

## Ausblick 2024: Das erwarten die Experten für Inflation und Geldpolitik

Die Entwicklung von Preisen wird von weit mehr als nur monetären Faktoren bestimmt. Das macht Prognosen zur Inflation und die mögliche Reaktion von Zentralbanken darauf so schwierig. Kein Wunder, dass die Erwartungen auch auf Seiten der Experten zum Teil gehörig auseinanderklaffen.



Der über rund zwei Jahre anhaltende starke Anstieg von Verbraucher- und Produzentenpreisen ist zuletzt sichtbar ins Stocken geraten. Die Anhänger des "Teams Transitory", sprich jene, die von Anfang an davon überzeugt waren, es handle sich lediglich um eine vorübergehende Erscheinung, die sich von selbst zurückbilden werde, sehen sich damit gerne bestätigt. Doch die dahinter stehende Annahme, wonach die Zentralbanker gar nicht hätten reagieren müssen, weil vor allem angebotsseitige Faktoren für den Anstieg der Inflation verantwortlich gewesen sind, die diese ohnehin nicht beeinflussen können, könnte sich als zu voreilig entpuppen.

Denn auch eine inzwischen seit geraumer Zeit und sehr rasch sinkende Inflation dürfte als Beleg nicht ausreichen, dass sie auch ohne Zutun der Notenbanken schon von selbst abgeflaut wäre. Und schon gar nicht ließe sich daraus eine Aussage darüber ableiten, was unter dem zeitlichen Gesichtspunkt unter "vorübergehend" zu verstehen wäre. Denn dazu bräuchte es eine Antwort auf die Frage, ob das Preisniveau heute noch höher wäre, wenn die Geldpolitik auf Straffungsmaßnahmen verzichtet hätte. Der in dieser Beziehung noch zu führende akademische Diskurs wird mit Sicherheit aufschlussreich sein.

### Orientierung für Investoren

Wesentlich für Investoren ist dagegen der Blick nach vorne. Sie wollen wissen, was im kommenden Jahr auf die Märkte zukommt und wie sie sich auf die zu erwartende Entwicklung einstellen sollen. Dass es dabei zu unterschiedlichen Interpretationen kommen kann, darf nicht verwundern. Gerade die Prognose der Inflationsentwicklung ist schließlich

ein hochkomplexes Thema, das nicht auf einen einzigen Faktor zurückzuführen ist. Einfache Inflationsmodelle, die lediglich auf dem Faktor Arbeitslosigkeit oder der Annahme basieren, Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen, haben im Grunde noch nie eine aussagekräftige Prognosefähigkeit bewiesen.

Für eine gewisse Orientierung dürften die Einschätzungen der Experten von Asset Managern und Banken sorgen. Was erwarten diese in Bezug auf die Entwicklung von Preisen im kommenden Jahr, und wie werden die Notenbanken darauf reagieren? Ausgewählte Einschätzungen zu Inflation und Geldpolitik 2024:

### **Sonja Laud, CIO von Legal & General Investment Management**

"Anleger und Anlegerinnen sollten sich im nächsten Jahr erneut auf volatile Märkte einstellen – unabhängig davon, wie sich Wirtschaft und Inflation entwickeln. Ausschläge nach oben und unten vergleichbar mit 2023 sind wahrscheinlich, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen an die Geldpolitik immer wieder aufgrund der neuen Wirtschaftsdaten anpassen. Wir gehen davon aus, dass die US-Notenbank die Zinsen deutlicher senken wird als von den Märkten bisher erwartet. Bei Unternehmensanleihen sind wir vorsichtig und setzen auf Selektion, insbesondere im Hinblick auf den aktuellen Optimismus der Anleger trotz nicht abschätzbarer Risiken. Das Renditeniveau, technische Faktoren und die Wirtschaftslage begünstigen Schwellenländeranleihen. Höhere und längerfristige Zinssätze können die Rendite zwar erhöhen, erschweren aber gleichzeitig den Schuldendienst – das könnte zum Problem werden."

