

Nr. 2: Ukraine-Krieg belastet Konjunktur und treibt Inflation in die Höhe



04. April 2022

Konjunktur und Geldpolitik: Der Einmarsch Russlands in die Ukraine wird erhebliche Auswirkungen auf die konjunkturelle Entwicklung und die Inflation in der Eurozone haben. Die zum Jahreswechsel abgegebenen erfreulichen Wachstumsprognosen wurden zuletzt reihenweise herabgesetzt und auch wir rechnen für das Gesamtjahr inzwischen nur noch mit einem BIP-Wachstum von 3,5% für die Eurozone und 2,3% für Deutschland. Die Inflation steigt dagegen immer schneller. Der März-Wert von 7,5% war der höchste je gemessene seit Einführung des Euro und in den kommenden Monaten ist keine nennenswerte Entspannung absehbar. Für die Europäische Zentralbank (EZB) bedeutet ein sich abschwächendes Wachstum bei gleichzeitig hoher und steigender Inflation ein Dilemma. Auf ihrer jüngsten Sitzung hat sie zwar ihre Absicht bekräftigt, die Nettoanleihekäufe im dritten Quartal einzustellen, wird diesen Schritt aber von der Datenlage abhängig machen. Mit einer Beendigung der Anleihekäufe wäre der Weg frei für einen ersten Leitzinsschritt noch vor Ende des Jahres.

Euro: Die Devisenmarktentwicklung stand in den vergangenen Wochen stark unter dem Einfluss des Ukraine-Kriegs. Der russische Rubel verzeichnete die stärksten Schwankungen, daneben litten vor allem die osteuropäischen Währungen unter der vorübergehend eingetrübten Risikostimmung. Währungen mit Rohstoffbezug befanden sich in den letzten Wochen dagegen auf der Gewinnerseite und konnten die Kursgewinne sogar nachhaltig halten. Der US-Dollar hat neben seinem Status als Safe-Haven-Währung vor allem von der massiven Verschärfung der US-amerikanischen Geldpolitik profitiert.

Rentenmarkt: Am europäischen Rentenmarkt haben Safe-Haven-Zuflüsse nach der russischen Invasion in die Ukraine nur kurzzeitig einen Renditerückgang bewirkt. Letztlich dominierte der Einfluss der stark steigenden Inflationsraten und der Verschärfung des geldpolitischen Ausblicks, sodass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen aktuell mit 0,55% deutlich höher liegt als noch Anfang Februar, als die Rendite um die Null-Prozent-Marke schwankte. Bei Peripherie-Anleihen fiel der Renditeanstieg sogar noch stärker aus.

