

Jahresbericht

2023
2024



HELLERICH



HELLERICH

Rückblick auf die Märkte

- 4** Trotz Krieg, Krisen und erwarteter Rezession - ein Jahr der Normalisierung

Rückblick auf unsere Anlagestrategien

- 12** Vermögensverwaltung Ausgewogen und Dynamisch
- 14** Fonds-Vermögensverwaltung Ausgewogen und Dynamisch

Rückblick auf unsere Investmentfonds

- 18** HELLERICH Global Flexibel
- 20** HELLERICH Sachwertaktien

Wirtschaft und Politik Global

- 22** Sinkende Inflation verschleiert langfristige Risiken
- 28** Das Ende der Zinswende
- 32** Konjunkturlaute oder langfristige Wachstumsschwäche?

Journalbeiträge

- 38** Das erste Regierungsjahr von Giorgia Meloni
- 42** Weltweit ufern die Staatsschulden aus
- 46** Die bevorstehenden Wahlen in den USA 2024
- 48** Die Welt nach der UN-Klimakonferenz in Dubai

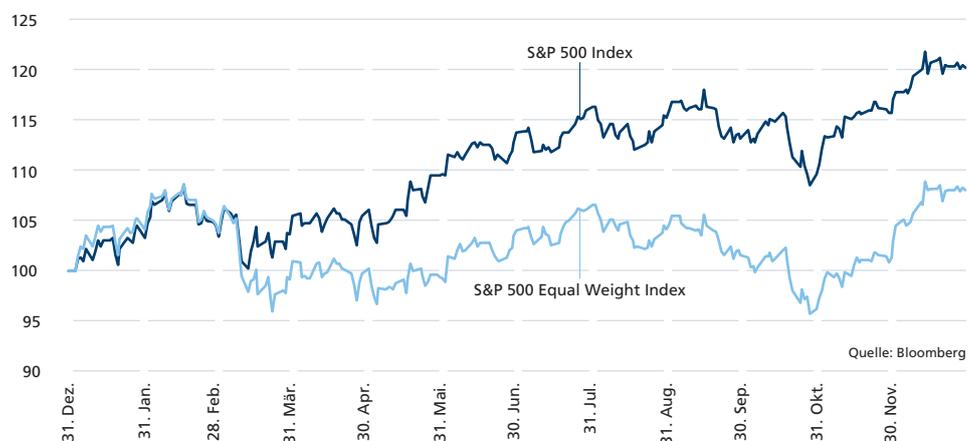


Trotz Krieg, Krisen und erwarteter Rezession: ein Jahr der Normalisierung

Nur wenige Technologieaktien bewegten die Märkte

Inflation und Zinsen waren im Jahr 2023 die alles überlagernden Einflussfaktoren an den Kapitalmärkten. Entsprechend der sich mehrmals ändernden Erwartungshaltung der Marktteilnehmer kam es im Frühjahr und Herbst zu deutlichen Rückschlägen an den Börsen, die jeweils zwischen zehn und 13 Prozent lagen (Nasdaq). Per saldo stiegen die wichtigsten (westlichen) Aktienmärkte und setzten die im Herbst 2022 begonnene Erholung fort. Doch die positiven Indexzahlen täuschen. Nur wenige sehr teure (überbewertete) Technologieaktien zogen die Märkte nach oben. Betrachtet man den „S&P 500 Equal Weighted Index“ – hier sind alle Aktien gleich gewichtet – ergibt sich ein realistischeres Bild. Lediglich acht Prozent vor Dividenden konnte der breite US-Markt zulegen.

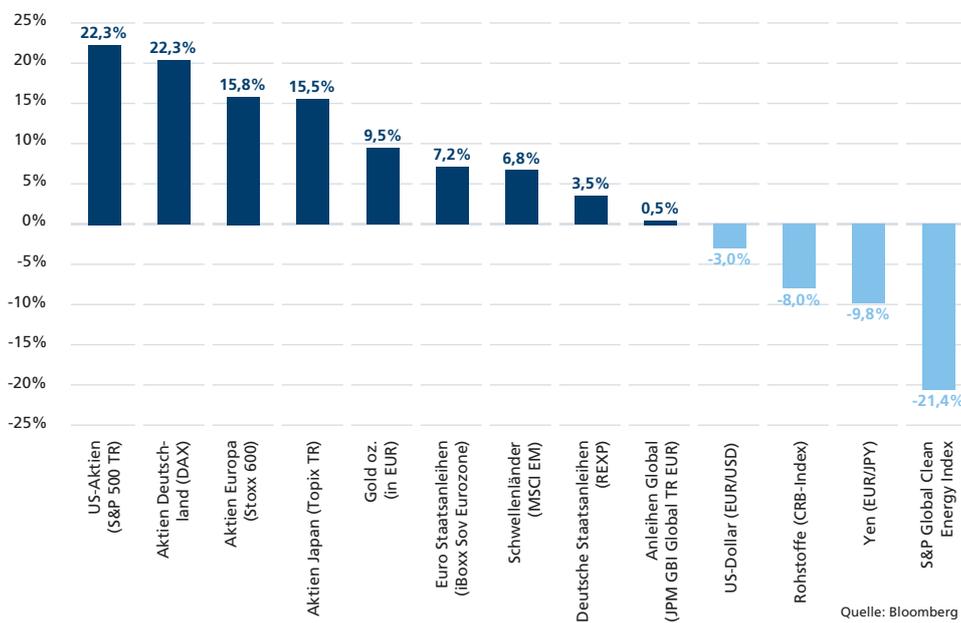
Gleichgewichteter US-Aktienindex im Vergleich in EUR



Auf globaler Ebene verlief die Konjunktur robuster als erwartet. Auch Gold und Silber konnten zulegen. Schlechter entwickelten sich jedoch die chinesischen Aktienmärkte und gemessen am CRB-Commodity-Index die Rohstoffe. Die Anleihenmärkte lagen bis No-

vember meist im negativen Bereich. Die Stellungnahmen auf der letzten US-Notenbank-sitzung führten jedoch hier zu einer Erwartungsrallye, da die Fed die Zinspause beibehielt und zudem drei Zinssenkungen andeutete. Die zehnjährigen US-Staatsanleihen konnten dadurch die bis Oktober angelaufenen Verluste wieder ausgleichen. Auch der deutsche Rentenindex REX konnte sich im Dezember wieder in positives Terrain vorarbeiten.

Wertveränderung verschiedener Anlageklassen 2023 in EUR (seit Jahresbeginn per 31.12.2023)



Bereits der Jahresstart verlief an den wichtigen globalen Aktienmärkten vielversprechend, und das, obwohl sich gerade institutionelle Investoren und Banken vorsichtig positionierten. Alle 28 Kreditinstitute, die beispielsweise die F.A.Z. Ende 2022 zur DAX-Prognose für das neue Jahr 2023 befragte, lagen daneben. Nur zwei Prognosen waren optimistischer und kamen in die Nähe des DAX-Schlusskurses, verfehlten ihn aber dennoch deutlich. Im Durchschnitt lagen die Prognosen bei rund 15.050 Punkten – der DAX schloss am 29.12.2023 bei 16.751 Punkten.

Bis in den März hinein waren an den europäischen Börsen bereits zweistellige Kurszuwächse zu verzeichnen. An den Anleihenmärkten waren die Bewegungen weniger eindeutig. Sowohl die amerikanische Notenbank Fed als auch die europäische EZB fuhren mit ihrer Inflationsbekämpfung fort und erhöhten weiter die Zinsen, was Anleihen belastete. Doch ab Mitte März drehte sich das Bild sehr abrupt. Der bis dato größte europäische Bankenzusammenbruch kündigte sich an. Die Schweizer Traditionsbank Credit Suisse (CS), einst eine weltweit systemrelevante Bank, musste durch eine Notübernahme durch die UBS mit Unterstützung der Schweizer Notenbank gerettet werden. Dies wurde nötig, nachdem neue Kapitaleinlagen durch Großaktionäre verweigert worden waren (Kursverlust am 15.03.2023: 27 Prozent). Die Bank, die schon seit Jahren durch Skandale,

Die DAX-Prognosen lagen daneben

Credit Suisse musste gerettet werden

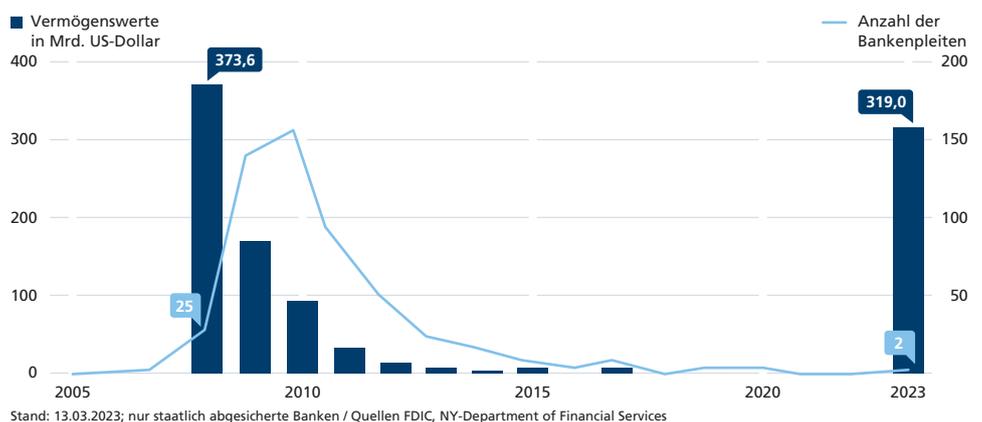
Geldwäsche und Betrugsfälle exorbitant viel Geld verloren hatte, musste sich von der Nationalbank eine Kapitalhilfe von mehr als 50 Milliarden Franken beschaffen. Doch auch das konnte die abfließenden Kapitalströme nicht stoppen. Am 19. März wurde durch die Übernahme das Ende der über 160 Jahre alten Bank besiegelt. Die UBS ist damit zu einem „Giganten“ aufgestiegen. Die Bilanzsumme der neuen UBS (Stand Juni 2023) entspricht damit dem doppelten Schweizer Bruttoinlandsprodukt – das ist weltweit einmalig! Sollte die UBS jemals in Schieflage geraten, kann die Schweiz das nicht mehr auffangen.

US-Regional-bankenkrise

Aber auch jenseits des Atlantiks standen Banken im Feuer. In den USA mussten innerhalb von fünf Tagen drei kleinere und mittlere US-Banken schließen. Die erste war die Silicon Valley Bank, die besonders stark im Start-up-Bereich tätig war und auch viele junge Technologieunternehmen finanziert hatte. Der Zinsanstieg führte zu hohen Verlusten im Anleihenportfolio. Auch die Finanzierungen von Kryptounternehmen spielten eine Rolle. Das Problem war dabei der vorangegangene Einbruch der Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum, um die bekanntesten zu nennen. Die entstandenen Wertverluste bei den finanzierten Unternehmen und privaten Haushalten führten in Folge zum Abzug ihrer bei Banken geparkten Gelder. Die Kapitalmarktteilnehmer gingen aufgrund dieser Bankturbulenzen weltweit in eine „Risk-off-Position“ und bauten Risiken ab. Der S&P 500 Index verlor zehn Prozent an Wert, der S&P Bankenindex brach sogar um 40 Prozent ein.

Diese Turbulenzen und die weiter schwebenden Risiken veranlassten die Fed, die Zinsen im März trotz der weiterhin zu hohen Inflation nur um 0,25 Prozent statt der vorgesehenen 0,50 Prozent anzuheben. Die Anleihenmärkte quotierten das mit einer ersten Rallye, die bis in den Mai hinein anhielt.

Bankenpleiten in den USA: Ein Hauch von Finanzkrise



Obwohl die Ereignisse eine gewisse Fragilität des Bankensystems erneut vor Augen führten, gingen die Akteure wieder in den „Risk-on-Modus“ beurteilten die Vorkommnisse als „halb so schlimm“ und setzten auf Erholung. Bis in das dritte Quartal hinein stiegen die Aktienmärkte. Gründe hierfür waren sinkende Inflationsraten und die Hoffnung auf bald wieder fallende Zinsen, denn die Fed lies im Juni die Zinsen unverändert. Aber auch der KI-Hype, der durch den Erfolg von ChatGPT neue Nahrung erhielt, zog die Aktienmärkte weiter nach oben. Getragen wurde der Aufschwung von den hochkapitalisierten, teuren Technologietiteln. Ohne sie wäre der amerikanische Aktienindex S&P 500 kaum angestiegen.

Im August änderte sich die Richtung erneut. Im von der Fed veröffentlichten Sitzungsprotokoll war zu lesen, dass die Mehrheit der Notenbankmitglieder von signifikanten Aufwärtsrisiken bei der Inflation ausgingen und weitere Zinsanhebungen andeuteten. Damit hatten die Märkte nicht gerechnet. Hinzu kam eine bedenkliche Entwicklung in China.

Nach zwei Lockdown-Jahren hob die chinesische Regierung im Dezember 2022 die Beschränkungen jäh auf. Wie erwartet sprang die Wirtschaft zunächst merklich an. Doch die im Juli veröffentlichten Daten zum zweiten Quartal 2023 waren bereits wieder deutlich schwächer. Ein weiterer Faktor waren auch die schwachen Ausfuhrzahlen des Exportweltmeisters, die eine globale Abschwächung widerspiegeln. Daneben steckte der wichtige Immobilienmarkt weiter in einer ausgeprägten Krise und damit die Ausgabenlaune der Chinesen an sich. Ökonomen von Bloomberg hatten berechnet, dass jeder fünfprozentige Rückgang der Immobilienpreise ca. 2,5 Billionen US-Dollar Haushaltsvermögen vernichtet. Bis zuletzt wurden die Preise durch staatliche Entwicklungsgesellschaften und durch

KI-Hype verleiht Auftrieb

Chinaschwäche

Entwicklung der chinesischen Wohnimmobilienpreise pro m² in Renminbi

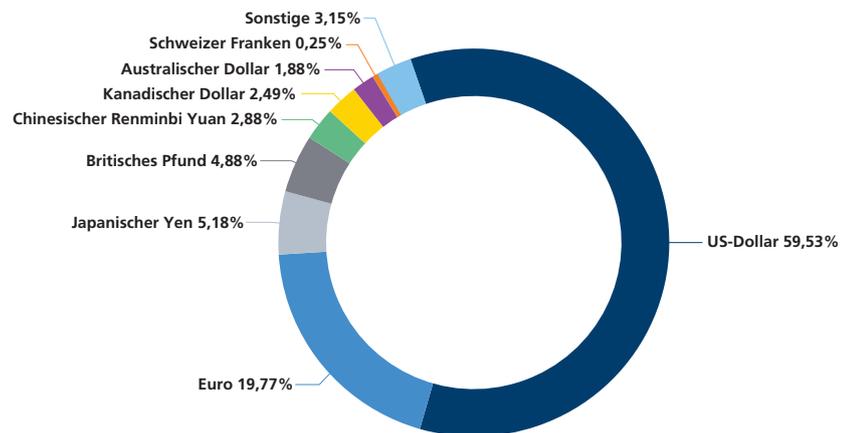


BRICS als Gegengewicht zum Westen

die Verkäufer hochgehalten, doch das funktioniert nicht dauerhaft. Der Immobiliensektor macht knapp ein Viertel der chinesischen Wirtschaftsleistung aus und ist konjunkturbestimmend. Bereits seit Jahren leidet der zweitgrößte Immobilienentwickler Evergrande unter großen Verlusten. Ein Sanierungsplan konnte immer noch nicht aufgestellt werden. Mitte August musste dann der größte chinesische Immobilienentwickler Country Garden einen Verlust von umgerechnet 6,5 Milliarden US-Dollar ausweisen und warnte selbst vor einem Zahlungsausfall. Zugleich musste Evergrande nach der Veröffentlichung eines ähnlich hohen Verlusts Gläubigerschutz in den USA beantragen. Das Schreckgespenst einer Immobilien- und Finanzkrise war plötzlich wieder Gesprächsthema an den Börsen.

Etwa zur gleichen Zeit fand in Südafrika der BRICS-Gipfel statt. Die Gruppe mit den Ländern Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika hat u. a. das Ziel ein Gegengewicht zum Westen zu bilden. Alle zusammen legten Wert darauf, dass in der internationalen Finanz-, Handels- und Wirtschaftspolitik neue Regeln etabliert werden. Generell soll die US-Dollarabhängigkeit reduziert werden. Hierzu wurde sogar die Schaffung einer gemeinsamen goldgedeckten Währung diskutiert.

Zusammensetzung der weltweiten Devisenreserven im 2. Quartal 2022 nach Währungen



Quelle: IMF

Bedeutungsgewinn durch mehr Mitglieder

Um das Gewicht zu stärken, sollen neben den bestehenden Mitgliedern weitere Länder in den Klub aufgenommen werden. 40 (Entwicklungs-)Länder hatten Interesse an einer Aufnahme bekundet. Saudi-Arabien, Iran, Vereinigte Arabische Emirate, Argentinien und Äthiopien sollen zum 1. Januar 2024 beitreten. Der Verbund wird dann 46 Prozent der Weltbevölkerung und 37 Prozent der Wirtschaftsleistung vereinen. Problematisch ist nur, dass die Länder und Systeme sehr unterschiedlich sind. In dem Bündnis befinden sich auch die großen Rivalen Indien und China. Auf die Kapitalmärkte hatte der Gipfel unmittelbar keine nennenswerten Auswirkungen.