### **Tilmann Galler, globaler Kapitalmarktstratege von J.P. Morgan AM**

"Zwar hat sich die Inflation in den letzten Monaten bereits stark zurückentwickelt, es gibt aber hartnäckige Bereiche bei Dienstleistungen, die beispielsweise durch die Lohnsteigerungen weiter hochgehalten werden. So ist der letzte Schritt zum Inflationsziel schwierig. Das Zinshoch wurde 2023 erreicht und die Zinswende sollte im nächsten Jahr erfolgen – für Anlegerinnen und Anleger somit eine gute Zeit, das attraktive Zinsniveau zu nutzen. Denn nachdem die Zentralbanken zuletzt mit dem Erhöhungszyklus pausiert haben, geht der Markt aktuell bereits für März von den ersten Zinssenkungen aus. Das halten wir zwar für etwas früh, aber im Falle eines konjunkturellen Schwächeanfalls dürfte es im Verlauf des Jahres zu kräftigen Senkungen kommen. Dass in den USA inzwischen mehr als fünf Zinssenkungen eingepreist sind, spricht jedoch eher für einen verhaltenen Konjunkturausblick als für ein Soft Landing – auch wenn der Aktienmarkt dies gerade feiert. Und üblicherweise gehen geldpolitische Straffungen mit einer Rezession einher."

### **Steven Bell, Chefökonom EMEA bei Columbia Threadneedle Investments**

"Die Zentralbanken Europas, des Vereinigten Königreichs und der USA halten seit mehreren Monaten allesamt ihre Zinssätze auf einem unveränderten Niveau. Zwar erklärten die Notenbanken, dass sie die Zinssätze für einen längeren Zeitraum hoch halten wollen und sogar bereit sind, sie bei Bedarf anzuheben. Dennoch rechnen die Finanzmärkte jetzt mit Zinssenkungen von über einem Prozentpunkt bei allen drei bis Ende 2024. Die Marktspekulationen drehen sich nun darum, wer die Zinsen zuerst senken wird und wann. Ich persönlich rechne im Frühjahr mit den ersten Zinssenkungen und gehe davon aus, dass sie stärker ausfallen, als der Markt derzeit einpreist. Die Zentralbanken wollen jedoch sicher sein, dass die Inflation dauerhaft auf ihr jeweiliges Zwei-Prozent-Ziel zusteuert, bevor sie geldpolitische Lockerungen in Erwägung ziehen. Die USA sind dem am nächsten: Die Gesamtinflation nach dem Verbraucherpreisindex liegt bei drei Prozent, und obwohl die Kerninflation höher ist, geht sie schnell zurück."

**Bernhard Grünäugl, Leiter Investment Strategy und ESG der Bayerninvest**

"Analog zu den aktuellen Markterwartungen rechnen wir im neuen Jahr mit Zinssenkungen. EZB und Fed dürften ab dem zweiten Quartal 2024 die Leitzinsen drei bis fünf Mal um je 25 Basispunkte reduzieren. Je nach Datenlage könnte es aber auch mehr werden, denn während der Inflationsrückgang die Zinsanhebungen gestoppt hat, sind es Daten vom (US-)Arbeitsmarkt, die den Zinssenkungszyklus einleiten. Der jüngste Renditerückgang an den Rentenmärkten dürfte sich daher 2024 grundsätzlich fortsetzen – auch wenn vorerst eine Verschnaufpause eintreten sollte. Wir bleiben bei unserer Erwartung, dass zehnjährige Staatsanleihen mittelfristig wieder deutlich unter der Zwei-Prozent-Marke handeln sollten. Wir bestätigen auch unsere Prognose, dass der Disinflationstrend 2024 anhält und die Notenbankziele ab Mitte des Jahres wieder nachhaltig erreichbar werden. Die derzeit im Kapitalmarkt stark rückläufigen Inflationserwartungen bestätigen dieses Bild. Dennoch scheint eine Beimischung von Inflation-Linkern im aktuellen Kontext günstig."

**Jan Viebig, CIO von Oddo BHF**

"Wann es zu den von den Marktteilnehmern erwarteten Zinssenkungen kommt, dürfte vor allem von der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung abhängen. Wir erwarten keine schwere Rezession, obwohl sich das volkswirtschaftliche Wachstum nach zehn Zinserhöhungen im Euroraum und elf Leitzinsanpassungen in den USA im nächsten Jahr vermutlich abschwächen wird. Wenn sich unsere Einschätzung bestätigt, könnten sich im weiteren Verlauf des Jahres sowohl in Europa als auch in den USA Spielräume für erste Leitzinssenkungen ergeben. Die Marktteilnehmer, die gerne von einem Extrem ins andere fallen, sehen derzeit für das nächste Jahr Zinssenkungen um 1,25 Prozentpunkte in den USA und 1,5 Prozentpunkte im Euroraum voraus. Dies erscheint uns angesichts der noch immer recht hohen Kern-Inflationsraten von 4,0 Prozent in den USA und 3,6 Prozent im Euroraum sowie deutlich steigender Arbeitskosten in den USA und in der EWU etwas zu aggressiv."