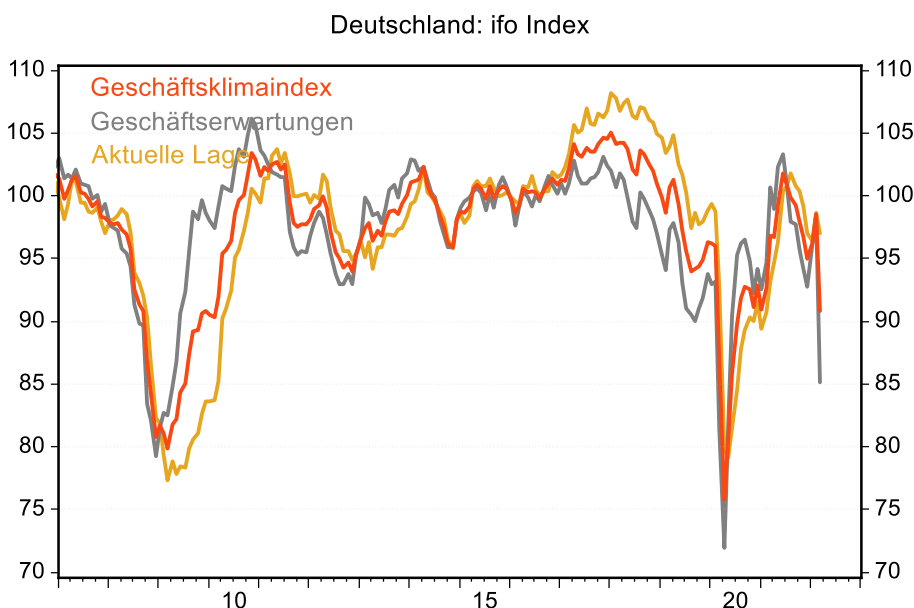
Aktienmarkt: Die marktbreiten europäischen Aktienindizes haben als Folge des Ukraine-Kriegs stark abgegeben. Verglichen mit Anfang Februar notiert der DAX 7,5% tiefer, der Euro Stoxx 50 kommt auf einen Verlust von 6,2%. Eine sektorale Betrachtung fördert nur wenige Gewinner zutage, vor allem solche mit Rohstoff- und Energiebezug.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die Auswirkungen des russischen Angriffs auf die Ukraine sind noch nicht vollständig absehbar, sie dürften aber die Wirtschaftsaktivitäten in der Eurozone spürbar belasten. Vor Kriegsbeginn hatte sich die konjunkturelle Lage erfreulich dargestellt. Die Umsätze im europäischen Einzelhandel wuchsen im Januar wieder (nach dem Rückgang im Dezember) und lagen beinahe 7% über dem Vor-Corona-Niveau. Gleichzeitig konnten die Industrieunternehmen dank der nachlassenden Lieferkettenprobleme ein Produktionsplus verbuchen, sodass nur noch 0,6 Prozentpunkte fehlten, um das Niveau von Anfang 2020 zu erreichen. Mit einer Lockerung von Corona-Maßnahmen und einer Entspannung der Materialengpässe dürfte sich diese positive Entwicklung im Februar fortgesetzt haben. Zumindest deutet die verbesserte Stimmungslage darauf hin. So stieg das von der Europäischen Kommission ermittelte Wirtschaftsvertrauen für die Eurozone im Februar noch von 112,7 auf 113,9 Punkte und für Deutschland von 112,3 auf 113,5 Punkte. Der Markit-Einkaufsmanagerindex wies mit Indexständen von 55,5 Punkten für den europäischen Dienstleistungssektor und 58,2 Punkten für den Industriesektor ebenfalls auf eine Produktionsausweitung hin. Der ifo-Geschäftsklimaindex für Deutschland erhöhte sich von 96,1 auf 98,5 Punkte.

Die Aussichten für die EWU-Wirtschaft haben sich durch den Ukraine-Krieg...



Quelle: Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung/Haver Analytics

Mit der Invasion Russlands sind die Stimmungsindizes für den März aber allesamt eingebrochen. Das Wirtschaftsvertrauen für die Eurozone brach von 113,9 auf 108,5 Punkte ein und bei den europäischen Verbrauchern sank die Stimmung auf das niedrigste Niveau seit dem ersten Höhepunkt der Corona-Pandemie im Frühjahr 2020. Die Erwartungskomponente des ifo-Geschäftsklimaindex gab mit einem Rückgang von 98,4 auf 85,1 Punkte sogar stärker nach als im März 2020, als sich der Rückgang auf zwei Monate verteilt hatte.

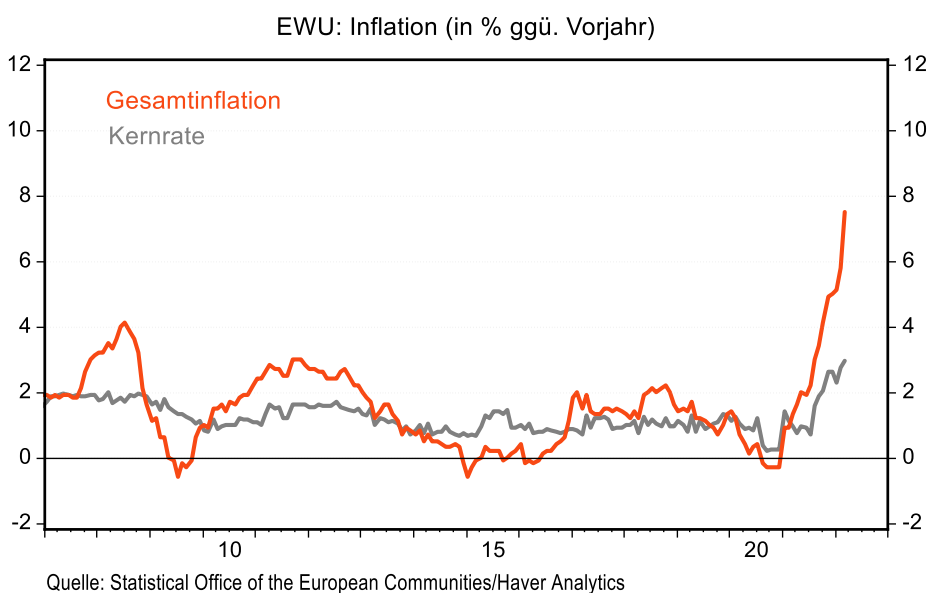
... stark eingetrübt,....