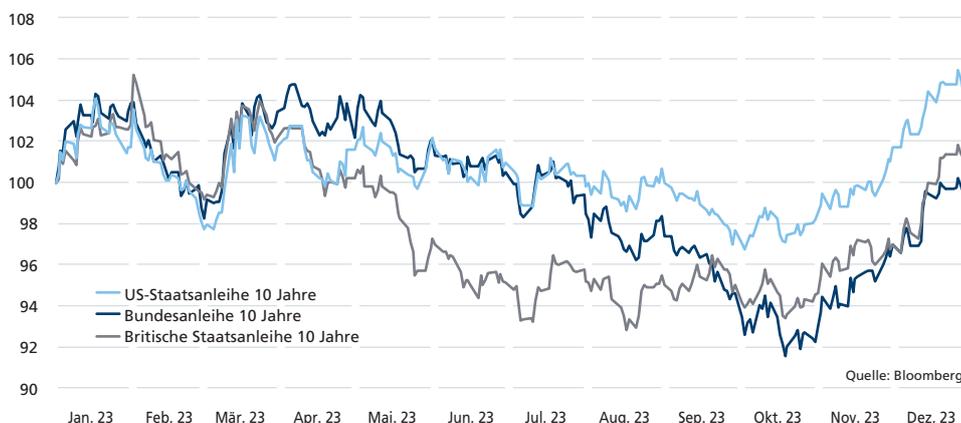
Bei den Anleihen verlief die Entwicklung ähnlich wie bei den Aktien. Die Kurse fielen bis in den Oktober hinein. In dieser Zeit hatte der deutsche Rentenindex REX über vier Prozent Verlust zu verzeichnen. Zehnjährige US-Staatsanleihen verloren sogar knapp zehn Prozent.

Der brutale und menschenverachtende Überfall der Hamas am 7. Oktober, bei dem durch Raketenangriffe und Überfälle mehr als 1.200 Menschen getötet wurden, sorgte auch an den Börsen für Verunsicherung. Der Ölpreis reagierte prompt, und Gold war als Hort der Sicherheit wieder gefragt. Geopolitisch war eine Ausweitung des Konflikts zu befürchten, denn der Iran unterstützt seit Jahren die ebenfalls involvierte Terrororganisation Hisbollah und hat Israel zum Todfeind erklärt.

Im Verlauf des Oktobers erreichten die meisten westlichen Aktien- und Anleihenmärkte nach den vielen Negativnachrichten ihre Tiefpunkte, die sich zwischenzeitlich als Wendepunkte erweisen sollten. Nachdem bei der Fed-Sitzung Anfang November der US-Leitzins zum zweiten Mal unverändert belassen worden war, keimte wieder die Hoffnung auf, dass der Zinsgipfel nun erreicht sein könnte, denn auch die Bank of England hatte die Zinsen nicht weiter angehoben. Neue Nahrung erhielt diese Erwartung durch die amerikanischen Inflationszahlen von Mitte November, die erneut schwächer ausfielen. Das galt als ein Hinweis darauf, dass die kräftigen Zinserhöhungen ihre Wirkung entfalteten, so die weitverbreitete Meinung, die die Börsenkurse weiter steigen ließ.

Fed schenkt Hoffnung auf Zinssenkungen

Preisentwicklung verschiedener Länderanleihen



Ab Oktober Jahresendrallye

Doch nicht nur Aktien befanden sich damit gleichsam in einer Jahresendrallye, auch Gold, Kryptowährungen und nicht zuletzt die Rentenmärkte waren in den Aufwärtstrend eingeschwenkt. Lediglich die Rohstoffpreise, vor allem Rohöl, verhielten sich gegenläufig. Neben den verhaltenen Konjunkturaussichten für das nächste halbe Jahr scheint nun auch die OPEC-plus nicht mehr ganz so einvernehmlich zu agieren. Ein vorgesehene Treffen musste deshalb verschoben werden. Ob die später beschlossenen Förderkürzungen umgesetzt werden, darf bezweifelt werden.

Dass das Thema Künstliche Intelligenz (KI) nicht nur ein Modethema ist, konnte der Chipentwickler und Hersteller von Spezialchips für KI-Anwendungen Nvidia eindrucksvoll beweisen. Das Unternehmen berichtete am 21. November von einer Verdreifachung des Umsatzes gegenüber dem Vorjahr auf mehr als 18 Milliarden US-Dollar und einem Gewinnanstieg von zuvor 680 Millionen auf 9,2 Milliarden US-Dollar im dritten Quartal. Zu solch erfreulichen Unternehmensnachrichten gesellten sich Daten einer unerwartet guten amerikanischen Konjunktorentwicklung. Im dritten Quartal wuchs die Wirtschaft auf das Jahr umgerechnet um 5,2 Prozent (der Wert wurde später noch leicht nach unten korrigiert).

Angetrieben durch weiter nachlassende Inflationszahlen und die wachsende Wahrscheinlichkeit von Zinssenkungen konnten der DAX und EuroStoxx 50 Index am 5. und 6. Dezember neue Hochs ausbilden. Die Anleger werteten die Zinssenkungsfantasie höher als die realen Wirtschaftsdaten, denn diese zeigten im Euroraum für das abgelaufene dritte Quartal eine Schrumpfung an, die Analysten auch für das vierte Quartal erwarteten.

Neue Hochs nach Zentralbank- sitzungen

Nach der letzten Notenbanksitzung am 13.12.2023 erreichte dann auch der amerikanische Dow Jones Index ein neues Allzeithoch. Der Präsident der Fed hatte zuvor verkündet, dass die Zinspause verlängert wird und die Zinsen im Jahr 2024 um bis zu 0,75 Prozent sinken könnten. Diese Aussage verlieh auch den Anleihen neuen Schub. Der US-Dollar reagierte auf diese Nachrichten negativ, denn fallende Zinsen machen die Währung weniger attraktiv. Die Aussicht auf sinkende Zinsen konnte die EZB bei ihrer letzten Sitzung jedoch nicht vermitteln, sodass der DAX nach dem kurzzeitigen Test der 17.000 Punkte-Marke wieder zurückfiel. Per saldo war es ein gutes Jahr für Aktien, Gold und Anleihen. Negativ entwickelten sich Rohstoffe sowie der US-Dollar und der japanische Yen gegenüber dem Euro.

Ausblick:

Die ersten Börsentage des neuen Jahres zeigten bereits, dass wohl etwas zu viel Euphorie im Markt war: Zum einen, was die Zinssenkungserwartungen betraf und zum anderen hinsichtlich eines sogenannten „Soft-Landing“ der US-Konjunktur. Hinzu kommen die hohen Bewertungen der gehypten KI-Unternehmen, die im letzten Jahr überdurchschnittlich zugelegt hatten.

Die Leitzinsen könnten im laufenden Jahr zwar wieder sinken, aber mit einem stetigen Verlauf sollte man nicht rechnen. Bei einem Wegfall der Basiseffekte dürfte die Inflation wieder anziehen und den Zentralbanken Zinssenkungen erschweren (siehe dazu: „Sinkende Inflation verschleiert Risiken“).

Das globale Wachstum wird sich nach den Prognosen für 2024 abschwächen, dabei droht einigen Ländern, so auch Deutschland, eine Rezession. Risiken ergeben sich nicht zuletzt aus den geopolitischen Konflikten. Eine Ausweitung des Krieges im Nahen Osten, der den Handel über die Schifffahrtsrouten bedroht, könnte schweren Schaden anrichten. Als Folge davon dürften Energieimportpreise die Inflation wieder anheizen und Lieferengpässe die Produktionsketten erneut stören.

Wahljahre in den USA sind gewöhnlich gute Aktienmarktjahre (siehe Beitrag „US-Wahl“). Ein neuer, alter Präsident Donald Trump könnte jedoch das Verhältnis zu China und den „europäischen Freunden“ stark belasten. Die Zollthematik von Trump während seiner Präsidentschaft ist allen noch geläufig.

Doch auch wenn die Konjunktur sich wie erwartet abkühlt, Amerika einen neuen Präsidenten bekommt und die Kapitalmarktzinsen nicht mehr deutlich weiter fallen, dürften die Märkte vom niedrigeren Zinsniveau profitieren. Dividendenrenditen haben gegenüber Anleihenrenditen wieder einen Vorteil und Unternehmen werden durch verbesserte Finanzierungsbedingungen entlastet. In einem solchen Umfeld können die Unternehmensgewinne weiter ansteigen. Das wäre positiv für die Kapitalmärkte. Die weitere Entwicklung wird jedoch von hoher Volatilität geprägt sein.

**Rückläufiges
Wachstum**

**Finanzierungs-
bedingungen
verbessern sich**

Vermögensverwaltung Ausgewogen und Dynamisch

Die ausgewogene Strategie erreichte im Durchschnitt einen Zuwachs von sieben Prozent und die dynamische Strategie von elf Prozent. Die Aktienquoten waren nicht ganz ausgeschöpft, da angesichts schwächeren Wirtschaftswachstums und politischer Krisenherde sowie größerer Abschlüge in verschiedenen Branchen, Ländern und bei Nebenwerten kein Best-Case-Szenario vorherrschte. Bei der ausgewogenen Strategie haben wir nach vielen Jahren erstmalig wieder in Anleihen investiert, die aufgrund der gestiegenen Zinsen wieder attraktiv geworden sind.

Nicht alle Branchen am Anstieg beteiligt

Die allgemeinen Prognosen für das Jahr 2023 waren sehr verhalten bis negativ. Doch es kam anders. Mit ChatGPT gab es einen Aufschwung für die Künstliche Intelligenz, mit dem niemand gerechnet hat. Der Optimismus blieb trotz steigender Zinsen ungebremst und so blicken wir auf ein gutes Aktienjahr zurück. **Verschiedene Branchen hatten allerdings wenig Anteil am allgemeinen Anstieg:** Beispielsweise befanden sich Aktien aus dem Segment der erneuerbaren Energien im Sinkflug, die Gewinneraktien der Corona-Pandemie korrigierten, und den Nahrungsmittelherstellern machte sowohl die Inflation als auch der medizinische Erfolg appetitzügelnder Medikamente zu schaffen. Als wäre der Krieg gegen die Ukraine noch nicht genug, begann Anfang Oktober ein neuer Krieg zwischen Israel und der Hamas. Mit Angriffen in Richtung Libanon und Syrien kamen Ängste um eine Ausweitung der Auseinandersetzung auf.

Die Aktienquoten wurden angesichts des Marktanstiegs sukzessive angehoben, allerdings zeigte sich der Anlageerfolg erst am Ende des Jahres, **da zwischenzeitlich eine Seitwärtsphase vorherrschte und es im Oktober aufgrund des Angriffs in Israel nochmals einen signifikanten Marktrücksetzer gab.** Ab November drehte sich das Bild und eine abflauende Inflation sowie die Erwartung sinkender Zinsen starteten einen kräftigen Anstieg. **Lange Zeit bestimmten die Profiteure der KI-Euphorie den Index und wurden zu den „Glorreichen Sieben“ gekürt, während der Gesamtmarkt eher flach verlief.** Zwei dieser Werte, Microsoft und Alphabet, waren in den Portfolios investiert und erreichten den höchsten Wertzuwachs. Im späteren Verlauf kam Amazon hinzu.

Ein Merkmal des Jahres 2023 war das häufige Auftreten extremer Tagesverluste. Auslöser waren beispielsweise die Quartalszahlen, verhaltene Prognosen oder Sippenhaft bei Verlierern der gleichen Branche. **Somit verlief bei einzelnen Unternehmen nicht alles so reibungslos, wie es die Indizes vermuten ließen.** In unseren Vermögensverwaltungsstrategien konnten wir diese Ausreißer zwar vermeiden, aber nicht alle Unternehmen wiesen ein erfolgreiches Jahr auf. Insbesondere die Bereiche Gesundheitswesen (Thermo Fisher Scientific), Nahrungsmittel (Nestlé) und Pharmazeutika (Pfizer) drückten das Ergebnis nach unten.

Im Bereich der Anleihen konnten attraktive Renditen gesichert werden. Die Laufzeiten sind dabei noch auf den kürzeren Bereich beschränkt, da die Verzinsung angesichts der inversen Zinskurve attraktiver ist als bei länger laufenden Papieren. Sobald die Kurve dreht und das höhere Risiko wieder mit einer größeren Prämie ausgestattet wird, ändert sich diese Ausrichtung. Die Kontokorrentverzinsung ist dabei ein wesentlicher Maßstab. Sie erreichte im Laufe des Jahres ein attraktives Niveau. Das Hauptaugenmerk bei der Selektion liegt auf Unternehmensanleihen, aber auch Staatsanleihen, Hypothekenpfandbriefe oder Floater supranationaler Emittenten gehören zu unserer ausgewogenen Mixtur.

Die Jahresbetrachtung ist angesichts der hohen Schwankungen und der geopolitischen Ereignisse eher eine Momentaufnahme. Das Jahr 2023 war gut, aber schon in wenigen Monaten könnte sich die Richtung ändern. Es wäre wünschenswert, wieder einmal ein „normales“ Jahr für Aktien und Anleihen vor sich zu haben, aber es ist davon auszugehen, dass die Intensität und die Häufigkeit der Schwankungen eher zu- als abnehmen. Sowohl bei Aktien als auch Anleihen sehen wir dennoch weiterhin gute Chancen auf ordentliche Renditen im neuen Jahr.

Chancen für Aktien und Anleihen im neuen Jahr

Fonds-Vermögensverwaltung Ausgewogen und Dynamisch

Im Berichtsjahr 2023 konnte die Strategie Ausgewogen Zuwächse im Bereich von 7,5 bis 9,5 Prozent, die Strategie Dynamisch bis über zehn Prozent ausweisen. Hinsichtlich der Kapitalmarktentwicklung könnte das Jahr 2023 als ein Jahr der Normalisierung beschrieben werden.

Ein Jahr mit
vielen Krisen und
Problemen

Die geo- und landespolitischen Ereignisse lassen diesen Schluss jedoch nicht zu! Ganz im Gegenteil: Ein neu entbrannter Krieg im Nahen Osten, ein mit unverminderter Härte geführter Abnutzungskrieg in der Ukraine, der Versuch der Abkoppelung des Westens von seinem Haus- und Hoflieferanten China mit den negativen Auswirkungen auf den globalen Handel sind im Allgemeinen nicht die Zutaten für einen normalen und guten Börsenverlauf. Hinzukamen eine starke Ausweitung der US-Verschuldung bei gleichzeitiger Rückführung der Zentralbankbilanz, die den Märkten Geld entzog. Daneben wurden bis Mitte 2023 die Zinsen weiter angehoben, um über den Arbeitsmarkt die Konjunktur zu dämpfen und damit die Inflation zu bekämpfen.

Im deutschen Haushaltsplan fehlten plötzlich 60 Milliarden Euro, denn das Bundesverfassungsgericht hatte den Nachtragshaushalt gekippt, was eine Haushaltssperre nach sich zog und bisher keine Verabschiedung des Haushalts 2024 ermöglichte. Der Umbau zu einer klimafreundlichen Wirtschaft, aber auch die durch Milliardensubventionen angelockten Halbleiter- und Technologieinvestitionen könnten auf der Kippe stehen.

Trotz allem verlief
das Jahr positiv

Bei Betrachtung der Kapitalmärkte ergibt sich ein zweigeteiltes Bild. Die Aktienmärkte der G7-Länder entwickelten sich sehr unterschiedlich und lagen im Bereich zwischen fünf (Australien) und 28 Prozent Zuwachs (Italien). Die Anleihenmärkte, insbesondere die der USA, liegen noch im negativen Terrain. So verloren die US-Staatsanleihen bis in den Oktober hinein noch einmal rund sechs Prozent, obwohl aufgrund der steigenden Zinsen in den Jahren 2021 und 2022 bereits 20 Prozent Verlust aufgelaufen waren. Seit Anfang November konnten die Anleihen jedoch generell wieder Kursgewinne erzielen. Sinkende Inflationsraten und Zinssenkungshoffnungen waren hierfür verantwortlich.

Strategie Ausgewogen

Im Aktienbereich der Strategie haben wir folgende Transaktionen vorgenommen: Im April verkauften wir den Selection Rendite Plus. Dieser defensive Mischfonds, der den Nachhaltigkeitsgedanken bei seinen Investitionen umsetzt, hat uns lange Zeit mit seinem Marktverhalten und der Performance überzeugt. Den Zinsanstieg konnte er jedoch weniger gut verarbeiten. Nach einer Erholungsphase nahmen wir den Fonds aus den Portfolios

und realisierten knapp zwölf Prozent Gewinn. Im Mai trennten wir uns von den amerikanischen Small Caps. Diese gerieten durch die Regionalbankenkrise in den USA, bei der mehrere Häuser schließen mussten, unter Druck. Das gesamte Segment der Small Caps hatte darunter zu leiden, so auch der AB US Small & Mid-Caps Fonds, obwohl er nicht in dem Bereich investiert war. Wir verkauften den Fonds zur Verlustbegrenzung.

Im Anleihenbereich der Strategie haben wir größere Umschichtungen vorgenommen. Bereits im Mai bauten wir ein Investment in hochverzinslichen europäischen Anleihen auf. Der gewählte iShares € High Yield Corp Bond ESG ETF investiert in Unternehmen aus dem Hochzins-Segment, die solidere und nachhaltigere Geschäftspraktiken aufweisen als ihre Wettbewerber. Der ETF schließt bei seinen Anlagen Unternehmen aus, die in umstrittenen Bereichen wie Waffen, Tabak, Kraftwerkskohle und Ölsande tätig sind. Mit einer Effektivverzinsung von 6,5 Prozent und der Chance auf Kursgewinne bei sinkenden Zinsen halten wir den Fonds für sehr attraktiv.

Im August erweiterten wir unsere Anleihenstrategie um den BI Renten Europa von der Bayerninvest. Der Fonds investiert in europäische Staats- und Unternehmensanleihen, dabei können auch hochverzinsliche Anleihen beigemischt werden. Die Gesamtbondität (Rating) muss jedoch immer im Investmentgrade-Bereich liegen. Die Durchschnittsverzinsung des Fonds liegt aktuell bei 4,7 Prozent und ist für Anleihen mit guter Bonität relativ hoch. Für uns stellt der Fonds ein Basisinvestment in europäischen Anleihen dar. Der Fondsmanager G. Rendenbach steuert das Portfolio sehr aktiv und hat über lange Zeit eine hervorragende Leistung erbracht.