**Karin Kunrath, Chief Investment Officer der Raiffeisen KAG**

"Gegen Ende des Jahres versuchen Volkswirte, Investmentbanken und Asset Manager traditionell, die Entwicklungen des kommenden Jahres zu prognostizieren. Heuer fällt die überwiegende Anzahl dieser Ausblicke positiv aus. Viele der vorgebrachten Argumente können wir weitgehend teilen. Die globale Wirtschaft wird demgemäß sehr schwach sein, eine Rezession aber vermeiden können. Im Jahresverlauf wird eine Verbesserung der Wirtschaftsdynamik erwartet. Dieses Szenario für die Wirtschaft wird oft auch mit dem Begriff Soft Landing umschrieben. Gleichzeitig wird ein weiterer Rückgang der Inflationsraten erwartet. Damit werden viele Notenbanken nicht nur die Möglichkeit haben, auf weitere Zinsanhebungen zu verzichten. Sie werden im Verlauf von 2024 bereits wieder erste Zinssenkungen vornehmen können. Wann genau die Währungshüter an der Zinsschraube nach unten drehen werden, ist Gegenstand der Debatte. Vor wenigen Wochen lag die diesbezügliche Erwartung noch bei Mitte des Jahres. Mittlerweile besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass bereits im ersten Quartal 2024 Zinsen gesenkt werden könnten."

**Robert Greil, Chefstrategie von Merck Finck**

"Im Laufe eines Jahres, das zwei verschiedene Hälften sehen dürfte, werden die Anleger vor der Herausforderung stehen, den Überblick zu behalten – trotz einer Flut von zu erwartenden Ereignissen und Informationen, einschließlich wichtiger Wahlen, einer anhaltenden geopolitischen Unsicherheit und regionaler Spannungen. Im Jahr 2024 werden sich die Anleger an dieses unsichere Umfeld anpassen müssen. Hierzu sollten sie ein Engagement in Vermögenswerten in Erwägung ziehen, die mit ihren defensiven Eigenschaften das Risiko in den Portfolios verringern können. Hochwertige Staatsanleihen erscheinen mit Blick auf das

nächste Jahr weiterhin aussichtsreich. Wir sind überzeugt, dass der gegenwärtige Zinsanhebungszyklus der Zentralbanken an seinem Ende angelangt ist und dass ab Mitte 2024 Zinssenkungen möglich sind. Die Renditen erachten wir gegenwärtig für attraktiv, sie können für den Fall, dass sich der Konjunkturausblick stärker als erwartet verschlechtern sollte, als Puffer fungieren. Riskantere Schuldtitel erscheinen hingegen unattraktiv, da sie aufgrund von strengen Finanzierungsbedingungen und Bewertungen, die das Risiko steigender Ausfallquoten nicht abbilden, in Mitleidenschaft gezogen werden könnten."

### **Mark Nash, Investment Manager Fixed Income – Absolute Return bei Jupiter AM**

"Wir sehen eine gewisse Entspannung an den Anleihenmärkten, halten die Erwartungen an Zinssenkungen im Jahr 2024 aber für zu optimistisch und raten weiter zu Vorsicht. Wir glauben zwar, dass die aktuell positivere Marktstimmung noch länger andauern kann. Das ist erfreulich. Allerdings sollten die Anleger die Konsensmeinung zur künftigen Zentralbankpolitik hinterfragen. Sofern sich die Lage am Arbeitsmarkt nicht erheblich verschlechtert oder es zu einem unvorhergesehenen externen Schock kommt, halten wir baldige Zinssenkungen für unwahrscheinlich. Die Märkte haben aber bereits eine bedeutende Lockerung der Geldpolitik für 2024 eingepreist. Diese Konsenseinschätzung halten wir für verfehlt und rechnen auch – wie schon im zurückliegenden Jahr – nicht mit einer unmittelbar bevorstehenden Rezession. Obwohl die steigenden Zinsen den privaten Haushalten zu schaffen machen, sind die realen Einkommen zuletzt gestiegen. Jetzt, da sich die Finanzierungsbedingungen entspannen, stützt dies das Wirtschaftswachstum, das zudem durch Konjunkturmaßnahmen gestärkt worden ist."