Der Ukraine-Krieg belastet die Konjunktur durch zahlreiche Kanäle, vor allem aber durch die enorm verteuerten Energieprodukte, die die Kosten für Unternehmen erhöhen und einen Kaufkraftverlust von Privathaushalten bewirken, was die Konsumnachfrage belastet. Außerdem werden die Wirtschaftsaktivitäten durch die Folgen der gegenseitigen Sanktionen, neue Lieferkettenprobleme und Materialengpässe sowie die wirtschaftliche Unsicherheit gedämpft. Der eingetrübte Konjunkturausblick hat Wirtschaftsforscher zuletzt reihenweise dazu veranlasst, ihre zu Jahresbeginn optimistischen Prognosen zu kappen. Die EZB korrigierte ihre Prognose von 4,2% auf 3,7% für die Eurozone. Für Deutschland verringerte das ifo-Institut für Wirtschaftsforschung seine noch im Dezember angepasste Prognose von 3,7% auf 2,2% in einem pessimistischen und auf 3,1% in einem optimistischen Szenario und der Sachverständigenrat erwartet nur noch ein Wachstum von 1,8% (von 4,6%). Zuvor hatte bereits das Kieler Institut für Weltwirtschaft seine Deutschland-Prognose für dieses Jahr nahezu von 4,0% auf 2,1% halbiert und das RWI in Essen erwartet nur noch ein Plus von 2,5%.

...vor allem wegen stark gestiegener Energiekosten.

Die Wachstumsprognosen sind vor dem Hintergrund der sich dynamisch verändernden Lage allerdings mit Vorsicht zu genießen. Das Ausmaß der Konjunkturbelastung wird von der Dauer und den Eskalationsstufen des Krieges und der Sanktionen abhängen. Beispielsweise sind selbst im pessimistischen ifo-Szenario die Folgen eines Exportstopps russischer Energielieferungen – der momentan nicht mehr allzu unwahrscheinlich erscheint – nicht enthalten. Dieser stellt ein erhebliches Risiko dar und würde vor allem die energieintensiven Industriezweige (beispielsweise Chemie, Stahl, Zement) und das Transportgewerbe schwer treffen. Einige Güter könnten zumindest vorübergehend unrentabel werden, weil Hersteller die höheren Kosten nicht an Kunden weitergeben können und die Lieferkettenprobleme würden sich dadurch nochmals drastisch verschärfen. Deutschland, als Industriestandort, könnte im Falle einer Energiekrise in die Rezession abrutschen.

Die Wachstumsprognosen wurden reihenweise herabgesetzt.

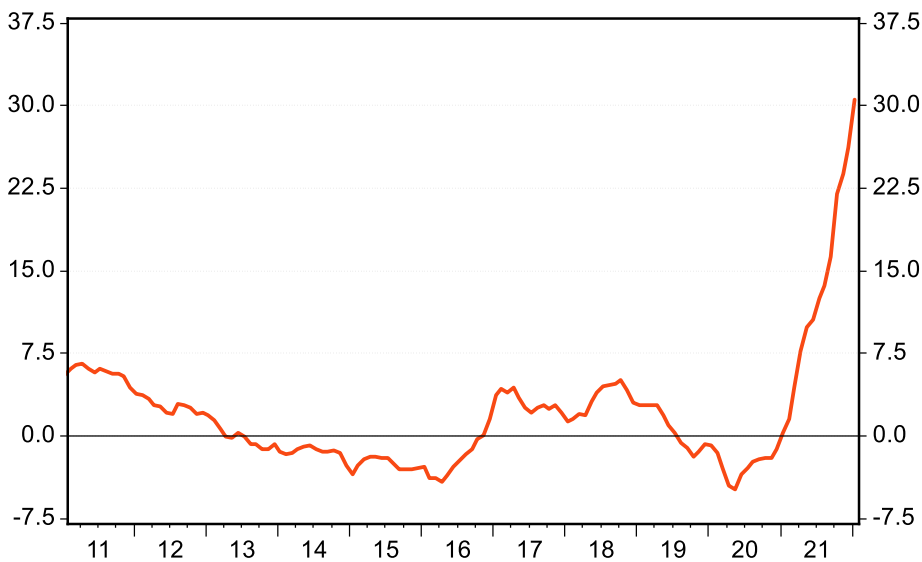


Für die ohnehin schon problematische Inflationsentwicklung bedeutet der Ukraine-Krieg eine weitere Eskalation. Vor allem die Energieprodukte haben sich durch den Kriegsausbruch massiv verteuert. Ein Fass der Rohöl-Sorte Brent kostete zwischenzeitlich 134 US-Dollar und auch Anfang April liegt der Barrel-Preis 8%