Aufgrund der sich abzeichnenden Zinswende in den USA haben wir uns dafür entschieden, auch eine Position in US-amerikanischen Staatsanleihen zu kaufen (1. Teil umgesetzt). Hierzu haben wir einen ETF mit sehr geringen Kosten ausgewählt. Der iShares \$ Treasury Bond 7-10yr ETF deckt, wie der Name bereits ausdrückt, das Segment der mittelfristigen Staatsanleihen mit Laufzeiten von sieben bis zehn Jahren ab. Die Gesamtkostenquote des Fonds liegt bei nur 0,07 Prozent. Die Effektivverzinsung beläuft sich auf 4,2 Prozent. Neben der attraktiven Verzinsung besteht die Chance auf deutliche Kursgewinne, wenn die Zinsen in den USA wieder fallen – und davon gehen wir aus. Bei einer Anlage in Fremdwährung, wie hier dem US-Dollar, ist natürlich immer auch die Währungsentwicklung zu berücksichtigen. Trotzdem überwiegen für uns hier die Chancen.

Die größten Kurszuwächse erzielten im Berichtszeitraum der WisdomTree Cybersecurity mit einem außergewöhnlichen Anstieg von 65 Prozent, gefolgt von Pictet Clean Energy mit einem Plus von knapp 24 Prozent und dem Xtrackers MSCI Japan mit rund 14

**Anleihen sind
wieder attraktiv**

Prozent. Bis auf den AB US-Small & Mid Cap, den wir verkauften, und den Xtrackers World Consumer Staples (-1,5 Prozent) lagen alle Investments im Plus. Zum Jahresende sind wir in der Strategie in Aktien leicht untergewichtet. Auf der Anleihe Seite stach der iShares € High Yield Corp Bond ESG ETF mit einem Zuwachs von über acht Prozent heraus.

Strategie Dynamisch

Im Aktienbereich der Strategie haben wir im Frühjahr in den HSBC MSCI Far East ex. Japan ETF investiert. Der Indexfonds beinhaltet die Länder China, Taiwan, Südkorea, Hongkong, Singapur, Indonesien, Thailand, die Philippinen und Macao. Er deckt damit die Industrie- und Schwellenländer Ostasiens ohne Japan ab. Es gibt gute Gründe, die für die Region sprechen. So hat der IWF in seiner aktualisierten Prognose veröffentlicht, dass die Asien-Pazifik-Region mit einem prognostizierten Wachstum von 4,6 Prozent im Jahr 2023 und 4,2 Prozent im Jahr 2024 der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft sein wird. Angetrieben wird das Wachstum vor allem von China, Indien und den ASEAN-Staaten. Auch die Asiatische Entwicklungsbank ADB hat kürzlich ihre Prognosen angehoben. Aufgrund der hohen Bewertung von indischen Aktien haben wir einen Indexfonds gewählt, der Indien nicht beinhaltet.

Aufgrund der positiven Entwicklung und der günstigen Bewertung japanischer Aktien sind wir seit längerem im Xtrackers MSCI Japan ESG ETF investiert. Der ETF investiert in die Bestandteile des MSCI Japan Low Carbon SRI Leaders. Das sind Aktien mit hoher und mittlerer Kapitalisierung, die sich im Vergleich zu ihren Mitbewerbern durch bessere ESG-Eigenschaften und eine geringere Kohlenstoffemission auszeichnen. Japan scheint sich endlich aus der jahrelangen Deflationsphase zu befreien. Der Geschäftsklimaindex der großen Unternehmen hat kürzlich ein Zweijahreshoch erreicht, der entsprechende Index der Dienstleister ist sogar auf ein Dreißigjahreshoch gestiegen. Das sind gute Aussichten für Konjunktur und Börse, selbst wenn damit zu rechnen ist, dass die ultralockere Geldpolitik sich damit dem Ende nähert.

Unter den Themeninvestments der Strategie stach im Jahr 2023 Cybersecurity sehr positiv heraus. Hierzu haben wir in den WisdomTree Cybersecurity ETF investiert. Die Software und die Dienstleistungen im Bereich Sicherheit sind gefragter denn je. Kriegerische Auseinandersetzungen, Staatsterror und nicht zuletzt Erpressungsversuche krimineller Banden lassen das Thema als einen der großen Wachstumsbereiche erscheinen.

Japan nach Deflation wieder interessant

Im Verlauf des Jahres haben wir auch in Anleihen investiert. Wir glauben, dass mit Anleihen im nächsten Jahr aufgrund der bevorstehenden Zinssenkungen sehr gute Renditen zu erzielen sind. Bereits im Mai bauten wir ein Investment in hochverzinslichen europäischen Anleihen auf. Der gewählte iShares € High Yield Corp Bond ESG ETF investiert in Unternehmen aus dem Hochzins-Segment, die solidere und nachhaltigere Geschäftspraktiken als Ihre Wettbewerber aufweisen. Mit einer Effektivverzinsung von 6,5 Prozent und der Chance auf Kursgewinne bei sinkenden Zinsen beurteilen wir den Fonds als sehr attraktiv.

Aufgrund der sich zuerst in den USA abzeichnenden Zinswende haben wir uns entschieden, einen Fonds für US-amerikanische Staatsanleihen zu kaufen. Der iShares \$ Treasury Bond 7-10yr ETF deckt das Segment der mittelfristigen Staatsanleihen mit Laufzeiten von sieben bis zehn Jahren ab. Die Effektivverzinsung beläuft sich auf 4,2 Prozent. Neben der attraktiven Verzinsung besteht die Chance auf deutliche Kursgewinne bei fallenden Zinsen in den USA.

Die größten Kurszuwächse erzielten im Berichtszeitraum der WisdomTree Cybersecurity mit einem außergewöhnlichen Anstieg von über 65 Prozent, gefolgt von Pictet Clean Energy mit einem Plus von knapp 24 Prozent, dem Xtrackers MSCI Japan mit rund 14 Prozent und dem UBS Factor Prime Value ETF mit über zwölf Prozent. Bis auf den AB US-Small & Mid Cap, den wir verkauften, den Rice Sustainable Future of Food und den erst seit kurzem aufgenommenen HSBC MSCI Far East ex. Japan (-5,5 Prozent) lagen alle anderen Investments im Plus. Auf der Anleihenseite stach der iShares € High Yield Corp Bond ESG ETF mit einem Zuwachs von über acht Prozent heraus, aber auch der erst Ende November erworbene iShares \$ Treasury Bond 7-10yr ETF hat bereits vier Prozent zugelegt. Zum Jahresende liegt die Aktienquote im Bereich von 60 bis 70 Prozent.

Chancen mit
US-Staatsanleihen

HELLERICH Global Flexibel

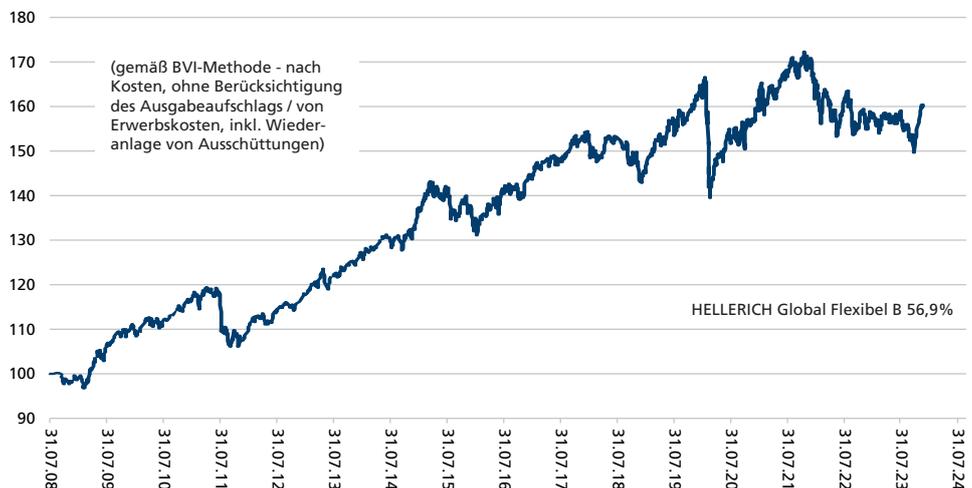
Ein Börsenjahr liegt hinter uns, das wohl von niemandem so erwartet worden war. Angesichts schwacher Wirtschaftsdaten und eines steigenden Zinsumfelds, das für viele Unternehmen mit größeren Herausforderungen verbunden war, konnten sich die Aktienmärkte von den Tiefs des Jahres 2022 deutlich erholen. Die Gegenbewegung verlief in den wenigen ersten Tagen des Januars. Der Rest des Jahres war eher verhalten, um dann nach einem katastrophalen Oktober bis zum Jahresende eine rasante Aufholjagd zu beginnen, die zu neuen Allzeithochs führte. Die Indizes zeigten jedoch ein verzerrtes Bild von den tatsächlichen Gegebenheiten. Einige Sektoren beendeten das Jahr mit negativen Vorzeichen und viele Unternehmen, darunter vor allem der Bereich der erneuerbaren Energien, litten unter den steigenden Zinsen und hohen Kosten. Anleihen erreichten vor allem zum Jahresende hin eine solide Wertsteigerung. Gold konnte zulegen, insbesondere seit Beginn der kriegerischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten.

Aktien und Anleihen im Plus

Deutsche und US-amerikanische Aktien zeigten die beste Wertentwicklung. Zwar lagen in der ersten Jahreshälfte die europäischen Indizes noch deutlich über dem US-Börsenbarometer, doch in der zweiten Jahreshälfte holten die US-Aktien auf. Der S&P 500 Index schloss das Jahr mit 22,3 Prozent ab, bedeutend besser als der STOXX 600 Index mit 15,8 Prozent. Besonders zum Jahresende setzten die Marktteilnehmer auf zukünftige Zinssenkungen der Federal Reserve. Die EZB hielt sich hingegen mit Äußerungen in diese Richtung bedeckt.

Wachstums- und Technologieaktien hatten im vergangenen Jahr den höchsten Zuwachs, allen voran die sogenannten „Glorreichen Sieben“, also Apple, Microsoft, Nvidia, Meta, Tesla, Amazon und Alphabet, die für einen Großteil des Anstiegs verantwortlich waren. Die Anleihenindizes konnten ebenfalls deutlich zulegen, was vor allem an den längeren Laufzeiten lag, die in den letzten Monaten aufgrund der Zinssenkungsfantasien gestiegen sind. Riskantere Anleihen stiegen um rund zwölf Prozent und deutsche Staatsanleihen um 3,5 Prozent. Der US-Dollar tendierte gegenüber

HELLERICH Global Flexibel B Wertentwicklung in % per 31.12.2023



dem Euro um drei Prozent schwächer und Gold erreichte auf Jahressicht einen Anstieg von 9,5 Prozent.

Der HELLERICH Global Flexibel B war aufgrund des besonders schwachen Jahres 2022 **zu Jahresbeginn noch sehr defensiv aufgestellt** und partizipierte nur geringfügig am rasanten Aktienanstieg des ersten Halbjahres. In der zweiten Jahreshälfte verhalf die risikoorientiertere Ausrichtung zu einem Anstieg, und so beendete der Fonds das Jahr mit einer Wertentwicklung von 3,3 Prozent. Die Aktienquote stieg im Jahresverlauf von anfangs 43 Prozent sukzessive auf 59 Prozent.

Dementsprechend wurden im Aktienbereich viele neue Positionen aufgenommen. Sowohl europäische als auch US-Werte waren dabei und gegen Jahresende in geringem Umfang auch Nebenwerte und Schwellenländer. Bei den Anleihen wurde der Anteil entsprechend auf rund 25 Prozent reduziert. Als Alternative zu kurzfristigen Anlagen in Schatzanweisungen wurden vermehrt Positionen in attraktiven Unternehmensanleihen aufgebaut. Die Goldposition stieg auf über fünf Prozent an und gehörte dadurch auf Jahressicht zu den höchsten Werttreibern des Portfolios.

Signifikante Performancebeiträge leisteten die Aktienpositionen Alphabet, L'Oréal, DHL Group und Infineon Technologies, ebenso die erst im Laufe des Jahres neu investierten TopBuild, der iShares MSCI European Quality ETF und der Softwareanbieter ServiceNow. Auf der Verliererseite standen vor allem chinesische Positionen, die im Jahresverlauf veräußert wurden, sowie die deutschen Nebenwerte clearvise und Blue Cap. Wie viele andere Unternehmen aus dem Bereich der erneuerbaren Energien musste clearvise Kursverluste hinnehmen. Die gesamte Branche litt unter den höheren Zinsen. **So wies der S&P Global Clean Energy Index einen zweistelligen Wertverlust auf.** Bei den Anleihen betrug die durchschnittliche Wertsteigerung etwas mehr als zwei Prozent. Gemäß unserer Philosophie dient dieses Teilsegment überwiegend der Stabilisierung und konnte mit den nun höheren Zinsen sogar wieder solide Beiträge erzielen.

HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2023 gemäß WpDVerOV

Zeitraum	Wert
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 31.01.2014) bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,00%) / Kaufspesen (ca. 0,20%) ggf. bis zu -5,2%	
Am Tag der Anlage (ab 01.02.2014) bei Zahlung von Bankspesen „negative Wertentwicklung“ in Höhe der Bankspesen	
31.12.2016 - 31.12.2017	6,8%
31.12.2017 - 31.12.2018	-6,2%
31.12.2018 - 31.12.2019	13,6%
31.12.2019 - 31.12.2020	-3,2%
31.12.2020 - 31.12.2021	8,6%
31.12.2021 - 31.12.2022	-9,0%
31.12.2022 - 31.12.2023	3,3%
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2023 gemäß BVI-Methode	
seit Auflage 05.08.2008	2023 61,2%
	2022 -9,0%
	2021 8,6%
	2020 -3,2%
	2019 13,6%
	2018 -6,2%
	2017 6,8%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)	5,3%
Maximaler Verlust	-16,3%

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquellen für Fondspreise sind die Attrax Financial Services S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Performancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

US-Wahl wichtiges Thema

Aussichten auf das neue Jahr sind ausbalanciert. Die Inflationsgefahr scheint gebannt, die Zinsen dürften ihr Plateau erreicht haben und der wirtschaftliche Abschwung könnte geringer ausfallen als befürchtet. Auf der anderen Seite bleiben die höheren Zinsen und vor allem die politischen Risiken eine Quelle der Unsicherheit. Die Wahl des US-Präsidenten wird eines der wichtigsten Themen des Jahres sein. Der Ausgang ist höchst ungewiss und befeuert damit die Schwankungen der Anlageklassen. So wie im vergangenen Jahr der Durchbruch der Künstlichen Intelligenz oder die Abnehmspritze überraschend ihre Wirkung entfaltet haben, werden uns sicherlich auch im neuen Jahr neue Errungenschaften in der Technik oder der Medizin begegnen. Für diese Herausforderungen setzen wir auf ein diversifiziertes Portfolio, eine ausgewogene Struktur der Anlageklassen und bleiben nah am Marktgeschehen.

HELLERICH Sachwertaktien

Die defensiven Sektoren zeigten sich robust im schwierigen Marktumfeld des Jahres 2022 und waren nun die Verlierer des abgelaufenen Jahres 2023. Gerade die Bereiche Gesundheitswesen, Nahrungsmittel und Versorger gerieten ins Hintertreffen. Dabei wurden auch gute Quartalsergebnisse von den Marktteilnehmern kaum honoriert und vorsichtige Prognosen führten zu höheren Kursrückgängen als üblich.

Nahrungsmittel und Gesundheitswesen mit Einbußen

Während die Marktteilnehmer vornehmlich auf die Technologie- und Halbleiteraktien setzten, rückten die defensiven Sektoren ins Abseits. Zudem wirkte sich der Erfolg der neuen Medikamente gegen Diabetes und Fettleibigkeit negativ auf breite Bereiche des Anlageuniversums aus. Supermärkte und Einzelhändler, Süßwaren- und Getränkeher-

HELLERICH Sachwertaktien B (Wertentwicklung in % per 31.12.2023)



steller sowie Unternehmen mit Bezug zur Bekämpfung von Diabetes erlitten teils ungerechtfertigte Einbußen, die im Zuge des Hypes um die Medikamente Ozempic und Co. entstanden sind. **Die Unternehmen der ausgewählten Branchen des HELLERICH Sachwertaktien Anlageuniversums wiesen mitunter herbe Verluste auf. Derartig breit angelegte gegenläufige Entwicklungen sind in den letzten 14 Jahren seit Auflage des Fonds äußerst selten vorgekommen, und sie verwunderten angesichts eines starken Aktienmarktes.**

Der HELLERICH Sachwertaktien wies im vergangenen Jahr einen Wertrückgang von 8,2 Prozent auf. Die globale Diversifikation trug kaum zur Verlustbegrenzung bei und die Währungen sorgten obendrein für Gegenwind bei der Wertentwicklung. Die höchsten Verlustbeiträge kamen von den großen US-Unternehmen General Mills, Cigna und Pfizer. Chinesische Aktien gehörten ebenso zu den Verlierern im Portfolio wie auch Auftragsfertiger für die Pharmaindustrie und Unternehmen des Medtech-Segments wie Thermo Fisher Scientific oder Danaher. Das Ende der Sonderkonjunktur, die durch die Pandemie in diesem Segment ausgelöst wurde, kam früher und abrupter als erwartet. Die Auftragslage verschlechterte sich, und aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Situation mit Inflation und hohen Zinsen fielen die Prognosen äußerst zurückhaltend aus. Zu den erfolgreichen Unternehmen des Portfolios zählten hingegen beispielsweise L'Oréal, Siegfried Holding, Rohto Pharmaceutical und Novartis. Verschiedene Einzelhandelsunternehmen konnten ebenfalls positive Beiträge leisten – darunter die meist hoch gewichtete Walmart-Aktie, Ahold Delhaize sowie die japanischen Drogerieketten Tsuruha und Sundrug. Nach einem Jahr voller Rückschläge sollte sich das Umfeld für die defensiven Sektoren wieder normalisieren. Es ist nicht üblich, dass konjunkturunabhängige Geschäftsmodelle so stark beeinträchtigt werden. Dies lag zum Teil an der Inflation, da bei Nahrungsmitteln und Produkten des täglichen Bedarfs die Margen üblicherweise eher gering sind. Der Gesundheitssektor könnte durch die bevorstehende Präsidentenwahl in den USA noch einmal in schwierige Fahrwasser geraten, da die Ausgaben von politischer Seite gesteuert werden. **Als durchaus positiv ist die vergleichsweise günstige Bewertung zu sehen, und auch eine Rotation könnte der Auslöser für eine Kurserholung sein.**

Rotation möglich

HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2022 gemäß WpDVerOV

Zeitraum	Wert						
Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,0%) / Kaufspesen (ca. 0,2%) ggf. bis zu -5,2%							
31.12.2016 - 31.12.2017	3,5%						
31.12.2017 - 31.12.2018	-8,2%						
31.12.2018 - 31.12.2019	11,1%						
31.12.2019 - 31.12.2020	-10,9%						
31.12.2020 - 31.12.2021	12,1%						
31.12.2021 - 31.12.2022	-9,8%						
31.12.2022 - 31.12.2023	-8,2%						
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.2022 gemäß BVI-Methode							
seit Auflage 07.04.2009	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
102,0%	-8,2%	-9,8%	12,1%	-10,9%	11,1%	-8,2%	3,5%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)							10,1%
Maximaler Verlust							-26,6%

Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquellen sind Attrax Financial Services SA, cleversoft group GmbH und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Perfomancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.