### **Manfred Hübner, Chefstrategie von Sentix**

"Unsere Jahresbefragung von Investoren zeigt eine große Einmütigkeit, dass sowohl die Notenbankzinsen als auch die Langfristzinsen nach unten gehen. Diese Fantasie fußt auf den aktuell stark rückläufigen Inflationszahlen. Damit sind die Anleger und der Bondmarkt deutlich in Vorleistung gegangen, die Notenbanker müssen ganz schön liefern, um diese Erwartungen nicht zu enttäuschen. Das Positionierungsverhalten ist bereits 'ultra long'. Damit ist der Markt sehr verwundbar! Die Risiken für Bonds sind hoch, insbesondere dann, wenn klar ist, dass die Notenbanken die Zinsen nicht senken. Wir erwarten daher, dass das Credo 'higher for longer' von den Notenbanken in die Tat umgesetzt wird, woraus im Laufe des Jahres 2024 ein Anstieg der Zehn-Jahres-Renditen bei US-Staatsanleihen in Richtung 5,5 Prozent folgen sollte. In Euroland dürfte die Drei-Prozent-Marke deutlich überschritten werden. Unsere Prognose ist damit ein echter Contrarian-View."

### **Paul Jackson, Global Head of Asset Allocation Research bei Invesco**

"Wir gehen davon aus, dass die Zinsen in den meisten Ländern im Jahr 2024 deutlich sinken werden. Daher dürften festverzinsliche Anlagen so hohe Renditen abwerfen wie seit Langem nicht mehr. Risikoreichere Anlageklassen dürften kurzfristig volatil bleiben, auf mittlere Sicht aber von den niedrigeren Zinsen und einer höheren Wachstumsdynamik profitieren. Insgesamt erwarten wir die besten Multi-Asset-Renditen seit 2019. Unser Basisszenario ist das einer 'holprigen Landung' der Wirtschaft mit schwächeren Wachstums- und Inflationsraten, einer Lockerung der Geldpolitik und einer anschließenden Konjunkturerholung bis Ende 2024. Im Zusammenhang mit der Geopolitik und den 2024 anstehenden Wahlen sehen wir durchaus Risiken, nachhaltig negative Auswirkungen auf die Anlageerträge erwarten wir dadurch jedoch nicht, allenfalls eine gewisse Volatilität."

### **John Vail, Chief Global Strategist bei Nikko AM**

"2024 wird ein ganz besonderes Jahr. Die Chancen stehen gut für eine allmählich wachsende

Weltwirtschaft mit nachlassender Inflation. Zweitrundeneffekte werden der Schlüsselfaktor für die Entwicklung der Inflation sein, und die Zinssenkungen könnten viel später einsetzen als allgemein erwartet. Lohnforderungen, Streiks und folglich Angebotschocks stehen dabei im Fokus. Hinzu kommt die Preissetzungsmacht von Unternehmen und Vermietern. Alle werden beobachten, wie entschlossen die Zentralbanken die Zinsen angesichts des zunehmenden politischen Drucks bei einer weiteren Abschwächung der Wirtschaft hochhalten werden. Dies gilt auch 2024 vor allem für Europa, wo die Inflation in den Industrieländern am höchsten ist und die Arbeitnehmer vor allem in wichtigen politischen, infrastrukturellen und wirtschaftlichen Bereichen große Schlagkraft haben. Länder mit weniger fordernden Arbeitnehmern dürften im Vorteil sein, insbesondere Japan und ein Großteil Asiens."