Inflation steigt immer höher...

höher als vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine. Daneben haben sich auch Gas und andere von Russland exportierte Rohstoffe wie Nickel und Aluminium verteuert. Vor diesem Hintergrund kletterte die Inflation im März auf 7,5%, das höchste Niveau seit Einführung des Euro. In den kommenden Monaten dürfte der Preisdruck hoch bleiben, denn es ist zu erwarten, dass die Unternehmen die starken Preissteigerungen bei Energieprodukten und anderen vorgelagerten Produkten (der Preisanstieg der Produzentenpreise lag im Januar bei 30,6% gegenüber dem Vorjahresmonat) nach und nach zumindest teilweise an ihre Kunden weitergeben werden. Außerdem dürfte sich die nun doch länger auf einem hohen Niveau verharrende Inflationsrate immer mehr auch bei den Löhnen und Tarifabschlüssen bemerkbar machen, zumal die Arbeitslosenquote im Februar auf ein neues Rekordtief bei 6,8% gefallen ist und dadurch die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer gestärkt ist.

Eurozone: Produzentenpreise (in % ggü. Vorjahr)



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Wie beim Wirtschaftswachstum haben die Konjunkturforscher vor diesem Hintergrund auch bei ihren Inflationsprognosen zuletzt erhebliche Anpassungen vorgenommen. Die EZB hob ihren Prognosewert beispielsweise von 3,2% auf 5,1% für 2022, was von Volkswirten als konservative Schätzung betrachtet wird. Für das kommende Jahr korrigierte sie ihre Prognose von 1,8% auf 2,1% und für das Jahr 2024 nahm sie lediglich eine kosmetische Änderung von 1,8% auf 1,9%.

Kritiker der EZB halten insbesondere in der äußerst geringen Prognoseanpassung für das Jahr 2024 die jüngsten konjunkturellen und geopolitischen Entwicklungen für nicht ausreichend berücksichtigt und sehen darin einen Hinweis, dass es der Zentralbank nicht ernst ist mit der Inflationsbekämpfung. Denn der Wert am Ende des Prognosehorizonts ist für die Notenbanker besonders relevant für ihre geldpolitischen Entscheidungen und eine Inflationsprognose unter der Zielmarke von 2,0% rechtfertigt eine lockere Geldpolitik. Immerhin müssen die Kritiker anerkennen, dass die EZB auf ihrer letzten Sitzung Mitte März trotz des Ausbruchs des Ukraine-Kriegs weiterhin ein Ende der Nettoanleihekäufe im dritten Quartal beabsichtigt (sofern die Datenlage es erlaubt). Für nicht wenige Marktteilnehmer kam dies überraschend. Dass sich die EZB nicht auf einen Zeitpunkt für die Beendigung der Anleihekäufe festgelegt hat und den Zeitpunkt für die in Aussicht

...und dürfte nicht so rasch absinken.

EZB beabsichtigt Rücknahme des geldpolitischen Impulses.