Sinkende Inflation verschleiert langfristige Risiken

Prof. Dr. Michael Clauss

Inflationsraten von elf Prozent im Euroraum oder 8,8 Prozent in Deutschland liegen glücklicherweise bereits mehr als zwölf Monate zurück. Die Pandemie ist vorüber und der Wegfall russischer Energielieferungen konnte kompensiert werden. Seitdem fallen die Preisindizes wieder. Mit etwa drei Prozent in Deutschland und den USA bzw. 2,4 Prozent im Euroraum bewegt sich die Inflationsrate zur Jahreswende wieder in Richtung Zielmarken der Notenbanken. Steigende Löhne könnten jedoch im kommenden Jahr eine zweite Inflationswelle auslösen, sodass erst 2025 mit einer nachhaltigen Kontrolle des Preisauftriebs zu rechnen ist. Langfristige, strukturell wirksame Faktoren wie Arbeitskräfteknappheit, Dekarbonisierung und geopolitische Veränderungen werden künftig eher inflationsstrebend wirken.

Aktuelle Aufhellung der Inflationsaussichten

Anders als die Vorjahre stellte das Jahr 2023 eine positive Überraschung bei der Inflation dar. So sank die Inflationsrate in Deutschland im Jahresverlauf vom (Nachkriegs-)Rekordniveau von fast zehn Prozent auf 3,2 Prozent zum Jahresende. Noch ausgeprägter war die Abwärtsbewegung im gesamten Euroraum. Hier lag die Preissteigerung nur noch bei 2,4 Prozent und damit in der Nähe der Zielmarke der EZB. Ausgelöst wurde dieser Rückgang von einer scharfen Abwärtskorrektur der Weltmarktpreise für Agrarprodukte wie Getreide, Mais und Schweinefleisch sowie bei Energiepreisen wie Öl, Gas und Strom. Dies schlug sich zunächst in den Erzeugerpreisen nieder, die im zweiten Halbjahr 2023 sogar elf Prozent unter ihrem Vorjahreswert lagen. Inzwischen (Ende 2023) ist der

**Inflationsrückgang
schneller als erwartet**

Preisrückgang bei sämtlichen Gütergruppen zu beobachten, selbst bei den vorher stark inflationierenden Nahrungsmitteln und Kosmetikartikeln.

Deutschland: Erzeugerpreise und Verbraucherpreise



Zudem stellte die EZB fest, dass der Inflationsrückgang durch die Verschärfung der Geldpolitik gefördert wurde. Insgesamt ist für die kommenden Monate eine weitere Entspannung bei der Verbraucherpreisinflation zu erwarten, die nun allmählich auch beim Konsumenten ankommt.

Gefahr einer zweiten Inflationswelle

Mit Beginn des neuen Jahres 2024 stellt sich jedoch die Frage nach einer möglichen Gegenbewegung. So hielten die Ökonomen der EZB fest, dass „die Inflation in den letzten Monaten gefallen ist, kurzfristig aber ein vorübergehender Wiederanstieg wahrscheinlich ist.“ So geht die EZB davon aus, dass nach weiteren Rückgängen 2024 eine zweite Inflationspitze von etwa drei Prozent möglich ist.

In dieses Bild passt auch die sogenannte Kerninflationsrate ohne die stark schwankenden Preise für Nahrung und Energie. Sie befindet sich mittlerweile über der Gesamtinflation. In Deutschland liegt dieses Inflationsmaß aktuell noch bei 3,8 Prozent und damit auf dem hohen Niveau von Anfang 2022. In den USA und in Japan sinkt die Kerninflation bereits seit Mitte 2023 nicht mehr.

Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale im Jahr 2024

Großer Inflationsdruck auf der Kostenseite

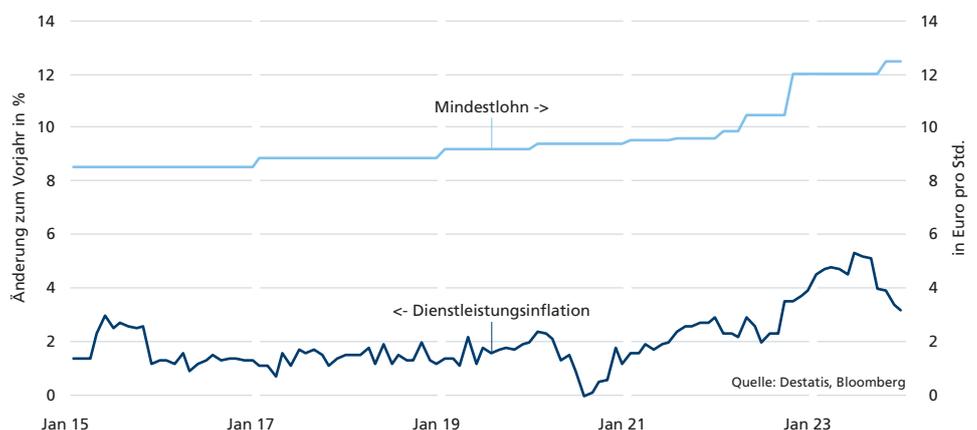
Eine Fortschreibung des aktuellen Inflationsrückgangs (Verbraucherpreisindex) ist riskant: Nach der gängigen makroökonomischen Lehre gründet Inflation auf drei Faktoren, nämlich Kosten, Nachfrage und Geldmenge.

Zwar ist die Geldmenge M1 (Bargeld und Girokonten) seit Mitte 2022 rückläufig, jedoch lag sie im Oktober 2023 immer noch auf dem Stand von Anfang 2021 – ein Niveau, das durch die pandemiebedingte Geldschwemme erreicht wurde.

Auf der Kostenseite ist der Inflationsdruck derzeit noch besonders deutlich spürbar, und zwar sowohl bei den Lohnkosten als auch bei den Materialkosten. Nominal werden die Löhne laut Prognose der Wirtschaftsforschungsinstitute im Jahr 2024 mit 5,2 Prozent fast genauso schnell ansteigen wie im Vorjahr. War dies aber im Verlauf von 2023 ein Inflationsausgleich, wirken die Löhne bei der niedrigeren Inflation jetzt kostentreibend. Die Lohnerhöhungen werden dazu führen, dass die Unternehmen ihre Verkaufspreise anpassen müssen. Nur so können sie ihre Margen stabil halten, was aber zu einer Lohn-Preis-Spirale führen könnte.

Für Deutschland dürfte die Regierungspolitik in mehrerlei Hinsicht relevant sein. Dies betrifft zum einen die Entwicklung beim Mindestlohn: Er erhöhte sich 2022 durch die kräftigen Aufschläge um insgesamt 25 Prozent von 9,60 EUR auf 12 EUR. Ab Januar steigt er nochmals um 3,42 Prozent auf dann 12,41 EUR. Dieser insgesamt deutliche Anstieg bedeutet eine Anhebung der allgemeinen Lohnuntergrenze und überträgt sich erfahrungsgemäß auf höhere, tariflich geregelte Lohngruppen. Der höhere Mindestlohn lässt damit das Lohnniveau insgesamt ansteigen.

Deutschland: Mindestlohn und Dienstleistungsinflation



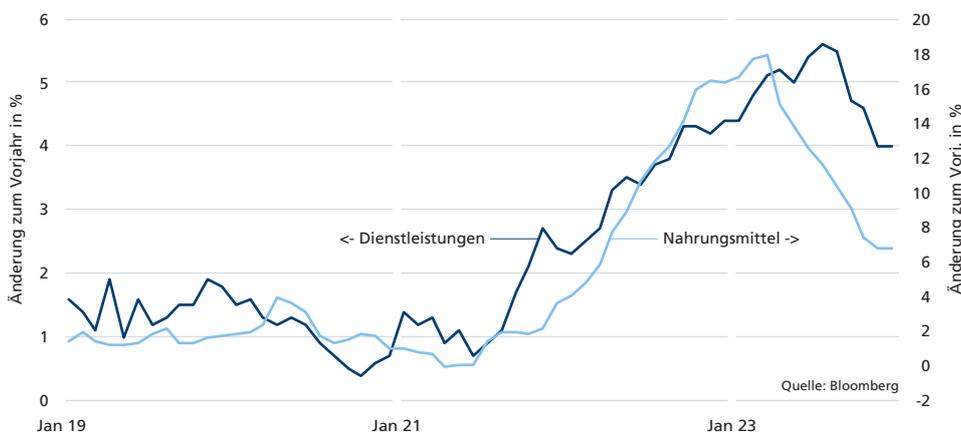
Ein Indiz hierfür sind die Forderungen der Gewerkschaft ver.di nach einer Lohnerhöhung für die Beschäftigten der Länder von 10,5 Prozent ab 2024. Auch in nicht staatlichen, bzw. kommunalen Bereichen stehen für 2024 Tarifverhandlungen an, so zum Beispiel für insgesamt acht Millionen Arbeitnehmer unter anderem aus der Chemieindustrie, der Metallindustrie und dem Bauhauptgewerbe.

Neben den Löhnen sorgt die derzeitige Schwäche des Euros gegenüber dem US-Dollar dafür, dass für die entsprechenden Importprodukte de facto mehr Geld aufzuwenden ist. Da es sich hierbei häufig um Vorprodukte und Dienstleistungen für verschiedene Konsumgüter handelt, wie z. B. Rohöl, Halbleiter und Software, verteuert dies auch die Fertigprodukte.

Von der Nachfrage, dem dritten potenziellen Inflationstreiber, gehen ebenfalls Inflationssimpulse aus. Das betrifft insbesondere die Anhebung von Versorgungsleistungen wie z. B. dem Bürgergeld (um zwölf Prozent) und der Altersrente. Dabei handelt es sich um Sozialleistungen ohne vergleichbare Arbeitsgegenleistung. Damit wird zusätzliche Nachfrage generiert, ohne dass das Güterangebot erhöht wird. Mit anderen Worten: Höhere Sozialleistungen führen zu höheren Konsumausgaben und gleichzeitig zu höherer Verschuldung der öffentlichen Hand.

Mindestlohn und Bürgergeld treiben Inflation ...

Euroraum: Inflation bei Dienstleistungen und Nahrungsmitteln



Die genannten Kosten- und Nachfrageeffekte sind vor allem bei zwei Gütergruppen zu beobachten: Bei den Dienstleistungen schlagen sich die Arbeitskosten besonders stark nieder. Hier liegt die Preissteigerung mit vier Prozent im Euroraum bzw. 3,4 Prozent in Deutschland über der allgemeinen Inflationsrate.

... vor allem bei den Dienstleistungen

Verrentung der Babyboomer sorgt für Arbeitskräftemangel

Die Inflation von Nahrungsmitteln, die vor allem den Grundbedarf abdecken und in denen sich Nachfrageeffekte naturgemäß besonders zeigen, beträgt in Deutschland sogar fast sechs Prozent.

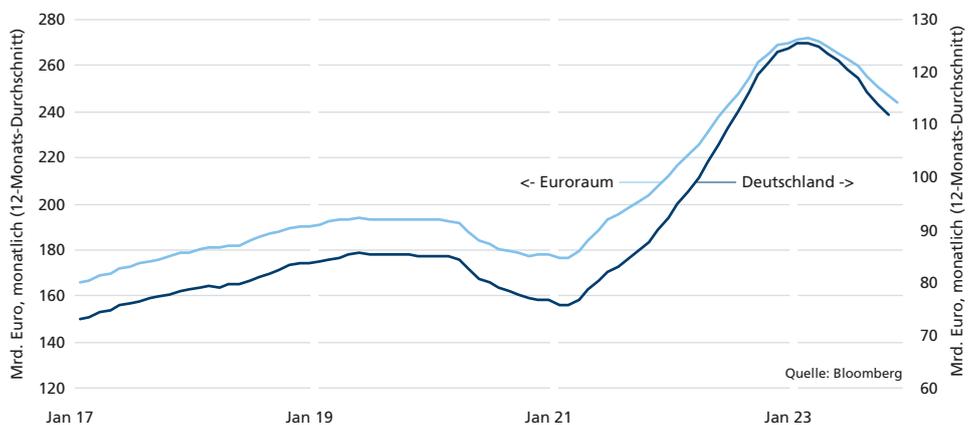
Strukturelle Trends fördern Inflationsdruck

Nicht nur aktuelle Entwicklungen wirken sich negativ auf die Inflation aus, sondern auch strukturelle. Hierzu zählen vor allem die demografische Entwicklung, die Abkehr von der Globalisierung sowie die verschärfte Gangart bei der Dekarbonisierung. (Siehe hierzu auch Jahresbericht 2022/23.)

Vor allem der Renteneintritt der jahrgangsstarken Babyboomer-Generation sorgt für Arbeitskräftemangel. Sie wird derzeit allerdings noch durch den anhaltenden Migrationsstrom überlagert. Der Anstieg der Beschäftigtenzahl hat sich im Laufe des Jahres 2023 abgeschwächt und ist seit Jahresmitte zum Stillstand gekommen. Aus dem Fachkräftemangel ist inzwischen ein allgemeiner Arbeitskräftemangel geworden, wie das ifo Institut feststellt. Zusammen mit den steigenden Sozialleistungen zwingt dies die Arbeitgeber zu einer Erhöhung ihrer Lohnangebote, um essenzielle Stellen noch besetzen zu können.

Auch beim Thema Globalisierung, einem der Hauptfaktoren zur Sicherung billiger Importe und hoher Produktivität, haben sich die Aussichten spätestens seit der Pandemie eingetrübt. Der Überfall auf die Ukraine hat diese Entwicklung noch verstärkt (s. u.). Sichtbar ist dies vor allem am Rückgang des Importwachstums von fast fünf Prozent pro Jahr vor Beginn der Pandemie auf 1,5 Prozent in den Jahren danach.

Euroraum und Deutschland: Importdynamik lässt nach



Während durch die Abkehr von der Globalisierung lediglich der deflationäre Faktor entfällt, stellt die Dekarbonisierung, d. h. der Übergang zum kohlenstoffarmen Wirtschaften, einen direkten Kostenfaktor für Industrie und Konsumenten dar. Die Verteuerung der Zertifikate für umweltschädliche CO₂-Emissionen und der Einbezug von bisher ausgenommenen Wirtschaftssegmenten in das Zertifikatesystem werden entsprechend wirken. So wird ab 2024 der Seeverkehr einbezogen, und die Regeln für den Luftverkehr werden verschärft. Daneben wurde ein neuer Emissionshandel für Gebäude, Landverkehr und weitere Sektoren geschaffen. Im Gegenzug sollen die privaten Haushalte über die Emissionserlöse durch flankierende Maßnahmen (z. B. Klimageld) einen Ausgleich erhalten. Die Preissteigerungen wären damit jedoch nicht auszugleichen.

Die Kombination dieser Langfristfaktoren impliziert, dass auch jenseits des aktuellen Prognosezeitraums (bis einschließlich 2025) mit höheren Inflationsraten zu rechnen ist als vor der Pandemie. Statt jährlicher Inflationsraten von durchschnittlich 1,4 Prozent im vergangenen Jahrzehnt zeichnet sich für die zweite Hälfte der 2020er Jahre eher eine Inflationsrate von zwei Prozent oder mehr ab. Dies würde aus Inflationssicht eine Rückkehr in die Mitte der 1990er Jahre, also die Zeit vor der Euro-Einführung, bedeuten.

**Inflationsrate
langfristig eher
über zwei Prozent
als bei 1,5 Prozent**

Das Ende der Zinswende

Mit beispiellosen Zinserhöhungen haben die Notenbanken die ausufernde Inflation mit Erfolg bekämpft, denn sie ist bereits wieder deutlich gefallen. Entsprechend gingen auch die Anleihenrenditen zuletzt wieder sehr stark zurück. Das Ende 2023 erreichte Renditeniveau zehnjähriger Bundesanleihen erscheint gemessen an den Inflationsaussichten bereits zu niedrig. Deshalb ist schon bald mit einem Wiederanstieg der Kapitalmarktzinsen zu rechnen, insbesondere wenn die Zinssenkung der EZB erst in der zweiten Jahreshälfte 2024 kommen sollte. Ab 2025 sind bei einer weiteren Reduzierung der Geldmenge ein Leitzinsniveau von etwa zwei Prozent und eine flache Zinskurve zu erwarten. Diesem Szenario läge eine weitgehende Stabilität der aktuellen Wechselkursrelationen zugrunde. Von einer expansiven Fiskalpolitik würden wesentliche Zinsaufwärtsrisiken ausgehen.

Der Zinsgipfel wurde erreicht.