### **Nicolas Forest, Chief Investment Officer bei Candriam**

"'High for longer' war der bisherige Leitspruch der Zentralbanken, denen es mehr oder minder gut gelungen war, die Inflation im Zaum zu halten. Die wichtigsten Fragen sind nun: Wird die Geldpolitik 2024 weniger straff? Und da Anleiherenditen wieder attraktiv sind: Ist jetzt der richtige Zeitpunkt, die Duration zu erhöhen und den überraschend widerstandsfähigen Anleihemarkt weiterhin zu bevorzugen? Die steigenden Zinsen haben sich auch auf die Dynamik der Staatsverschuldung ausgewirkt. Es bleibt abzuwarten, was das Jahr 2024 vor dem Hintergrund schwächeren Wirtschaftswachstums und der reduzierten Anleiheankaufprogramme der Zentralbanken für die Tragfähigkeit der Schulden bedeutet. Für den Immobilienmarkt blieben die Zinserhöhungen nicht ohne Auswirkungen – sie haben bereits für einen deutlichen Rückgang der Bauvorhaben und der Umsätze gesorgt. Die Preisrückgänge waren bisher begrenzt. Dennoch stellt sich hier die Frage, ob eine mögliche weitere Beschleunigung Grund zur Sorge ist oder sich, umgekehrt, als eine hervorragende Gelegenheit herausstellt, sich neu zu positionieren."

### **Alexander Krüger, Chefvolkswirt bei Hauck Aufhäuser Lampe**

"Die größte Herausforderung für 2024 ist, das gestiegene Zinsniveau weiter geräuschlos zu verarbeiten. Das ist eine Belastungsprobe für die Welt, deren Verlauf und Ausgang unsicher sind. Wir erwarten eine sich weiterhin schwach entwickelnde Weltwirtschaft. Inflationsraten dürften noch abnehmen, ohne dass sich ein preisstabiles Umfeld punktgenau durchsetzen wird. Die führenden Notenbanken werden die Leitzinsen im zweiten Halbjahr 2024 senken – die Geldpolitik wird ihre restriktive Wirkung aber behalten. Dass die Refinanzierung und Kreditaufnahme 2024 vor dem Hintergrund des markanten globalen Zinsanstiegs 'mal eben so' gelingen wird, halten wir für wenig wahrscheinlich. Viele Staaten und Unternehmen werden sich 2024 zu deutlich teureren Konditionen refinanzieren müssen. Die Probleme einzelner US-Regionalbanken im März 2023 sind aus Liquiditäts- und Kreditsicht daher eventuell nur ein Vorgeschmack auf neue Verunsicherung an Finanzmärkten."

### **Jim Cielinski, Global Head of Fixed Income bei Janus Henderson Investors**

"Die Zentralbanken haben die Inflation relativ gut in den Griff bekommen. Geldpolitik wirkt allerdings mit langen und variablen Verzögerungen. Durch die außergewöhnlichen politischen Maßnahmen im Zusammenhang mit der Pandemie unterscheidet sich dieser Zyklus von allen bisherigen, und die Geldpolitik hat einen sehr steilen Abstieg hinter sich. Die Märkte haben sich über die guten Inflations- und Beschäftigungsdaten gefreut, schnell wurde gefolgert, dass die Zeit der Zinserhöhungen vorbei ist und eine weiche Landung ansteht – also leichtes positives Wachstum bei begrenzter Inflation. Genau hier liegt das Problem. Denn auf die Erwartung einer weichen Landung folgt meist eine Rezession. Die Frühindikatoren bleiben schwach, die Liquidität ist gering, und die Realzinsen sind restriktiv, was eine härtere

Landung wahrscheinlicher macht. Auf jeden Fall werden die Märkte im kommenden Jahr irgendwann mit Wachstumsängsten zu kämpfen haben. 2024 wird ein guter Zeitpunkt sein, um Risikoanlagen zu kaufen, aber noch ist es nicht so weit."

### **Stefan Hofrichter, Head of Global Economics & Strategy bei Allianz Global Investors**

"Die Inflationsrate bleibt hartnäckig hoch. Seit dem Höchststand im Jahr 2022 hat die Teuerung zwar deutlich nachgelassen. Vom Zielwert der Zentralbanken von zwei Prozent ist sie aber immer noch weit entfernt. In der Vergangenheit haben wir gesehen, dass es nach einer Phase hoher Inflation mehrere Jahre dauern kann, bis sich die Teuerung wieder auf einem niedrigeren Niveau einpendelt. Grund dafür sind Zweitrundeneffekte wie Lohn-Preis-Spiralen oder Preiserhöhungen von Unternehmen. Vor diesem Hintergrund bezweifeln wir, dass die Märkte richtig damit liegen, keine weiteren Zinserhöhungen der großen Zentralbanken einzupreisen und ab Mitte 2024 deutliche Zinssenkungen zu erwarten. Zusammenfassend glauben wir im Unterschied zum Konsensszenario, dass die Zinsen noch 'länger höher' bleiben werden."