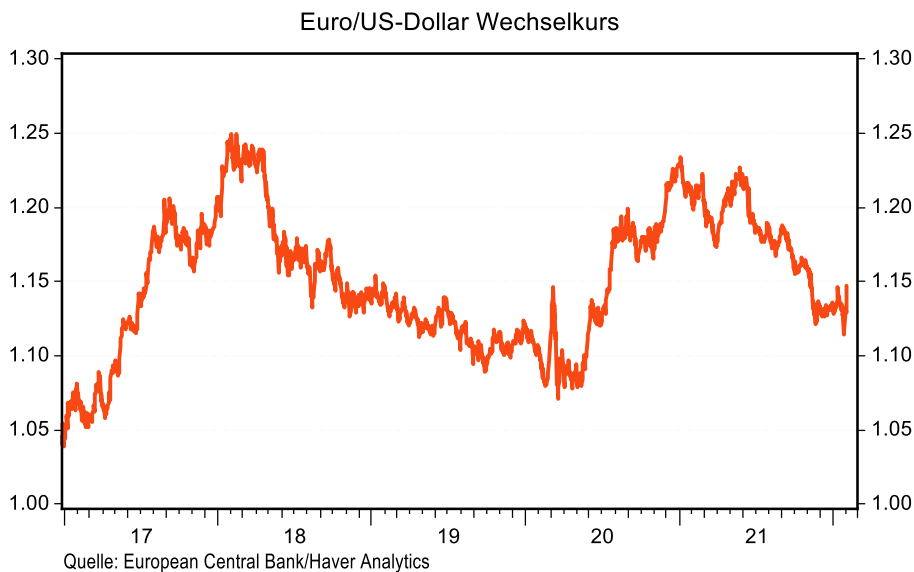
gestellte Anhebung des Einlagesatzes vager formuliert hat, ist angesichts der vorherrschenden Unsicherheit nachvollziehbar und hält die Märkte nicht davon ab, darüber zu spekulieren, ob bereits in diesem Jahr eine Zinsanhebung erfolgen könnte.

Anfang Februar, als der letzte Kapitalmarktbericht zur Eurozone verfasst wurde, hatten eine allmähliche Entspannung bei den Lieferengpässen und der Omikron-Welle für eine kräftige Konjunkturerholung ab dem Frühjahr und einen allmählichen Rückgang der sehr hohen Inflationsrate gesprochen. Nun könnte der Krieg in der Ukraine die Eurozone durch eine Energiekrise sogar an den Rand einer Rezession führen. Das momentan wahrscheinlichere Szenario ist jedoch ein positives, aber spürbar gedämpftes Wachstum, was aber stark abhängig vom Verlauf des Krieges, der Friedensverhandlungen sowie der verhängten Sanktionen sein wird. Die EZB rechnet mit einer Wachstumsrate von 3,7%, erkennt aber erhebliche Abwärtsrisiken an. Für die Inflationsrate rechnet die EZB mit 5,0% im Jahresdurchschnitt. Wir sind für das EWU-Wachstum etwas pessimistischer und rechnen mit einer Rate von 3,5%. Für die Inflation haben wir unseren Prognosewert auf 6,0% angepasst.

Euro

Der Ukraine-Krieg hinterließ auch auf dem Devisenmarkt seine Spuren und trug dazu bei, dass der Euro in den vergangenen beiden Monaten von 1,14 US-Dollar auf unter 1,10 US-Dollar fiel. Als problematisch erwies sich für den Euro die starke Abhängigkeit der Eurozone von russischen Energieimporten. Sollten diese zum Erliegen kommen, besteht ein erhebliches Stagflationsrisiko, also eine Situation mit hoher Inflation und einer stagnierenden Wirtschaftsaktivität. Zwar würde auch die US-amerikanische Wirtschaft unter weiter steigenden Energiepreisen leiden, aber das Stagflationsrisiko für die dortige Wirtschaft ist geringer. Zudem dürften Marktteilnehmer der Fed eher zutrauen, eine realwirtschaftliche Belastung in Kauf zu nehmen, um die Inflation mit Zinserhöhungen zu bekämpfen. So hat die US-Notenbank auch nach Ausbruch der Kriege die Zinswende im März nicht ernsthaft in Frage gestellt und diese mit einem Zinsschritt von 25 Basispunkten letztlich auch vollzogen. Die neuen Leitzinsprojektionen der Fed-Mitglieder weisen sogar auf einen verschärften Zinserhöhungszyklus hin: Bis zum Jahresende 2022 erwartet das Fed-Führungspersonal einen Leitzins von 1,9%, was eine Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte bei jeder in diesem Jahr noch anstehenden Sitzung bedeuten würde und am Markt wird sogar mit einem noch steileren Zinspfad gerechnet. Außerdem gab es Signale, dass der Abbau der Wertpapierbestände bei einer der nächsten Sitzungen beginnen könnte. Diese Entschlossenheit in der Rückführung des geldpolitischen Impulses, um die massive Inflation einzudämmen, lässt die EZB dagegen vermissen (siehe Kapitel *Konjunktur und Geldpolitik*). Zinserhöhungen sind hierzulande erst Ende des Jahres vorstellbar und der EZB-Rat dürfte auch weiterhin Rücksicht auf die hoch verschuldeten Peripheriestaaten nehmen, sodass eine sich stark weitende Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen absehbar ist. Vor diesem Hintergrund wundert es nicht, dass der Euro zwischenzeitlich auf 1,08 US-Dollar fiel, wobei er sich mit dem inzwischen erfolgten Rückgang der globalen Risikoaversion und hoffnungsvollen Signalen von den Verhandlungen zwischen der Ukraine und Russland wieder leicht erholt und bei 1,10 stabilisiert hat.