Im Sommer 2022 leitete die EZB nach beinahe zehn Jahren Niedrigzinspolitik die Zinswende ein. Bis September 2023 wurden die Leitzinsen durch zehn aufeinanderfolgende Anhebungen auf 4,5 Prozent erhöht. Gegenüber dem Stand von Ende 2022 wurde der Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) damit beinahe verdoppelt und stieg auf den höchsten Wert seit August 2001. Damit dürfte der Gipfel im gegenwärtigen Zinszyklus erreicht sein. Zur Jahreswende stellt sich nun die Frage, wann es zu ersten Zinssenkungen kommt.

Für rückläufige Leitzinsen sprechen einerseits die Äußerungen der EZB im Rahmen ihrer Pressekonferenz zur Zinsentscheidung am 14. Dezember 2023, andererseits die Zinskonstellation an den Geld- und Anleihenmärkten. So sind die Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen seit ihrem letzten Hoch Mitte Oktober von etwa drei Prozent auf unter zwei Prozent regelrecht abgestürzt. Die Renditeentwicklung bei Bundesanleihen nimmt meist schon die EZB-Entscheidungen vorweg. Denn diese Papiere werden in der Regel

Verdoppelung der Leitzinsen im Jahr 2023 -> Zinsgipfel erreicht

Renditerückgang am Anleihenmarkt

Leitzins und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen

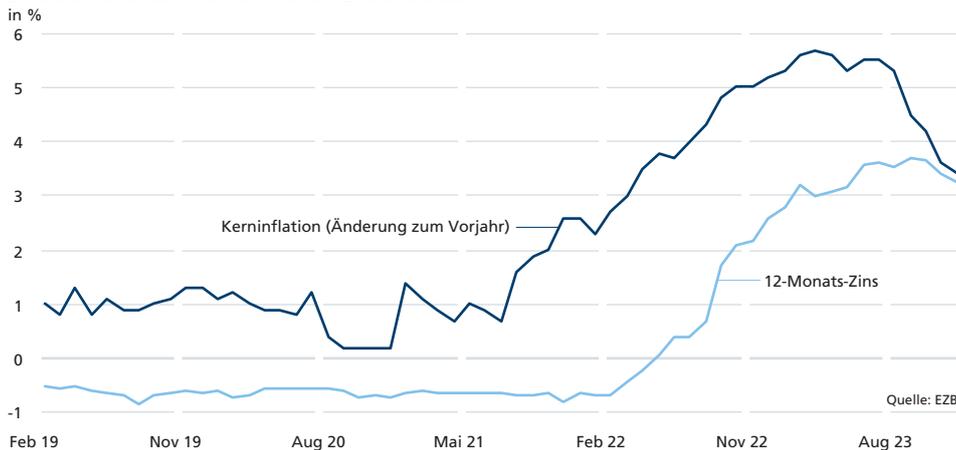


von institutionellen Anlegern wie Versicherungen und Pensionsfonds gehandelt, für die die Zins- und Inflationsanalyse zum Kerngeschäft gehört. Das hatte sich auch zu Beginn des Renditeanstiegs bei Bundesanleihen Anfang 2022 gezeigt, dem die EZB sechs Monate später mit ihrer ersten Zinserhöhung folgte.

Leitzinssenkungen sind ab der zweiten Jahreshälfte am Geldmarkt eingepreist.

Somit stellt sich nur noch die Frage, wann und wie stark die EZB den Leitzins senken wird. Wenn es nach den Anleihenmärkten geht, könnte die „Zinsparty“ bereits im Frühjahr 2024 beginnen. Dafür würde auch der Rückgang der Kerninflation von über fünf Prozent auf aktuell 3,6 Prozent sprechen.

Deutschland: Kerninflation und 12 Monats-Zins



Gleichzeitig rechnet die EZB im Jahr 2024 mit einem temporären Wiederanstieg der Inflation und warnt dadurch gleichsam vor einer übereilten Zinssenkungserwartung. Der Interbankenmarkt hat die Botschaft wohl verstanden, wie die Zinsstruktur, d. h. die Zinshöhe in Abhängigkeit von der Laufzeit der Geldmarktpapiere, zeigt. So liegt die Rendite von Geldmarktpapieren mit Laufzeiten bis zu sechs Monaten bei 3,7 Prozent, mit Laufzeiten bis zu zwölf Monaten lediglich bei 3,2 Prozent. Dies würde eine Zinssenkung in der zweiten Jahreshälfte 2024 um insgesamt etwa einen Prozentpunkt bedeuten.

Zinspfad bleibt datenabhängig

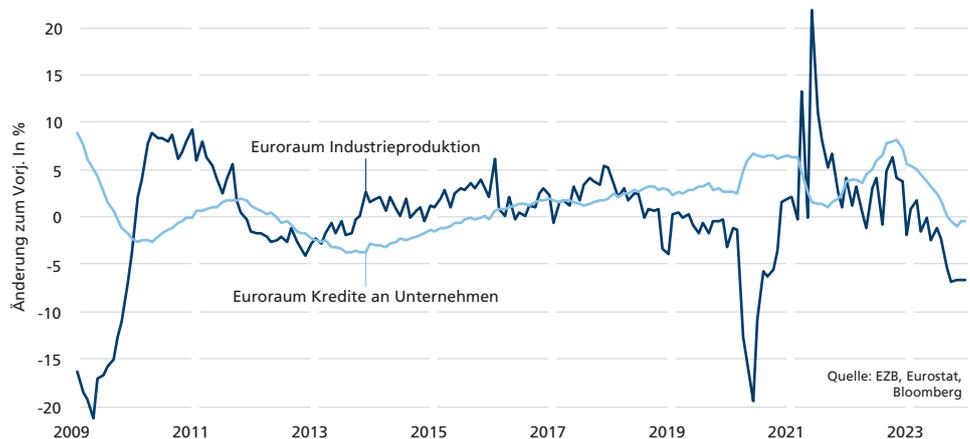
Der Zinspfad wird allerdings von mehreren Faktoren bestimmt, die derzeit nur in Umrissen erkennbar sind. Von Bedeutung sind dabei die Entwicklung des Wirtschaftswachstums und der Inflationsrate einerseits sowie die Ausrichtung der Finanzpolitik der Regierungen andererseits. Daneben werden ausländische Notenbanken, vor allem die Fed, und die Entwicklung der Geldmenge einen bedeutenden Einfluss auf die Zinsentwicklung im Euroraum haben.

**Geldmarkt impliziert
Leitzinssenkung in der
zweiten Jahreshälfte
2024**

Wirtschaftswachstum und Finanzpolitik implizieren unveränderte Leitzinsen in der ersten Jahreshälfte

Wirtschaftswachstum und Inflationsrate sind grundsätzlich im Zusammenhang zu sehen. Durch die Zinserhöhungen wurde offenbar die Wirtschaftsaktivität bereits gedämpft, was auch die Inflation wesentlich reduziert hat. Im Vergleich zum Vorjahr lag das Wirtschaftswachstum im Euroraum im abgelaufenen Jahr mit 0,7 Prozent um knapp drei Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert. Diese Entwicklung zeigte sich auch bei der Inflationsrate, die mit 5,4 Prozent im Jahresdurchschnitt 2023 (bis November) um drei Prozentpunkte unter ihrem Vorjahreswert lag. Für das kommende Jahr 2024 wird eine Rate von 2,7 Prozent erwartet. Doch je stabiler das Wirtschaftswachstum bleibt (keine Rezession), desto eher scheint es möglich, das aktuelle Leitzinsniveau zu halten, um das Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen.

Euroraum: Kredite an Unternehmen / Industrieproduktion

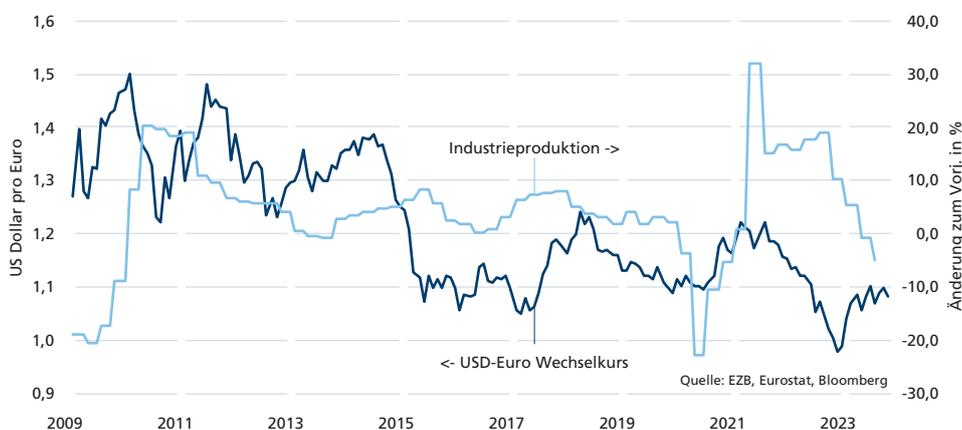


Ausgabenexpansion gebremst, aber nicht umgekehrt

Ähnlich sieht es bei der Finanzpolitik aus. Grundsätzlich gilt: Je expansiver die Finanzpolitik und damit die Neuverschuldung, desto weniger bedarf es Zinssenkungen zur Stabilisierung der Konjunktur. In den Jahren 2022 und 2023 hatten die Ökonomen noch eine fiskalpolitische Expansion empfohlen, um die konjunkturelle „Bremswirkung“ der Zinsanhebungen abzufedern. Nun kehrt sich die Wirkungsrichtung um: Zwar bremst das Urteil des Bundesverfassungsgerichts die Ausgabenexpansion, doch im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie ist keine Senkung des Ausgabenniveaus festzustellen. Eine geldpolitische Lockerung wird daher weiter hinausgezögert.

Diese Faktoren würden die „Prognose“ der Kapitalmärkte in Bezug auf das Timing von kommenden Zinssenkungen bestätigen (zweite Jahreshälfte 2024). Das Szenario schnellerer Zinssenkungen als derzeit in den Euro-Geldmärkten eingepreist wäre dann wahrscheinlicher, wenn die Fed aufgrund der Konjunktur- und Inflationsentwicklung ihre Zinssenkungen beschleunigen würde. Dies würde zu einer Aufwertung des Euros beitragen und damit in Deutschland konjunktur- und inflationsdämpfend wirken.

Euro-Dollar Wechselkurs und Exporte Euroraum



Geldmenge und langfristige Zinssteuerung

Ein weiterer Faktor im Zusammenhang mit der Zinsentwicklung stellt die Geldmenge dar. Generell gilt, dass Zinsänderungen und Geldmengenveränderungen synchron verlaufen. So wurde zu Beginn der Pandemie die Geldmenge durch Anleihenkäufe der Zentralbanken noch einmal drastisch erhöht, was zu einem Rekordtief bei den Zinsen führte. Zinsen können also auch über die Geldmenge gesteuert werden, und der Mechanismus wirkt in beide Richtungen: Im Falle eines Abwärtsdrucks auf die Zinsen kann eine Reduzierung der Geldmenge (u. a. durch den Rückkauf von Anleihen) zur Stabilisierung des Zinsniveaus beitragen. Im zurückliegenden Jahr 2023 wurde der (gewünschte) Anstieg der Kapitalmarktzinsen durch eine Reduzierung der Geldmenge mit einem Auslaufen von Kreditprogrammen erreicht. Ab der zweiten Hälfte 2024 soll eine Reduzierung der Geldmenge erst allmählich, ab 2025 dann beschleunigt durch Tilgung von Anleihen vorgenommen werden.

Dies würde den Zinsen im Normalfall künftig wieder mehr Gewicht bei der geldpolitischen Ausrichtung der Zentralbank geben. Damit ist davon auszugehen, dass Zinsänderungen sowohl bei den Renditen langfristiger Papiere als auch bei den Leitzinsen ab 2025 wieder häufiger werden. Die Rückkehr normaler Zinszyklen würde aber auch an den Aktien-, Devisen- und Anleihenmärkten zu wieder mehr und ausgeprägteren Zyklen führen. Ein mehr als zehn Jahre dauernder Trend wäre dann wohl selten.

Allmähliche Zinsrückführung und Geldmengenreduzierung ab Mitte 2024



Konjunkturflaute oder langfristige Wachstumsschwäche?

Unterschiedlicher hätte die Konjunkturentwicklung in Europa und den USA nicht sein können. Während das Wachstum in Europa im Verlauf von 2023 an Schwung einbüßte und für das Gesamtjahr voraussichtlich bei etwa 0,5 Prozent liegt, gewann es in den USA insgesamt an Stärke. 2024 ist auf beiden Seiten des Atlantiks eher mit einem schwachen BIP-Zuwachs von etwa einem Prozent zu rechnen. Besonders ausgeprägt ist die Wachstumsschwäche in Deutschland, dessen Exportlastigkeit angesichts der aufkommenden De-Globalisierung nun zur Belastung wird. Die Wirtschaft steht damit vor der Herausforderung, sich einerseits im Exportgeschäft auf traditionelle Stärken in der Pkw- und Automatisierungstechnik zu konzentrieren und andererseits binnenwirtschaftlich orientierte Branchen wie den Dienstleistungssektor mit einem Ausbau der Digitalisierung und durch Deregulierung zu fördern.

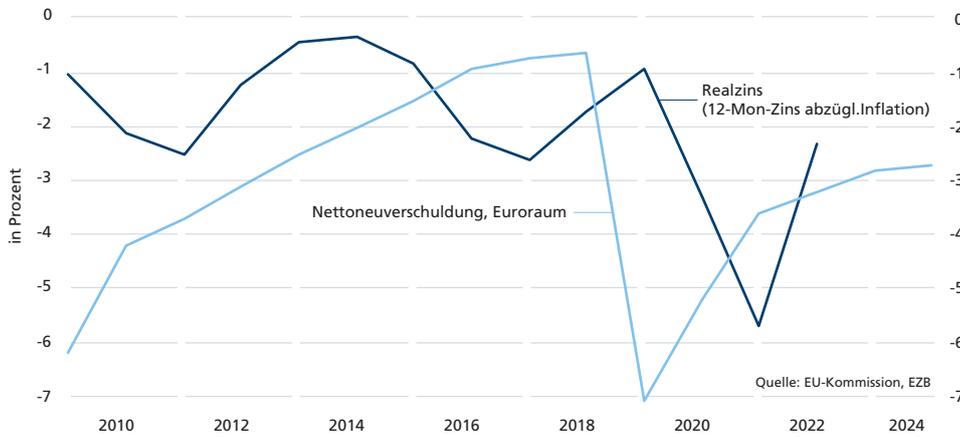
Konjunkturflaute in Europa hält an

Im Jahr 2023 sind die gestiegenen Zinsen auch in der europäischen Wirtschaft angekommen. Über das Jahr hinweg verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum zunehmend. Erst in der ersten Jahreshälfte 2024 rechnen die Wirtschaftsforscher des Sachverständigenrats (SVR) wieder mit positiven Wachstumsraten für Deutschland. Die anderen Euroländer dürften sich früher erholen und damit einen Vorsprung von etwa sechs Monaten haben. Unternehmensbefragungen zufolge ist jedoch noch nicht klar, ob dies bereits der Auftakt einer nachhaltigen Konjunkturerholung ist oder eher eine Fortsetzung der eingeschlagenen Wellblechkonjunktur.

Denn von der Geldpolitik und der Fiskalpolitik gehen derzeit unterschiedliche Impulse aus: Einerseits wird die restriktive Wirkung der Zinserhöhungen in diesem Jahr noch anhalten, andererseits versuchen die Regierungen, die dämpfenden Folgen der Zinspolitik etwa durch Bauaufträge oder höhere Einkommenstransfers beim Bürgergeld abzufedern. Vor diesem Hintergrund konnte Europa per saldo keine Schulden abbauen, zumal vor allem die südlichen Mitgliedstaaten die Folgen höherer Zinsen spüren.

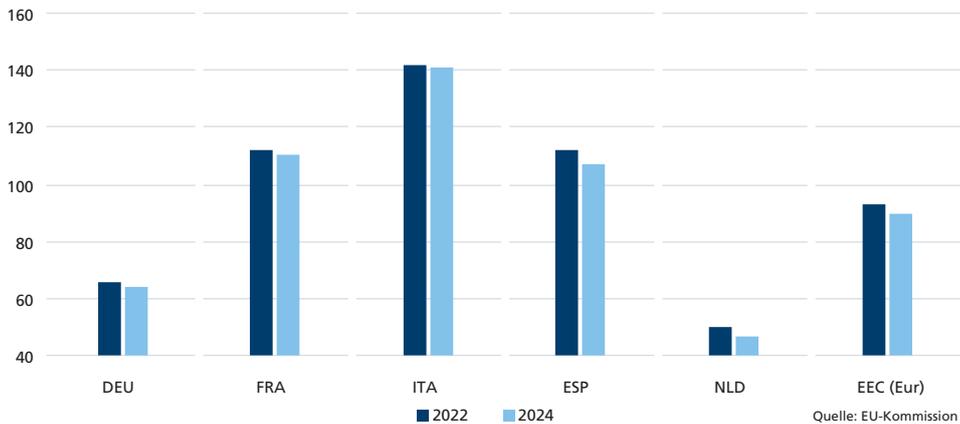
**Deutschland als
Nachzügler bei der
konjunkturellen
Erholung 2024**

Fiskalpolitik und Geldpolitik wieder straffer



Auch die Aufweichung der Schuldenbremse ist eher als eine Anpassung an das Faktische und weniger als eine neue Verteilungspolitik zu sehen. Allerdings könnte dies ein insgesamt negatives Signal für den Euroraum darstellen, da die Schuldenbegrenzung ein wichtiges Steuerungsinstrument für die Währungsunion darstellt.

Staatsverschuldung bleibt auf hohem Niveau: öffentliche Schulden in Prozent des BIP



Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass das Wachstum im Euroraum im neuen Jahr nur sehr mäßig ausfallen wird. Ähnliches gilt auch für die Wachstumsprognosen der USA, wobei dort angesichts der zum Jahresende anstehenden Wahlen sowohl mit Ausgabebeschenken als auch mit niedrigeren Zinsen zu rechnen ist.