### **Björn Jesch, Global CIO der DWS**

"Wir sind alles andere als euphorisch, was den globalen Wirtschaftsausblick für die nächsten zwei Jahre angeht. So mild der jetzige Wirtschaftsabschwung unserer Meinung nach verlaufen sollte, so mau dürfte der anschließende Aufschwung ausfallen. Die Inflation sehen wir Ende 2024 bei unter drei Prozent, womit sie sich der Komfortzone der Zentralbanken Fed und EZB zumindest annähert. Für Anleihen ergibt all das ein sehr positives Umfeld. Einerseits droht kein weiterer Kursverlust über weitere Zinserhöhungen. Ab Mitte 2024 könnten sogar Zinskürzungen und damit Kursgewinne winken. Andererseits erwarten wir auch keinen Druck auf Unternehmensanleihen, wie man ihn in richtigen Rezessionen befürchten müsste. Die Wahl der optimalen Laufzeit hängt stark von den Zinserwartungen ab. Längere Laufzeiten bieten sich in einem rückläufigen Zinsumfeld an, kürzere Laufzeiten hingegen, wenn man neue Zinssprünge erwartet. In einem Umfeld, in dem sich auch Zentralbanken von Datenpunkt zu Datenpunkt hangeln und die US-Renditen auch aufgrund der Sorgen vor dem hohen Refinanzierungsbedarf des Staates weiter volatil bleiben, vermeiden wir übermäßiges Risiko und präferieren Laufzeiten von zwei bis sieben Jahren."

### **Ann-Katrin Petersen, Kapitalmarktstrategin bei Blackrock**

"Wir gehen davon aus, dass die Gesamtinflation im Jahr 2024 aufgrund der schwachen Konjunktur und der Auswirkungen der niedrigeren Energiepreise auf das EZB-Ziel von zwei Prozent fallen oder dieses sogar vorübergehend unterschreiten wird. Dies könnte den Weg für eine etwas lockerere Zinspolitik und eine bescheidene Wachstumsbelebung ebnen. Das bedeutet, dass das Wachstum einerseits von der Erholung der Realeinkommen und andererseits von der restriktiven EZB-Politik – wenn auch in geringerem Maße als in diesem Jahr – und einer zurückhaltenden Finanzpolitik geprägt sein dürfte. Dennoch sind wir der Meinung, dass man den traditionellen Konjunkturentwicklungen zu viel Gewicht beimisst und den breiteren Kontext außer Acht lässt. Wir befinden uns in einem Umfeld, das anhaltend höhere Zinssätze und straffere finanzielle Bedingungen erfordert, um die Inflation im Einklang mit dem EZB-Ziel zu halten, als dies im letzten Jahrzehnt der Fall war. Die Finanzmärkte sind noch dabei, sich auf dieses neue System einzustellen, in dem die EZB wahrscheinlich wesentlich restriktiver vorgehen wird. Deshalb ist der Kontext entscheidend für das Management von Makrorisiken."

**Sam Vereecke, CIO Fixed Income von DPAM**

"Der Markt preist keineswegs eine Stagflation ein, obwohl dieser Begriff in diesem Jahr oft verwendet wurde. Ganz im Gegenteil: Der Markt geht von Inflationserwartungen auf dem Niveau des Notenbankziels mit höheren realen Renditen aus. Dies macht eine Allokation in inflationsgebundene Anleihen zu einer guten Absicherung gegen eines der Risiken einer übergewichteten Duration, nämlich höhere Inflationserwartungen. Seit dem Ende der Inflationsprobleme in den 1980er Jahren haben sich die Zentralbanken nicht wirklich um die Inflation gekümmert, auch nicht während eines Jahrzehnts mit Leitzinsen nahe Null. Dies könnte die Illusion erweckt haben, dass die Notenbanker auf Dauer eine akkommodierende Haltung einnehmen können, ohne ein Inflationsproblem zu befürchten. Der Inflationsschub der jüngsten Vergangenheit hat diese Illusion zunichte gemacht. Es ist unwahrscheinlich, dass die Zentralbanken zu strukturell niedrigen Leitzinsen zurückkehren werden. Die künftigen Leitzinsen dürften zwischen dem derzeitigen Stand und einem Wert nahe Null schwanken, je nachdem, wie stark ein künftiger Konjunkturrückgang ausfällt."