Euro wertet gegenüber US-Dollar ab.



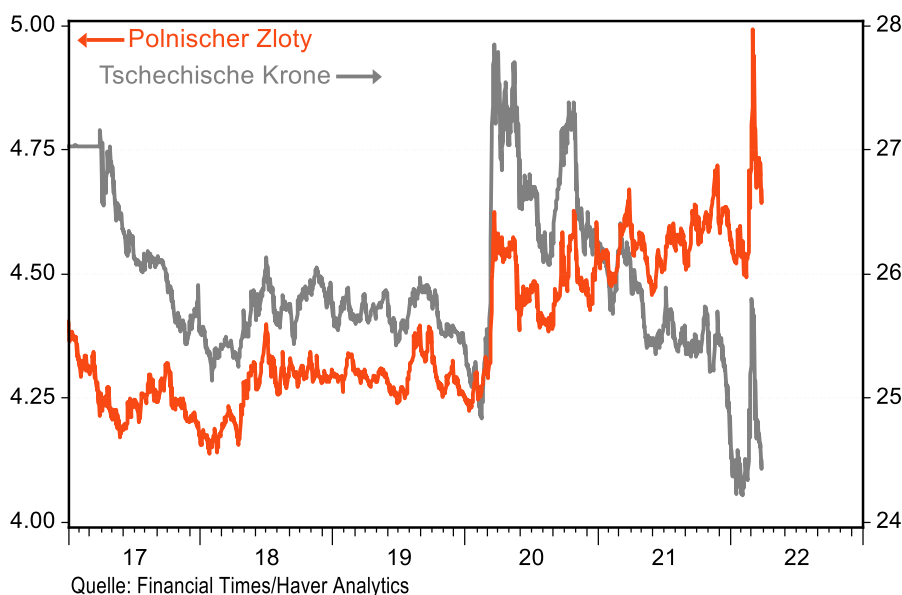
Noch deutlich schwächer als der Euro handelte der russische Rubel, der von 91,7 Rubel je Euro am Tag vor der russischen Invasion auf zwischenzeitlich 163,0 abwertete. Dabei konnten weder eine Erhöhung des Leitzinses auf 20% noch strenge von Russland eingeführte Kapitalverkehrskontrollen (beispielsweise wurden russische Exportfirmen verpflichtet, 80% ihrer Deviseneinnahmen innerhalb von drei Tagen in Rubel zu tauschen und von Währungskonten können maximal 10.000 US-Dollar abgehoben werden) den Kursverfall aufhalten. Eine stärkere Einflussnahme der russischen Notenbank auf den Wechselkurs war durch die westlichen Sanktionen allerdings stark eingeschränkt, da ein Großteil der im Ausland lagernden Devisenreserven eingefroren wurde. Die Ankündigung Putins für Energieexporte nur noch Rubel zu akzeptieren und die Fortschritte bei den Friedensverhandlungen haben die russische Währungen in den letzten Tagen aber unterstützt, sodass der Wechselkurs Anfang April bei 90,2 lag und damit sogar tiefer als vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine. Gegenüber dem US-Dollar hat der russische Rubel das Niveau vom 23. Februar aber noch nicht erreicht und handelt per Saldo etwa 2% tiefer.

Russischer Rubel verliert stark an Wert, erholt sich aber wieder.

Angesichts starker wirtschaftlicher Verflechtungen und der massiven Eintrübung des Risikosentiments haben auch die osteuropäischen Währungen durch den Ukraine-Krieg verloren und es ist der Intervention der dortigen Notenbanken zu verdanken, dass der Kursverfall nicht noch stärker ausgefallen ist. Gemessen an der Kursentwicklung war das Krisenmanagement der tschechischen Notenbank am erfolgreichsten. Die Tschechische Krone hat in der Spitze nur moderate 6% abgewertet und liegt momentan wieder auf ihrem Ausgangsniveau vor Ausbruch des Krieges. Sicherlich hat die Krone dabei auch von dem restriktiven Leitzinsniveau von 4,5% profitiert, das um 100 bzw. 110 Basispunkte über dem Niveau in Polen und Ungarn liegt. Unterstützung kam aber auch von der Notenbank, die verbal intervenierte und angesichts ihrer erfolgreichen Interventionshistorie von den Marktteilnehmern ernst genommen wird. Dagegen wertete der Polnische Zloty beinahe 10% ab, obwohl die Notenbank die Leitzinsen Anfang März um 75 Basispunkte anhub und direkt auf dem Devisenmarkt intervenierte.