Nur mäßiges Wachstum

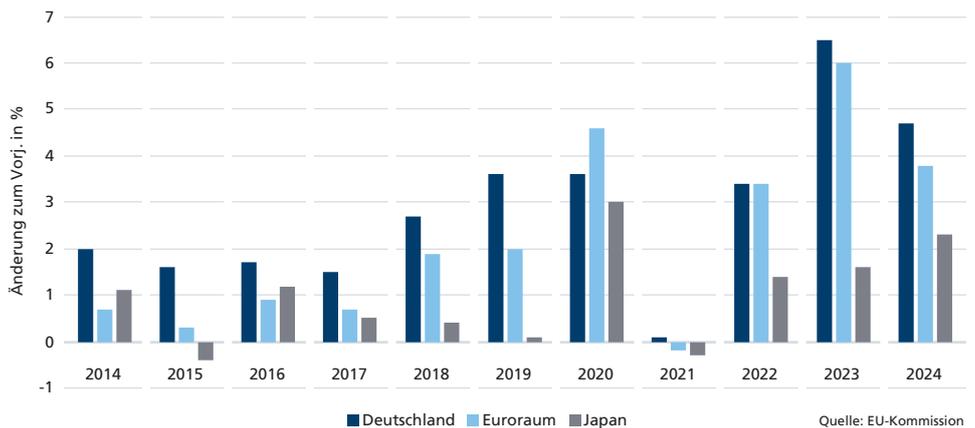
Deutschland im Abwärtssog der De-Globalisierung

Noch ungünstiger als für den Euroraum sind die Konjunkturprognosen für Deutschland. So wird hier das BIP-Wachstum nach den Prognosen des SVR mit 0,7 Prozent um etwa ein halbes Prozent hinter dem des übrigen Euroraums und um fast ein Prozent hinter dem der

Neue Arbeitskräfte sind weniger produktiv

USA zurückbleiben. Gleichzeitig nimmt die Zahl der Beschäftigten in Deutschland kaum noch zu. Dies ist nicht nur dem Arbeitskräftemangel, sondern auch dem schwachen Konjunkturausblick geschuldet, der die Unternehmen vorsichtig macht. Bemerkenswert ist, dass die Unternehmen im vergangenen Jahr dennoch bereit waren, Arbeitskräfte einzustellen, die offenbar jedoch weniger qualifiziert und unproduktiver waren als bislang Beschäftigte. Das hat die Arbeitskosten in die Höhe getrieben. Vor allem der internationale Vergleich mit Asien, aber auch anderen europäischen Ländern macht dies deutlich. So sind die Lohnstückkosten in den letzten zehn Jahren in Deutschland kumuliert um 15 Prozent mehr gestiegen als im Rest des Euroraums, was einen entsprechenden Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit bedeutet.

Lohnstückkosten (Jahresveränderung)



Hohe Lohnkosten belasten Wettbewerbsfähigkeit und fördern Offshoring

Generell sind Kosten in der Außenwirtschaft entscheidend. Doch mit dem Güterexport endet der Prozess nicht. Die deutsche Wirtschaft ist stark in internationale Lieferketten eingebunden und die Abhängigkeit, die daraus entsteht, ist viel tiefgreifender als die reinen Exportzahlen zeigen.

Aber auch diese lassen die große Bedeutung des internationalen Güter- und Leistungsaustauschs für die deutsche Wirtschaft erkennen: Mit einem Exportanteil von fast 48 Prozent, bezogen auf das BIP, liegt Deutschland mit Abstand an der Spitze der G7-Länder. Im Vergleich zu China und Japan ist die deutsche Exportquote doppelt so hoch, im Vergleich zu den USA sogar viermal so hoch.

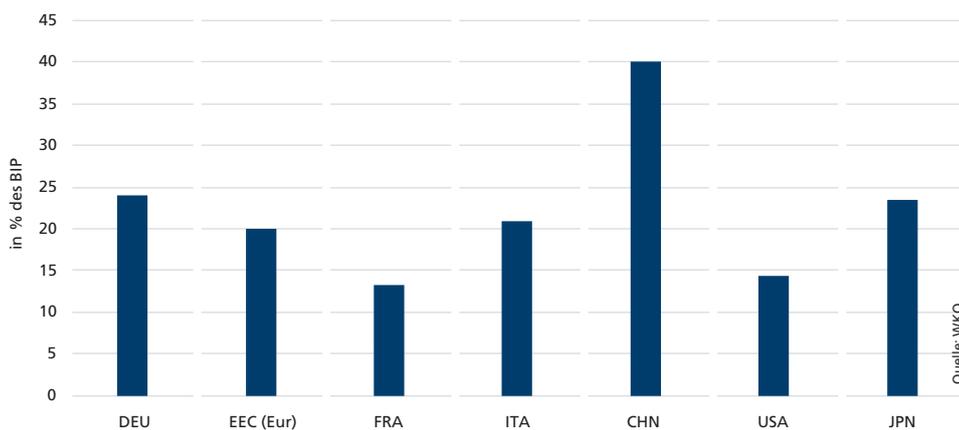
	Exporte/BIP	Anteil am Welt-BIP
USA	11%	29%
China	20%	20%
Japan	19%	5%
Deutschland	48%	4,6%
Frankreich	30%	3,1%
GB	27%	3,5%
Italien	33%	2,3%
Kanada	31%	2%

Für den hohen Exportanteil ist vor allem die deutsche Industrie verantwortlich. Auch wenn der Anteil von Industriegütern am Welthandel mittlerweile auf unter 45 Prozent gesunken ist, stellen Industriegüter vor den Dienstleistungen, Agrarprodukten und Rohstoffen die mit Abstand meistgehandelte Gütergruppe dar. Mit einem Industrieanteil von fast 25 Prozent am BIP steht Deutschland nach China im internationalen Vergleich an zweiter Stelle.

Die Bedeutung des Zusammenhangs zwischen Industrieanteil und Wirtschaftswachstum in Europa zeigt sich derzeit verstärkt. Länder mit einem geringen Industrieanteil, wie Spanien und Frankreich, werden nicht nur für das Jahr 2023, sondern auch 2024 ein höheres Wachstum ausweisen können, so der Sachverständigenrat für Wirtschaft (s. u.).

Der Industriestandort Deutschland ist vom Export abhängig

Anteil der Industrie am BIP in G7 Ländern und China



Spezialisierung und Digitalisierung zur Überwindung der Wachstumsschwäche

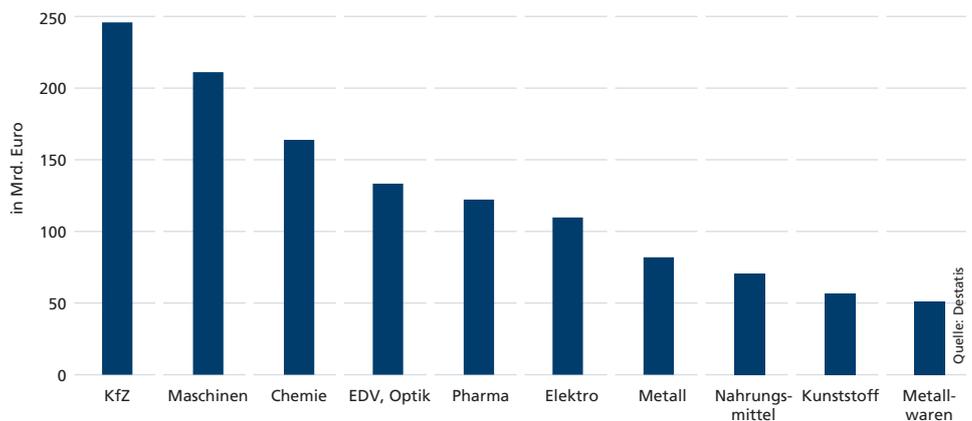
Mit seinem hohen Industrieanteil ist Deutschland durch Handelsbeschränkungen, Zölle und andere Regularien von internationalen Konflikten besonders betroffen. Der Handel mit Russland ist völlig unterbunden und die Restriktionen für den Chinahandel werden immer strenger. Daneben sollen die Unternehmen ihre Abhängigkeit von China weiter verringern. Für die exportlastigen Branchen wie die Kfz-Industrie und den Maschinenbau stellen sich hier besondere Herausforderungen. Die deutsche Wirtschaft hat die Alternative, sich noch stärker zu spezialisieren, um ähnlich wie Japan eine Spitzenposition in Spezialbereichen zu erlangen, oder den Beispielen europäischer und angelsächsischer Länder in Richtung De-Industrialisierung zu folgen und den Dienstleistungssektor auszubauen. Für die Strategie der Spezialisierung kämen vor allem die Automobilindustrie und viele Maschinenbauzweige infrage. Der Exportanteil der Automobilindustrie an der Gesamtproduktion liegt bei mehr als 60 Prozent. Ähnlich hoch ist der Anteil beim Maschinenbau und bei der Automatisierungstechnik. Generell sieht sich die Automobilbranche in Deutschland, insbesondere beim Elektroantrieb, zunehmender Konkurrenz aus China ausgesetzt. Zudem bedienen die chinesischen Hersteller ihren eigenen Markt durch Pro-

Förderung von KI und digitaler Infrastruktur zur Überwindung der Wachstumsschwäche

duktionsstätten im Land. Diese Strategie werden auch deutsche Hersteller immer stärker verfolgen und unabhängige Produktions- und Entwicklungseinheiten im Land einrichten müssen.

Wichtigste Branchen: Kfz und Maschinenbau

Deutschland: Exporte wichtiger Industriebranchen (2022)



Beim Maschinenbau, einer weiteren wichtigen Branche, haben deutsche Hersteller in der Regel noch einen Technologievorsprung. Aber auch hier haben nach Untersuchungen des ifo Instituts vor allem chinesische Hersteller beim Service aufgeholt.

Ausbau des Dienstleistungssektors erforderlich

Für die zweite Strategie, den Ausbau des Dienstleistungssektors, spricht, dass Europa im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern großen Nachholbedarf hat. Dies gilt insbesondere bei strukturellen Dienstleistungen wie dem Finanzwesen, der Logistik und den Medien. Dafür muss aber bei der Digitalisierung im Vergleich zu anderen Ländern Europas, aber auch zu den USA, aufgeholt werden. Laut Sachverständigenrat (SVR) kann eine staatliche Investitionsförderung hierbei die Katalysatorfunktion übernehmen. Neben anderen Bereichen der digitalen Welt wie Big Data und digitaler Infrastruktur (5G-Netze, Cloud Computing) ist es aktuell die Künstliche Intelligenz (KI), von der sich der SVR besondere Fortschritte bei der Produktivität verspricht. Laut einer vom SVR zitierten Prognose könnte KI selbst im Fall nur vorübergehender Wirkungen dazu führen, dass das Produktionspotenzial der Wirtschaft in den kommenden 50 Jahren um 20 Prozent über der bisherigen Prognose läge. Zuletzt war eine ähnliche Steigerung in Deutschland in den 1970er Jahren zu beobachten.

Es liegt in der Natur der Sache, dass dies den öffentlichen und privaten Dienstleistungsbereichen in besonderer Weise zugutekäme.

Länderranking nach privaten KI Ausgaben in Mrd. USD									
USA	CHN	GBR	ISR	CAN	FRA	IND	JPN	DEU	SGP
249	95	21	11	8,6	7	3,2	4	7	5

Erläuterung: Das Ranking spiegelt die Bedeutung der einzelnen Länder nach KI-Forschung und -Technologie wieder und zeigt die Investitionen des jeweiligen Landes im KI-Bereich. Grundlage hierfür bildet der Global AI Index von Global X AI Investment Survey.

Als Fazit lässt sich festhalten, dass sich Deutschland mitten in einem tiefgreifenden Strukturwandel von einer export- und industrieorientierten Wirtschaft hin zu einer in Europa vernetzten Dienstleistungswirtschaft befindet. Je schneller dieser Wandel bewältigt wird, desto eher ist eine erneute Beschleunigung des Wirtschaftswachstums zu erwarten.

Ohne Strukturwandel
kein Wachstum



Ein Blick auf Italien

Das erste Regierungsjahr von Giorgia Meloni

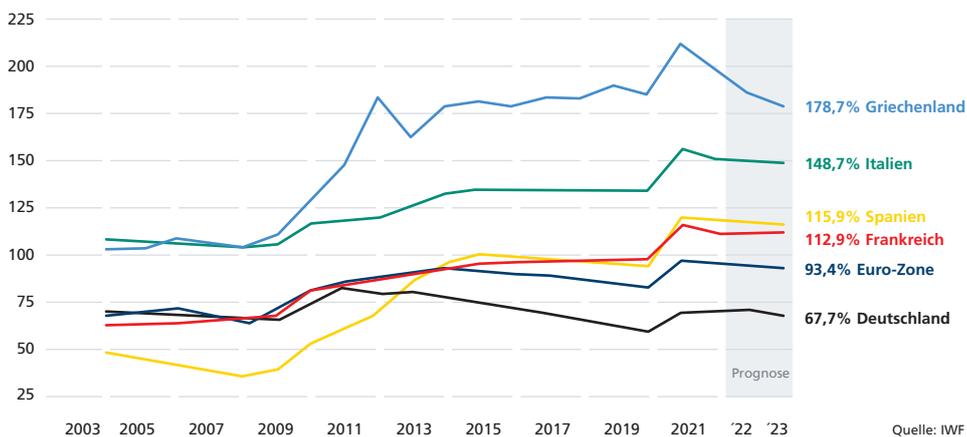
Dr. Michael Schramm –
ARD-Korrespondent in Rom
von 2017 bis 2020

Bella Italia! Seit Jahrhunderten ist es das Sehnsuchtsland der Deutschen. Schon zu Goethes Zeiten waren Reisen nach Rom, Florenz oder Neapel unverzichtbarer Bestandteil bürgerlicher Bildung. Nach dem Zweiten Weltkrieg kam der Massentourismus an die sogenannten Teutonenstrände. Italiens Küche, Design oder Lebensart wurden hierzulande geradezu stilbildend. Dazu gehörte für Viele in den schönsten Wochen des Jahres auch das sprichwörtliche „dolce far niente“ – das „süße Nichtstun“ im Land von Pasta und Pizza.

„Die Deutschen lieben uns, aber achten uns nicht.“

Doch genau daran entzündet sich nördlich der Alpen immer wieder heftige Kritik. Ein Sprichwort im Mittelmeerland beschreibt dieses traditionell zwiegespaltene deutsch-italienische Verhältnis: „Die Deutschen lieben uns, aber achten uns nicht. Wir achten die Deutschen, lieben sie aber nicht...“ Obwohl Italien Gründungsmitglied der Europäischen Gemeinschaft war, obwohl Rom der Geburtsort dieses Bundes war, stets wurde das Mittelmeerland aus dem Norden auch kritisch betrachtet. Kein Mitgliedsland der Gemeinschaft hatte so viele Regierungen – weit mehr als doppelt so viele wie zum Beispiel Deutschland. Kein EU-Staat hat überdies so hohe Schulden aufgetürmt wie Italien: 2022 summieren sich diese auf 2,76 Billionen Euro! Ein Schuldenberg, der in den letzten zehn Jahren nochmals um etwa ein Drittel gewachsen ist. Damit gehört Italien zu den Ländern mit der weltweit höchsten Schuldenquote. Noch negativere Zahlen weist lediglich der französische Staatshaushalt aus, allerdings bei insgesamt deutlich größerer Wirtschaftsleistung. In Griechenland ist die Pro-Kopf-Verschuldung höher als in Italien, bleibt aber

Bruttostaatsverschuldung ausgewählter EU-Länder (in % des BIP)



in absoluten Zahlen weit darunter. Italien ist mithin Europas größtes „Schulden-Sorgenkind“. Sollte Italien fallen, könnte es die Eurozone mitreißen.

Vor diesem Hintergrund blickte man aus dem europäischen Ausland besonders gespannt auf die letzten Parlamentswahlen im September 2022 in Italien. Dort trat ein, was die Wahlforschung bereits geraume Zeit zuvor vorhergesagt hatte: Das Mitte-Rechts-Lager gewann deutlich. 80 Prozent der in Ein-Personen-Wahlkreisen zu vergebenden Mandate gingen an neo-konservative Parteien. Hauptgewinner: Die „Fratelli d'Italia“. Deren Stimmenanteil schnellte von zwei Prozent beim Wahldebüt 2013 auf 26 Prozent nach oben! Ihre Spitzenkandidatin, Giorgia Meloni, wurde Italiens erste Ministerpräsidentin. Hilfreich für sie war dabei die schwache Konkurrenz aus dem gegnerischen Lager. Die demokratische Partei und die Fünf-Sterne-Bewegung hatten vorab Bündnisse kategorisch ausgeschlossen. Dies ließ die Erfolgchancen schwinden. Zudem stürzte die Fünf-Sterne-Bewegung regelrecht ab. Sie hatte sich innerhalb von nur einer Legislaturperiode halbiert. Politische Zugkraft hatte laut Wahlforschung das Versprechen des Mitte-Rechts-Lagers entfaltet, Einheimischen einen privilegierten Status in der Gesellschaft zu garantieren. Dazu gehört es, die Einwanderung zu begrenzen. Eine bedeutsame Rolle haben für politische Beobachter wohl auch halbherzige bis negative Einstellungen breiter Bevölkerungsteile zur Europäischen Union gespielt. Viele Italiener sehen sich als Verlierer des Eurosystems, das in ihren Augen Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit durch Aussetzen der Währungsmechanik einseitig begünstigen würde.