**Daniel Hartmann, Chefvolkswirt bei Bantleon**

"Wir gehen davon aus, dass es 2024 zu einer weltwirtschaftlichen Abkühlung kommt. Gleichzeitig sollten sich die Teuerungsraten weiter dem Zwei-Prozent-Ziel annähern und es im zweiten Halbjahr 2024 sogar unterschreiten. Selbst wenn die große Konjunkturkrise ausbleibt, haben die Notenbanken damit den Spielraum, die Leitzinsen 2024 zumindest auf ein neutrales Niveau zu senken, das in den USA bei rund 3,5 Prozent und der Eurozone bei knapp drei Prozent liegt. Diese Niveaus sind an den Geldterminmärkten eingepreist. Darüber hinaus bestehen gute Chancen auf noch tiefere Leitzinsen. Aus unserer Sicht ist eine zumindest milde Rezession in den USA, in deren Zuge die Arbeitslosenquote um über einen Prozentpunkt ansteigen sollte, nach wie vor wahrscheinlich. Auf eine solche Entwicklung hat die Fed in der Vergangenheit stets mit einer Reduktion der Leitzinsen von deutlich über 200 Basispunkten reagiert. In Anbetracht dessen sind in den USA und der Eurozone Leitzinssenkungen in Richtung zwei Prozent möglich. Entsprechend sehen wir bei den Staatsanleihe-Renditen noch weiteres Abwärtspotenzial um 50 (Deutschland) bis 80 Basispunkte (USA)."

**Stefan Bruckbauer, Chefökonom der Unicredit Bank Austria**

"Die Straffung der Geldpolitik hat den Höhepunkt erreicht, die geldpolitische Wende rückt näher. Angesichts der schwachen Konjunktur und des Rückgangs der Inflation wird sowohl in den USA als auch im Euroraum der nächste Schritt der Notenbanken eine Absenkung der Leitzinsen sein. Mittlerweile erwarten wir für beide Wirtschaftsräume eine erste Lockerung der Geldpolitik im Juni 2024. Bei der Annäherung an das neutrale Zinsniveau werden die Notenbanken sehr vorsichtig vorgehen. Wir rechnen mit vierteljährlichen Zinssenkungen der EZB um 25 Basispunkte, wodurch der Einlagensatz bis Ende 2024 auf 3,25 Prozent und bis Ende 2025 auf 2,25 Prozent sinken würde. Die Fed dürfte den Leitzins bis Ende 2025 auf ein Zielband von drei bis 3,25 Prozent senken. Während die EZB damit die Leitzinsen auf das neutrale Niveau gesenkt haben dürfte, werden die US-Zinsen nach Schätzung der Unicredit Bank Austria noch etwas über dem neutralen Niveau liegen."

**David Page, Head of Macro Research bei Axa Investment Managers**

"Zum Auftakt des Jahres 2024 dürften zwei zentrale Fragen die Anleger beschäftigen: Können Anleihen ihre Verlustserie abschütteln, und können Aktien ihren Schwung aufrechterhalten? Unsere Einschätzung ist, dass beides möglich ist. Allerdings ist die Aussicht auf eine bessere Performance von Anleihen im relativen Vergleich zu Aktien größer als in den letzten Jahren. Fixed Income bietet vor dem Hintergrund deutlich höherer Renditen ein

starkes Potenzial bei den Gesamterträgen. Aktien könnten ihre Dynamik beibehalten, besonders wenn Renditen und Zinsen rückläufig sind, aber das Gewinnwachstum könnte eine größere Herausforderung darstellen. Unsere zentrale Prognose basiert auf moderaten Anlagerenditen, die auf bescheidenen nominalen Wachstumsaussichten beruhen. In Anbetracht des gestiegenen Risikoaufschlags bei Anleihen im Vergleich zu einem gesunkenen Risikoaufschlag bei Aktien neigen wir eher zu Anleihen. Darüber hinaus ist die relative implizite Volatilität der Zinssätze im Vergleich zu Aktien ein Indikator, der für eine positive Einschätzung von Anleihen spricht."

