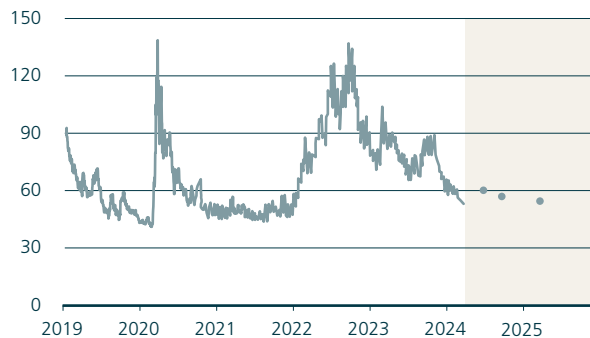
## Emerging Markets

### Märkte

Der Rückgang der Risikoaufschläge hat EM-Hartwährungsanleihen in den vergangenen Wochen gestützt, sodass der Markt seit Jahresbeginn nun ein moderates Plus ausweist. EM-Lokalwährungsanleihen taten sich schwerer, weil die Unsicherheit um die US-Geldpolitik einen weiteren Rückgang der Renditen verhindert hat und EM-Währungen insbesondere gegenüber dem Euro eher zur Schwäche neigten. Der geldpolitische Ausblick für die USA wurde vor allem durch überraschend hohe Inflationsraten belastet. Wenn sich in den kommenden Monaten zeigt, dass dies kein Vorbote eines dauerhaft zu hohen Inflationsdrucks war, dürften die Renditen von Schwellenländeranleihen sinken. Nach einem schwachen Jahresstart konnten sich die Aktienmärkte der Emerging Markets ab Mitte Januar erholen. Ihre Wertentwicklung bleibt aber weiter klar hinter dem breiten weltweiten Markt zurück. Immerhin konnten chinesische Inlandsaktien zuletzt dank Käufen von staatsnahen Adressen deutlich zulegen. Outperformer bleibt Taiwan dank der Hausse im Chip-Sektor, Korea schwächelte zuletzt etwas, wie auch die lateinamerikanischen Märkte.

## iTraxx Europe

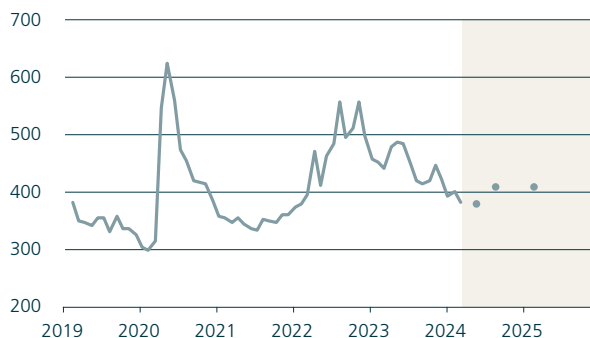
### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## EMBIG Diversified-Spread

### Basispunkte



Quelle: J.P. Morgan, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Szenarien

Wir haben unsere Szenarien und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten unverändert gelassen.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Anpassungen nach der Ausnahmesituation durch die Corona-Pandemie und der langen Jahre der Nullzinspolitik verlaufen überraschend geschmeidig. Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst im Verlauf von 2024 wieder kräftiger.
- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck erhöht und dämpfen das globale Wachstum.
- Notenbanken haben ihren Leitzinsanhebungszyklus abgeschlossen und lassen Leitzinsen unverändert, bis sichergestellt ist, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben. Erste Leitzinssenkungen sind ab Mitte 2024 zu erwarten. Leitzinsen verharren aber noch für längere Zeit oberhalb der neutralen Niveaus.
- Die Geldpolitik wird bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher. Die Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen (wie Klimawandel, Sozialversicherungssysteme, Demografie usw.) trotz erhöhter Zinsen global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- Für Europa und insbesondere für Deutschland ist im Jahr 2024 noch ein schwaches Wachstum zu erwarten. Die US-Wirtschaft zeigt sich robuster.
- In China begrenzen die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell Inflationsraten nur knapp übertreffen. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen für lange Zeit zu deutlich höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer extrem restriktiven Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Belastungen durch spürbar gestiegene Zinsen lösen eine globale Bankenkrise aus.
- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs oder des militärischen Konflikts im Nahen Osten mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation bzw. die Verschiebung globaler politischer Gewichte zugunsten autoritärer Regime verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland mit einem erneuten Infragestellen der Währungsunion.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen schnell auf neutrale Niveaus zurücknehmen.
- Einfrieren der geopolitischen Konflikte führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen lassen Aktienkurse deutlich steigen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

## Disclaimer

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und/oder Steuer-) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Die Einschätzung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.



### **Deka Investment GmbH**

Lyoner Straße 13,  
60528 Frankfurt

Postanschrift:  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 652  
Telefax: (0 69) 71 47 - 11 43  
E-Mail: [service@deka.de](mailto:service@deka.de)  
[www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)