Das Verhältnis der neuen Regierungsrechten zur jüngeren Vergangenheit ist kompliziert. Postfaschistische Wurzeln werden durchaus gepflegt. So war Giorgia Meloni zum Beispiel 2018 bei einer Wahlkampfveranstaltung in Latina, einer von Mussolini südlich von Rom

Schwäche der etablierten Parteien führte zum Sieg Melonis

Umgang mit der EU bisher geräuschlos

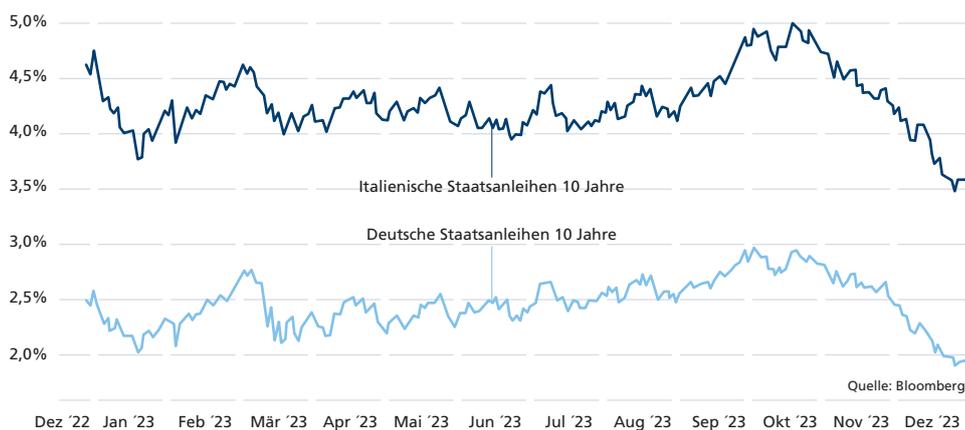
gegründeten Stadt, in Begleitung einer Enkelin des „Duce“ – Rachele – aufgetreten. Die Rhetorik gegen Euro und EU, insbesondere von Lega-Chef Matteo Salvini, hatte im Vorfeld der Wahlen immer wieder für Besorgnis in der EU gesorgt. Doch entgegen vielen Befürchtungen in europäischen Hauptstädten blieb unter Regierungschefin Giorgia Meloni die große konservative Revolution aus. Der Ton gegenüber der EU oder dem deutschen Bundeskanzler gestaltete sich überraschend moderat. Unstimmigkeiten, wie zum Beispiel der Einsatz deutscher Steuergelder für Flüchtlingsrettungsschiffe, die zumeist in italienischen Häfen anlegen, konnten weitgehend geräuschlos aus dem Weg geräumt werden. Meloni betrieb ausführlich die Besetzung von Spitzenpositionen in staatlichen und halbstaatlichen Institutionen mit Personen ihrer Wahl.

„EU steht im Dienste des Großkapitals“

Wirtschaftspolitisch lässt sich nur schwer ein klarer Kurs ausmachen: Einerseits gilt das Ideal des „Nachtwächterstaats“, der sich raushält und den wirtschaftlichen Akteuren freie Hand lässt, andererseits wird auch immer wieder der „Wohlfahrtsstaat“, mit massiven staatlichen Eingriffen, beschworen. Giorgia Meloni regiert dabei das Land weitgehend allein. Ihre Partei „Fratelli d'Italia“ kommt, was deren frühere Wahlergebnisse anbetrifft, praktisch aus dem Nichts. Der ehemaligen Splitterpartei fehlt es daher fast naturgemäß an qualifiziertem politischen Personal. So pragmatisch sich die bisherige Regierungszeit Giorgia Melonis bewerten lässt, „Fratelli d'Italia“ und der wichtigste Koalitionspartner „Lega“ haben grundsätzliche Vorbehalte gegen den Euro. Zwar fordern sie nicht den Austritt aus dem Währungsverbund, bewerten aber dessen Funktionsweise negativ. Entsprechend der in Italien verbreiteten Feindseligkeit gegenüber der deutsch-französischen Achse und der Meinung, die Europäische Union sei eine Institution im Dienste des „Großkapitals der multinationalen Konzerne und den Lobbys“, verlangten beide Parteien eine „Entschädigung“ für die von der Euro-Einführung benachteiligten Mitgliedstaaten. Anfang Juli 2021 unterzeichneten Giorgia Meloni und Matteo Salvini gemeinsam mit anderen rechten Politikern wie Victor Órban und Marine Le Pen eine „Erklärung zur Zukunft Europas“. Diese betont den uneingeschränkten Vorrang des Nationalen vor der Europäischen Gemeinschaft. Diese Forderung im Namen eines hochverschuldeten Landes kann nur beunruhigen.

Nach der Corona-Pandemie blühte Italiens Wirtschaft regelrecht auf. Die Arbeitslosigkeit ging zurück. Doch die allgemein steigenden Leitzinsen und die höheren Renditen für Staatsanleihen machen Italien zunehmend zu schaffen. Der Risikoaufschlag (Spread) von italienischen gegenüber den als sicher bewerteten deutschen Anleihen liegt aktuell bei zwei Prozent und das, obwohl die Europäische Zentralbank zuletzt verstärkt italienische Anleihen aufgekauft hatte, um, um die Spreads zu begrenzen. Italien könnte deshalb zum Testfall für das jüngst von der EU für Notfälle eingerichtete „Transmission Protection Instrument“ (TPI), ein neues Anleiheaufkaufprogramm, werden. Dessen Ziel: Eine

Verzinsung: Deutsche Staatsanleihen gegenüber italienischen Staatsanleihen



Notbremse gegen zu große Risikoaufläufe und damit hohe Zinsen. Die Ankündigung der italienischen Regierung, für dieses Jahr mit einem Haushaltsdefizit von 5,3 Prozent zu planen, verschärft die angespannte Situation. Rund 75 Milliarden Euro muss Italien allein für Zinsen aufbringen!

Als ARD-Korrespondent für Italien lebte ich von 2017 bis 2020 in Rom. In dieser Zeit war das Interesse der mich beauftragenden Redaktionen in Deutschland – Tagesschau, Tagesthemen oder Weltspiegel – für die Schuldensituation des Mittelmeerlandes groß. Immer wieder waren Berichte und Einschätzungen zur Finanzlage Italiens gefragt. Damals ging die Sorge um, die Verschuldung Italiens könnte die Finanzmärkte beunruhigen und damit den Euro gefährden. Inzwischen ist gerade in Italien, auch wegen Corona und des Krieges in der Ukraine, der Schuldenberg nochmals gewachsen. Nur spielt derweil das Thema in den Medien erstaunlicherweise kaum noch eine Rolle. Liegt hier eine Art kollektives Wegsehen vor? Verdrängung als Methode?

Aus Sicht von HELLERICH erscheint dies wahrscheinlich, denn alle (Mitgliedstaaten) sind letztendlich froh, dass dieses Thema nicht neu eröffnet wird und Investoren infolgedessen ihre Gelder wieder abziehen. Alle hoffen, dass aus der „gewissen EU-Konformität“ Melonis nicht doch noch eine Blockadefraktion in der EU wird. Unsere weiter oben dargestellte Aussage: „Sollte Italien fallen, würde es die Eurozone mitreißen“, ist richtig, aber die Europäische Zentralbank hat mächtige Instrumentarien in der Hand, um das nicht geschehen zu lassen. Sie hat sich verpflichtet die Eurozone zu schützen. Ein völlig anderer Fall wäre ein Austritt Italiens, denn wer würde das Land dann noch finanzieren? Es käme wohl einem Staatsbankrott gleich, unter dem insbesondere die breite Bevölkerung sehr zu leiden hätte. Das wird aus aktueller Sicht keine Regierung in Kauf nehmen.

**EU-Konformität
soll nicht gefährdet
werden**



Schneeballsysteme

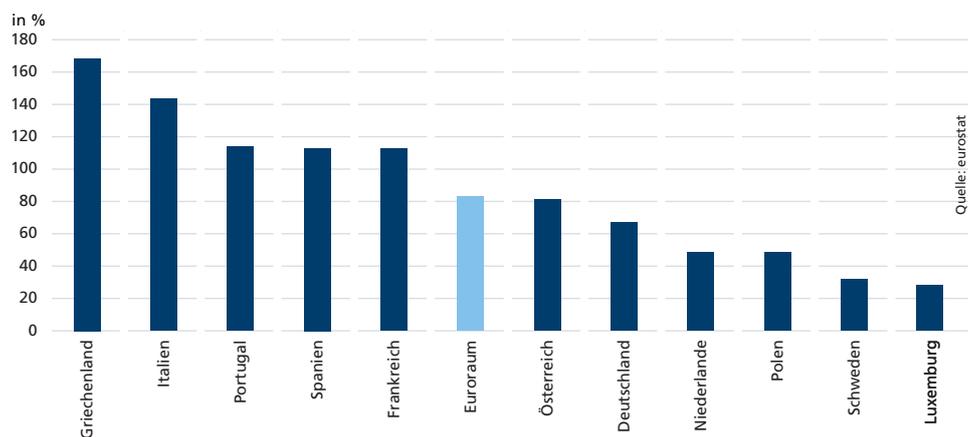
Weltweit ufern die Staatsschulden aus

Dr. Stefan Klotz

Beim Rückblick auf das Jahr 2023 fällt auf: Die staatliche Haushaltspolitik rückt immer öfter in den Fokus. Hierzulande bestimmt das Bundesverfassungsgericht mit seinem Urteil zu den Sondervermögen seit November die Agenda. Kurz davor machten die USA Schlagzeilen mit einem möglichen „Shutdown“, denn die gesetzlich festgelegte Schuldenobergrenze war fast erreicht worden, sodass ohne eine politische Einigung ein Einfrieren sämtlicher Staatsausgaben gedroht hätte.

Diese Ereignisse sind jedoch nur Spitzen des Eisbergs einer globalen Staatsverschuldung. Diese Neuverschuldung hat in den letzten Jahren eine Dynamik gewonnen, die immer mehr Ökonomen als Gefahr sehen. Aber warum genau sind Staatsschulden eigentlich ein Problem?

Verschuldung in der EU zum 1. Quartal 2023 in Prozent des Bruttosozialprodukts



Staatsschulden und Inflation

Im einfachsten Fall agiert ein Staat ähnlich wie eine Bank. Diese gibt selbst das Geld in den Kreislauf und kann daher nicht insolvent werden. Anders als im Spiel zieht das für staatlichen Konsum ausgegebene Geld jedoch Inflation nach sich. Aktuell kann man diesen Effekt in der Türkei beobachten: Während dort die Inflation atemberaubende Höhen erreicht hat (2022: +87 Prozent), befürchtet niemand eine Staatspleite, denn durch die Inflation werden mit der Kaufkraft der Währung automatisch auch die Schulden entwertet.

Wie entsteht hier die Inflation? Will der Staat Geld ausgeben, das er nicht vorher über Steuern eingenommen hat, lässt er es einfach neu entstehen. Früher wurde das zusätzliche Geld tatsächlich gedruckt, heute geht das noch einfacher durch entsprechende Kontenbuchungen. Damit vergrößert sich die Menge des vorhandenen Geldes, die Produktionskapazität der Volkswirtschaft erhöht sich dadurch aber nicht. Die Ausweitung der Geldmenge bedeutet eine Erhöhung der Nachfrage, während das Angebot an Gütern und Dienstleistungen nicht mitwächst: Das treibt die Preise und lässt Inflation entstehen.

Um einen solchen Geldwertschwund mit inflationären Folgen wie beispielsweise in der Türkei zu verhindern, haben die meisten Staaten eine von der Politik unabhängige Zentralbank. Diese verfügt über etliche Instrumente, um die Geldmenge zu steuern und deren Anstieg zu begrenzen. Das wichtigste Instrument besteht darin, dass der Staat den nicht von Steuern gedeckten Teil seiner Ausgaben am Kapitalmarkt über Kredite finanziert, was meistens über Staatsanleihen funktioniert. Durch den Verkauf von Staatsanleihen wird das Geld der Volkswirtschaft zunächst entzogen, bevor der Staat es ausgeben kann. So wird die Ausweitung der Geldmenge durch staatliche Ausgaben vermieden. Wie gut das zumindest einige Zeit funktionieren kann, zeigt das Beispiel Japans: Obwohl die Staatschuldenquote dort weit höher ist als die Griechenlands, führte sie bisher weder zu Inflation noch zu Bonitätsproblemen.

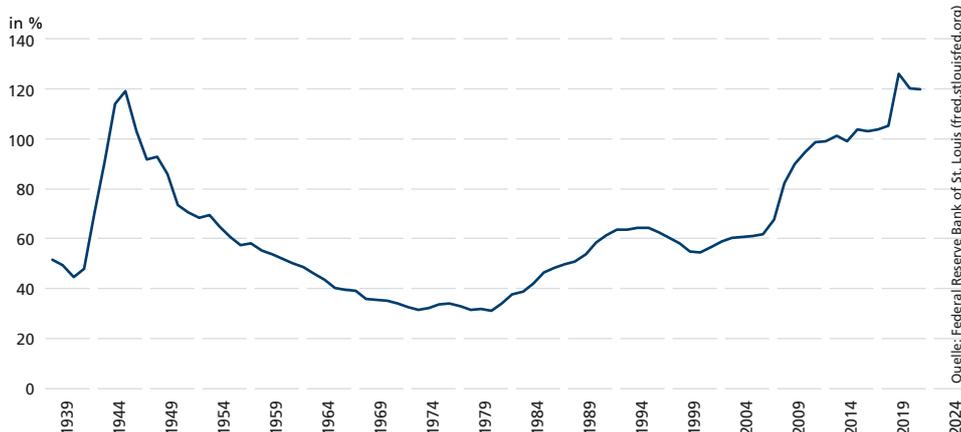
Anleihenkäufer gesucht

Das Erfolgsrezept der Japaner ist ihre hohe Sparneigung. Anders sieht es bei den US-Amerikanern aus, die für ihre unerschütterliche Konsumlaune bekannt sind und wenig auf die hohe Kante legen. Daher muss das US-Schatzamt die fehlenden Gelder durch Verkäufe von Staatsanleihen an ausländische Investoren hereinholen. Und „Uncle Sam“ braucht immer mehr Kapital: Erst belastete die Lösung der Weltfinanzkrise ab 2008 die Staatskasse, dann die lockere Haushaltspolitik Donald Trumps und schließlich waren noch die Corona-Folgen abzufedern.

Durch Verkauf von Staatsanleihen wird der Wirtschaft Geld entzogen

Ein Problem entsteht dann, wenn die Anleihen ins Ausland verkauft werden

Schuldenstand der US-Zentralregierung in Prozent des Bruttonationalprodukts



Verschuldung in den USA steigt stark an

Im Ergebnis hat sich die Staatsschuldenquote der USA in nur einem Dutzend Jahren fast verdreifacht und liegt nun deutlich über der jährlichen US-Wirtschaftsleistung. Dieses Niveau wurde seit der Unabhängigkeitserklärung nur einmal erreicht, nämlich während des Zweiten Weltkriegs, und danach zügig wieder abgebaut. Danach sieht es jetzt aber nicht aus, im Gegenteil: Die zuständige Behörde des US-Kongresses prognostiziert für die kommenden zehn Jahre einen weiteren ungebremsten Anstieg der Schuldenquote. Die Finanzierung dieser Schulden wird eine Herausforderung, zumal die beiden größten Gläubiger, China und Japan, seit Jahren ihren Bestand an US-Staatspapieren sogar abbauen. Hinzu kommt, dass die US-Notenbank Fed von ihrer lockeren Geldpolitik abgerückt ist und keine Staatsanleihen mehr aufkauft. Bereits jetzt müssen die USA, die vielen als sicherster Schuldner der Welt gelten, höhere Zinsen bieten als selbst die europäischen Sorgenkinder Italien und Griechenland.

Fremd in der eigenen Währung

Die Länder des Euroraums wiederum sehen sich einer Herausforderung gegenüber, die die USA so nicht haben. Die USA verschulden sich in der eigenen Währung, die gleichzeitig als Weltleitwährung gilt, weswegen sie zumindest in der Theorie nicht insolvent werden können. Im Euroraum ist das anders. Die Hoheit über das Geld wurde der Europäischen Zentralbank (EZB) übertragen, sodass der Euro für alle Mitgliedstaaten wie eine Fremdwährung wirkt. Eigentlich sollte dieser Umstand zur Haushaltsdisziplin beitragen, doch die Realität sieht anders aus.

Multiple Krisen führten zu hoher Verschuldung

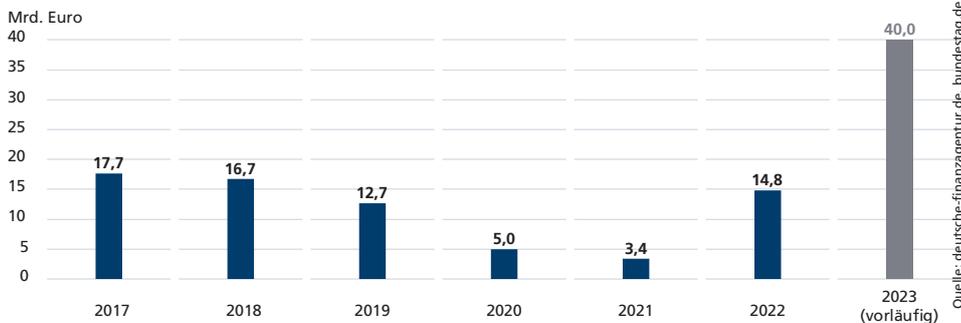
2012 wurde ein Schuldenschnitt Griechenlands nötig. Trotz dieses im Euroraum bislang einmaligen Ereignisses steigt die Verschuldung nach wenigen von Zurückhaltung geprägten Jahren in den meisten Ländern weiter an. Beigetragen haben hierzu multiple Krisen. Sowohl die Corona-Pandemie als auch die massive Verteuerung der Energieträger veranlassten die Politiker, aus der Staatskasse finanzielle Unterstützung für Bürger und Unternehmen zu leisten. Unzufriedene Wähler, so die Befürchtung, würden den in ganz Europa erstarkenden Rechtspopulisten zu Wahlerfolgen verhelfen. Nicht zuletzt entfällt nun auch die sogenannte „Friedensdividende“: Spätestens seit dem Angriff Russlands auf die Ukraine werden die nach dem Ende des Kalten Krieges reduzierten Militärbudgets wieder massiv aufgestockt.