### **Eckhard Schulte, Vorstandschef von Mainsky Asset Management**

"Spät kam sie, dann aber mit voller Wucht: Die Einsicht der Notenbanken, dass sie im Kampf gegen die Inflation überzogen haben. Ging der Markt noch im September von weiteren Zinserhöhungen beziehungsweise von für lange Zeit hohen Leitzinsen aus, hat die Fed nun eine überraschende Kehrtwende vollzogen und damit den Zinssenkungserwartungen freien Lauf gelassen. Während sie sich 2024 drei Schritte von je 25 Basispunkten vorstellen kann, geht der Markt von doppelt so viel Senkungspotenzial aus. Überzogen sei dies, und auch die mahnenden Stimmen die Rally am Aktienmarkt betreffend werden lauter. Wir aber gehen davon aus, dass sowohl die Fed als auch die EZB mit der sich beschleunigenden Disinflation zu noch viel stärkeren Zinssenkungen gezwungen sein werden. Und weil der moderate Rückgang der Unternehmensgewinne in einer von uns nur milde erwarteten Rezession in den USA von den Bewertungsaufschlägen durch tiefere Zinsen mehr als kompensiert wird, bleiben wir für das Jahr 2024 sehr optimistisch für den Aktienmarkt."

### **Jörg Boysen, Chefanlagestrategie von Deka Investment**

"Der Kurswechsel der Fed und vor allem der EZB wird sich langsamer vollziehen, als derzeit an den Märkten eingepreist ist. Beide Zentralbanken gehen davon aus, dass sich der Rückgang der Kerninflationen nicht mit dem gleichen Tempo wie in den vergangenen Monaten fortsetzen wird, vor allem wegen eines zu starken Anstiegs der Löhne. So begründet die Fed ihr restriktives Vorgehen auch damit, den Nachfrageüberhang am Arbeitsmarkt in Schach halten zu wollen. Erste Erfolge zeigen sich dabei in Form tendenziell abnehmender monatlicher Beschäftigungszuwächse und nachlassender Lohnsteigerungen. Demgegenüber ist der Zenit der Lohnentwicklung im Euroraum noch nicht zu erkennen, und die hierzulande erfahrungsgemäß hohe Reallohnrigidität lässt auch in einem schwachen konjunkturellen Umfeld für die kommenden Jahre immer noch relativ kräftige Lohnerhöhungen erwarten. Infolgedessen rechnen wir mit einer im Euroraum persistenteren Kerninflation, die zudem mit größeren Aufwärtsrisiken behaftet ist als in den USA. Diese Unterschiede dürften sich auch in der Geldpolitik bemerkbar machen. Wir erwarten für die Fed bis Ende nächsten Jahres drei Leitzinssenkungen von je 25 Basispunkten, für die EZB dagegen lediglich eine. Entsprechend sollten die Renditen kurzlaufender Staatsanleihen in den USA deutlich stärker zurückgehen als im Euroraum."

### **Johannes Mayr, Chefvolkswirt von Eyb & Wallwitz**

"Mit Blick auf die Geldpolitik lautet die Gretchenfrage nicht mehr, wie hoch der Zinsgipfel liegt, sondern wo das neue Normal für Leitzinsen liegt, wie weit also Fed und EZB ihre Zinsen in den kommenden Jahren wieder senken werden. In Summe halten wir ein neues Normal der US-Leitzinsen im Bereich zwischen drei und vier Prozent für realistisch. Angesichts der Divergenz der konjunkturellen Entwicklung und des stärkeren Abwärtsdrucks auf die Preise könnte die EZB den Zinssenkungszyklus erstmals früher beginnen als die Fed. Damit zeichnet sich für 2024 ein monetäres Umfeld ab, in dem die großen Wachstumstrends den Finanzmarkt erneut dominieren sollten und gleichzeitig mit Kollateralschäden der bisherigen

Zinswende zu rechnen ist. Damit könnte sich 2024 für Investoren in etwa so anfühlen wie ein stabileres Jahr 2023. Aber durch das neue Normal der Zinsen ergeben sich auch neue Konzepte für die Asset-Allokation. So sind die Ertragsaussichten für Mischfonds für die kommenden Jahre deutlich attraktiver geworden."