Dass Investoren die Eurozone weiterhin als hinreichend solide ansehen, liegt nicht zuletzt in der Haushaltsdisziplin Deutschlands begründet, das die geringste Schuldenquote der G7-Staaten aufweist. Die dadurch begründete Bonität strahlt auf alle staatlichen Schuldner des Euroraums aus und auch auf die jüngst auf EU-Ebene gemeinsam ausgegebenen Anleihen.

Sprunghaft wachsende Zinsbelastung

Angesichts all dieser Herausforderungen ist es besonders ärgerlich, dass sich Deutschland ein weiteres Problem selbst eingebrockt hat: Der Bund zahlt seit rund zwei Jahren nämlich

Zinsausgaben der Bundesrepublik



Schulden werden immer teurer

mehr Zinsen auf seine Staatsschulden als nötig, weil er in den Jahren der Niedrig- und Negativzinsen die meisten Anleihen mit nur wenigen Jahren Laufzeit ausgegeben hat. Wäre die Niedrigzinsphase besser genutzt worden, wäre das kurz vor Weihnachten beschlossene Sparpaket zumindest rechnerisch vermeidbar gewesen.

Deutschland kann sich aufgrund seiner relativ hohen Haushaltsdisziplin zu vergleichsweise niedrigen Zinsen verschulden. Das heißt im Umkehrschluss: Alle anderen großen Staaten haben langfristig mit der Zinsbelastung ein noch gewaltigeres Problem. Innerhalb des Euroraums ist vor allem Italien betroffen, was im Beitrag „Ein Blick auf Italien“ detailliert analysiert wird. Aber auch Frankreich gibt zunehmend Anlass zur Sorge, denn in absoluten Zahlen hat Paris mittlerweile die höchste Verschuldung aller Staaten des Euroraums angehäuft. Das gestiegene Zinsniveau macht es für alle Staaten immer teurer, die Schulden zu bedienen.

Fazit

Der globale Trend zu einer immer höheren Staatsverschuldung könnte sich als größte Belastung sowohl für die Weltwirtschaft als auch für die Finanzmärkte erweisen. Dabei sind spektakuläre Anekdoten wie drohende Shutdowns in den USA noch das geringste Problem. Langfristig jedoch werden die auf angehäuften Schulden zu zahlenden Zinsen zur Mehrfachbelastung: Zum einen schränken sie den finanziellen Handlungsspielraum der Regierungen ein und machen eine konstruktive Budgetpolitik sowie staatliche Investitionen immer schwieriger, zum anderen nehmen sie Anlagengelder in Anspruch, die dann nicht mehr für innovative Investitionen zur Verfügung stehen. Staaten dürfen, was Privaten nicht erlaubt ist: Immer neue Schulden aufnehmen, um für alte Schulden und Zinsen aufkommen zu können. Als Ergebnis dieser Schneeballsysteme drohen global sowohl höhere Inflationsraten als auch steigende Renditen, wobei die Renditen auch real steigen dürften, also über das Ausmaß der Inflation hinaus. Nicht zuletzt wird aber auch, besonders bei Mitgliedstaaten des Euroraums, zunehmend infrage gestellt werden, ob die Schulden überhaupt noch bedient werden können. Die nächste Eurokrise scheint nur eine Frage der Zeit zu sein.



Die bevorstehenden Wahlen in den USA 2024

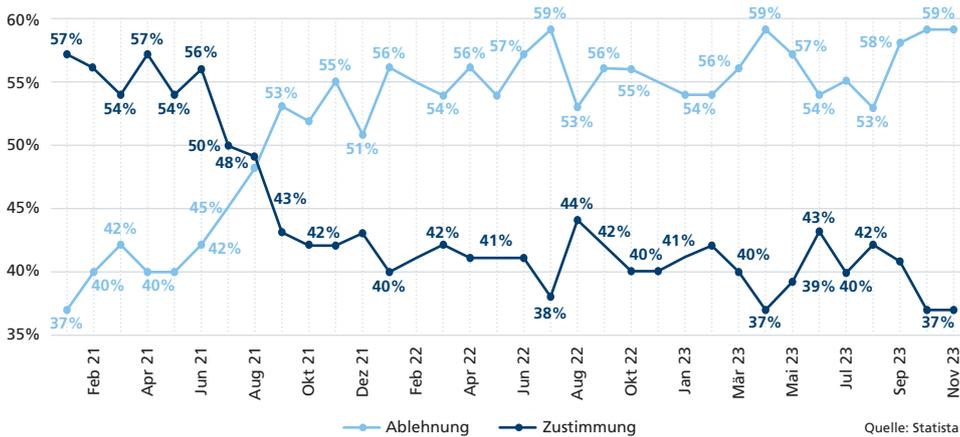
Die Wahl des neuen US-Präsidenten ist für die internationalen Kapitalmärkte wohl eines der wichtigsten Themen des Jahres. Die Entscheidung wird erst im November getroffen, sodass noch viele Unsicherheiten bleiben. An dieser Stelle möchten wir bereits vorab über den Status Quo berichten.

Im kommenden Jahr wird in den USA wieder gewählt und es sieht danach aus, als käme es erneut zu einem Duell zwischen Donald Trump und Joseph Biden. Die Kandidatensuche bei den Republikanern ist dabei geringfügig spannender als bei den Demokraten. Die aktuellen Herausforderer von Amtsinhaber Biden bei den parteiinternen Vorwahlen der Demokraten sind Dean Phillips, ein wohlhabender Abgeordneter und Repräsentant aus Minnesota, und Marianne Williamson, eine 71-jährige Buchautorin. Beiden werden sehr geringe Chancen eingeräumt. Sollte Biden sich dennoch entscheiden, zu einem späteren Zeitpunkt aus der Wahl auszuschneiden, würde vom Democratic National Committee eine neue Nominierung vorgenommen werden.

Bei den Republikanern richtet sich der Blick auf den ersten Nominierungsprozess in Iowa am 15. Januar 2024. Die aussichtsreichsten Kandidaten sind Donald Trump, Ron DeSantis, Nikki Haley, Vivek Ramaswamy und Mike Pence. Den Umfragewerten zufolge liegt die Zustimmungsrate für Donald Trump bei 58 Prozent, der Zweitplatzierte DeSantis hingegen erreicht nur 13 Prozent. Im sogenannten Iowa Poll liegen die Zustimmungswerte für Trump bei 51 Prozent und für DeSantis bei 19 Prozent. Die zuletzt von wichtigen Wirtschaftsgrößen unterstützte Nikki Haley kommt nur auf 16 Prozent. Die Wahrscheinlichkeit ist also sehr groß, dass Trump erneut die Chance auf das höchste Amt der Vereinigten Staaten bekommt. Trotz zahlreicher Prozesse, die gegen ihn geführt werden, bleiben ihm seine Anhänger treu. Im Mai 2024 wird der Prozess über den illegalen Besitz von Dokumenten verhandelt und könnte die Vorwahlen noch beeinflussen.

Die aktuelle Zustimmungsrate für die Politik von Joe Biden ist im November auf einen neuen Tiefpunkt gefallen. Sie liegt bei 37 Prozent, während 59 Prozent seine Politik ab-

Die Zustimmungswerte für Biden



lehnen (Quelle: Statista). Derart schlechte Zustimmungswerte deuten darauf hin, dass eine Wiederwahl trotz Amtsbonus unwahrscheinlicher wird. Auf der anderen Seite gab es in der Geschichte der Vereinigten Staaten nur wenige Präsidenten, die bereits nach einer Amtszeit abgewählt wurden. Dies betraf nur Carter, Bush (Senior) und Trump. Die Zustimmungswerte für Trump vor seiner Abwahl lagen bei 41 Prozent.

Angesichts dieser Voraussetzungen wird es ein sehr spannendes Wahljahr werden. In den USA ist man sich wohl darüber im Klaren, wie die Europäer zu dieser Wahl stehen. Die Politik wird jedoch vor allem nach der wirtschaftlichen Lage des Landes beurteilt. Für die Demokraten ist es daher sehr wichtig, die Wirtschaft anzukurbeln und eine Rezession zu vermeiden. Man wird also versuchen, die Federal Reserve aus politischer Sicht zu einer Abkehr von ihrem strengen Zinskurs zu bewegen. Das wäre positiv für den Aktienmarkt. In der Vergangenheit waren Wahljahre weniger gute Aktienjahre, insbesondere in den Monaten Januar bis März, wenn die Kandidaten noch nicht feststehen.

Umfragewerte zur US-Präsidentschaftswahl



08.-10. Dezember 2023 / 5.840 RV / Morning Consult

Quelle: <https://projects.fivethirtyeight.com/polls/president-general/>

Sollte sich das Kandidatenduell des Jahres 2020 wiederholen, würde gemäß den aktuellen Umfragewerten Trump gegen Biden gewinnen. Die gute Nachricht ist, dass dieses Ergebnis vom US-Kapitalmarkt positiver gewertet werden könnte als von den westlichen Verbündeten.



COP28
UAE

Exkurs Nachhaltigkeit

Zu wenig zu spät oder wichtiger Impuls zur rechten Zeit?

Die Welt nach der UN-Klimakonferenz in Dubai

Die Erwartungen waren hoch und die Vorbehalte ebenfalls. Im Vorfeld des mittlerweile 28. Klimagipfels der UN war in beide Richtungen ausreichend Fallhöhe aufgebaut worden.

Was ist COP 28?

Ganz neu ist die internationale Auseinandersetzung mit dem Klimawandel ja nicht. 1992 unterzeichneten 154 Staaten die Klimarahmenkonvention der Vereinten Nationen mit dem gemeinsamen Ziel, den Klimawandel zumindest zu verlangsamen und seine Folgen abzumildern. Seitdem treffen sich die Vertragsparteien (engl. Conference Of Parties, COP) in regelmäßigen Abständen, um der vereinbarten Absichtserklärung konkrete Maßnahmen folgen zu lassen. Ende November 2023 kamen die Unterzeichnerstaaten und 70.000 Konferenzteilnehmer zur 28. Konferenz nach Dubai.

Erwartungen und Besonderheiten

Die aufgeblähte Konferenzgröße soll nicht von den wichtigen Punkten ablenken, um die es in Dubai ging, beginnend mit einem prüfenden Blick zurück auf vergangene Beschlüsse. Auf dem Klimagipfel von Paris im Jahr 2015 (COP 21) hatten die Teilnehmerstaaten nicht nur beschlossen, die Erderwärmung auf unter 2°C zu begrenzen. Sie hatten auch eine Bestandsaufnahme über die Fortschritte der Umsetzung vereinbart, die in Dubai erstmals vorgestellt wurde. Ein weiteres zentrales Thema war, wie so oft, das Geld: Die Verhandlungen über einen Fonds zur Bewältigung klimabedingter Schäden und Verluste in ärmeren Ländern waren Wochen vor der Konferenz von Dubai ohne Ergebnis abgebrochen worden.

Anlass zu Spekulationen gab es im Vorfeld der Konferenz auch wegen des Konferenzvorsitzes durch Sultan Ahmed Al-Dschaber – in Personalunion Minister für Industrie und Fortschrittstechnologien der Vereinigten Arabischen Emirate und gleichzeitig CEO der Abu Dhabi National Oil Company. Während für die einen damit der Bock zum Gärtner gemacht wurde, sahen die anderen darin eine Chance, endlich auch die Ölindustrie mit ins Boot holen zu können. Denn es sollte ja um nichts weniger gehen als um den Ausstieg aus fossilen Energieträgern. In jedem Fall eine ungewöhnliche Personalie. Aber vielleicht sind es ja am Ende die ungewöhnlichen Ansätze, die zum Erfolg verhelfen.

Ergebnisse und Erkenntnisse

Wie notwendig der ist, zeigte sich bei der erwähnten Bestandsaufnahme. Die ernüchternde Erkenntnis ist, dass beim Klimaschutz derzeit kein Land auf Kurs ist – und die Zeit drängt. Doch es gab auch Lichtblicke: Bei den erneuerbaren Energien etwa war zu erkennen, dass die Welt zumindest in Teilbereichen den Ausstieg aus fossilen Treibstoffen schaffen kann. Gerade bei der Fotovoltaik soll demnach das globale Ausbautempo sogar hoch genug für das 1,5-Grad-Ziel sein.

Zu den Ergebnissen: Erstmals wurde in einer Abschlusserklärung die „Abkehr“ von fossilen Energien festgehalten, und die Teilnehmerländer konnten sich auf einen Abschied von Kohle, Öl und Gas einigen. Ein klarer Ausstieg wurde zwar nicht formuliert, ein Umstieg auf erneuerbare Energien jedoch schon: Bis 2030 sollen die Kapazitäten erneuerbarer Energien verdreifacht und die Energieeffizienz verdoppelt werden. Auch der Entschädigungsfonds wurde beschlossen: Die Staaten des Globalen Südens können zukünftig mit Unterstützung rechnen, wenn sie von Klimaschäden wie Fluten oder Dürren getroffen werden. Die ersten 800 Millionen Dollar wurden auch schon fest zugesagt.

Pro und Contra

Umweltverbände und Klimaschützer sehen die Abschlusserklärung erwartungsgemäß als unzulänglich an. Sie bemängeln insbesondere das Fehlen einer klaren Formulierung zum Ausstieg aus fossilen Energien. Die Beschlüsse gingen zwar in die richtige Richtung, seien aber nicht ausreichend. Der US-Klimabeauftragte Kerry hätte sich klarere Formulierungen gewünscht und UNO-Generalsekretär Guterres mahnte an, dass sich die Welt halbe Sachen nicht mehr leisten könne. Ihnen, den gefährdeten Inselstaaten und einigen Europäern, die den Prozess gern beschleunigt sähen, geht es nicht schnell genug.

Die positiven Stimmen kamen nicht zuletzt von Politikern aus Deutschland oder auch der EU: Für Bundesaußenministerin Baerbock zeigt die Einigung, dass die Staaten den Weg der Klimagerechtigkeit gemeinsam gingen. Und EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen rief gar den Beginn des postfossilen Zeitalters aus.

Was von COP 28 bleibt

Bei der Bewertung des Ergebnisses von Dubai darf nicht übersehen werden, zwischen welcher unterschiedlichen Interessenlagen hier ein Konsens gefunden werden musste. Der Text der Abschlusserklärung musste daher eine weiche Sprache wählen, um auch die bremsenden Ölförderstaaten zur Unterzeichnung der Erklärung zu bewegen und so die wichtigen Punkte für die nächsten Jahre zu adressieren. Unter diesen gegebenen Umständen bewertete es Klimaforscher Stefan Rahmstorf vom Potsdam Institut für Klimafolgen-Forschung als „gar nicht schlecht, was da drinsteht“, wie er der Tagesschau sagte. Dem kann man sich anschließen.

Wichtiger Hinweis

Diese Unterlage darf ohne vorherige schriftliche Einwilligung der HELLERICH GmbH weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden. Die Inhalte werden Ihnen lediglich als Information zugänglich gemacht und dürfen weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weitergegeben oder veröffentlicht werden. Hiervon ausgenommen ist die Nutzung zum persönlichen, nicht kommerziellen Gebrauch des Empfängers. Sie richtet sich ausschließlich an Kunden, die ihren Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland haben und insbesondere nicht an Kunden mit Wohnsitz in den Vereinigten Staaten von Amerika.

Insbesondere dürfen Anteile der dargestellten Fonds weder innerhalb der USA noch an oder auf Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Informationsdokument und die in ihm enthaltenen Informationen richten sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, insbesondere nicht in den USA, noch dürfen sie in anderen Staaten, insbesondere nicht den USA, verbreitet werden.

Anteile an den dargestellten Fonds dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt.

Die Inhalte dienen lediglich zu Informationszwecken; dies gilt insbesondere auch für Produktinformationen sowie Ausarbeitungen/Veröffentlichungen oder Einschätzungen zu Wertpapieren. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Sie sollen lediglich eine selbstständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern und ersetzen nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung. Die Informationen in dieser Unterlage wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die HELLERICH GmbH übernimmt jedoch weder Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit noch irgendeine Garantie. Die in der Unterlage gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Eine dargestellte Strategie oder ein Investmentansatz dürfen ebenso wenig wie irgendein anderer Inhalt als Empfehlung bestimmter Finanzinstrumente oder zur Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung verstanden werden; sie stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung dar.

Alleinige Grundlage für den Erwerb von Fondsanteilen sind die Verkaufsunterlagen zu dem jeweiligen Fonds (der aktuelle Verkaufsprospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen, der aktuelle Rechenschaftsbericht und – falls dieser älter als acht Monate ist – der aktuelle Halbjahresbericht), die bei der HELLERICH GmbH, Königinstraße 29, D-80539 München, der Verwahrstelle DZ PRIVATBANK S.A. oder am Sitz der Verwaltungsgesellschaft IPConcept (Luxemburg) S.A., beide 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxembourg, bei der Zahlstelle in Deutschland DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, D-60265 Frankfurt am Main sowie im Internet unter www.ipconcept.com, www.dz-privatbank.com oder www.hellerich.de kostenfrei in deutscher Sprache erhältlich sind. Hinweise zu Chancen und Risiken des Investmentfonds können dem Verkaufsprospekt entnommen werden. Anbieterin der Fondsanteile ist die IPConcept (Luxemburg).

Grundlage für die Entscheidung über die Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung müssen weitergehende Informationen sein, die Ihnen die HELLERICH GmbH auf Anforderung oder in einem persönlichen Gespräch gerne zur Verfügung stellt. Es bedarf weiterer Informationen, um sich ein vollständiges Bild von den dargestellten Dienstleistungen zu machen und eine informierte Abschlussentscheidung zu treffen. Die HELLERICH GmbH ist wie folgt zu erreichen: HELLERICH GmbH, Königinstraße 29, D-80539 München, www.hellerich.de, info@hellerich.de, +49 89 28 72 38 0. Grundlage für die in der Präsentation enthaltenen Tabellen und Grafiken sind, soweit keine Quelle vermerkt ist, eigene Daten der HELLERICH GmbH.

© 2024 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen.



HELLERICH



HELLERICH GmbH

Königinstraße 29, 80539 München

Tel. +49 89 28 72 38-0

info@hellerich.de

www.hellerich.de

V.i.S.d.P.