Osteuropäische Währungen standen ebenfalls stark unter Druck...

Wechselkursentwicklung



Währungen mit Rohstoffbezug gehörten dagegen in den vergangenen Wochen zu den Gewinnern und konnte sich sogar der allgemeinen Flucht in Sicherheit entziehen. So werteten die Norwegische Krone und der Australische Dollar seit Kriegsausbruch um per Saldo 5% auf. Der Kanadische Dollar kommt im selben Zeitraum auf ein Plus von beinahe 4%.

...während Währungen mit Rohstoffbezug zu den Gewinnern zählten.

Der Devisenmarkt war in den letzten Wochen durch die Auseinandersetzung zwischen Russland auf der einen Seite und der Ukraine auf der anderen Seite geprägt. Es überrascht kaum, dass der russische Rubel unter diesem Einfluss stark abwertet. Aber auch die osteuropäischen Währungen gerieten durch die eingetrübte Risikostimmung stark unter Druck. Hoffnungsvolle Signale von der Friedensverhandlungen zwischen Russland und der Ukraine haben diese Währungen zuletzt aber beflügelt, sodass die aufgelaufenen Verluste fast vollständig wettgemacht werden konnten. Währungen mit Rohstoffbezug standen in den letzten Wochen dagegen auf der Gewinnerseite und der US-Dollar profitierte von seinem Status als Safe-Haven-Währung und der jüngst verschärften Fed-Geldpolitik.

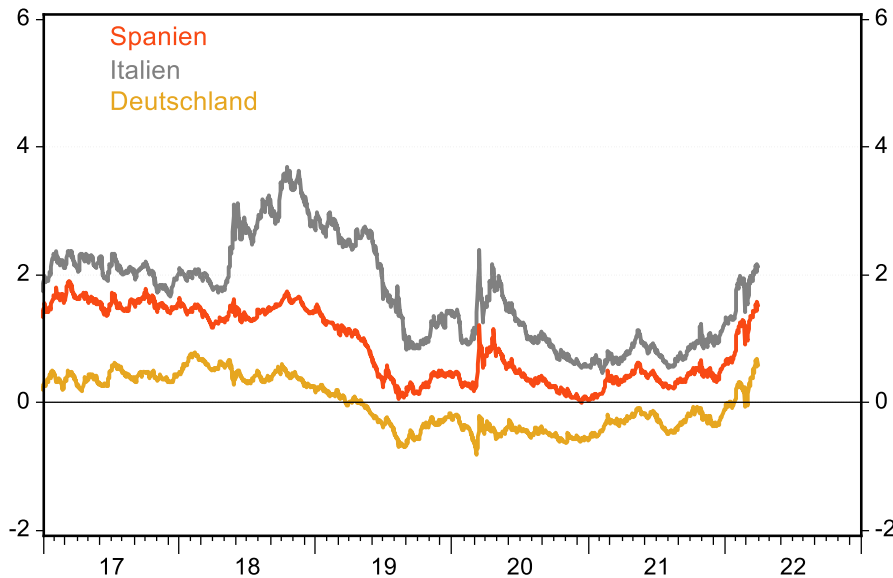
Rentenmarkt

Der mit dem Ukraine-Krieg einhergehende Anstieg der Energiepreise treibt die Inflationsrate in die Höhe und das ursprünglich im Jahresverlauf erwartete Absinken der Inflationsrate aufgrund von nachlassenden Basiseffekten wurde daher unwahrscheinlich. Zudem entspannten sich die Lieferkettenprobleme durch den Ukraine-Krieg und der Corona-bedingten Lockdown-Maßnahmen in China nicht wie ursprünglich erwartet. Die Märkte haben in den vergangenen Wochen daher eine länger anhaltenden Phase hoher Inflationsraten eingepreist und die Notenbanken haben ihre Geldpolitik verschärft (siehe oben). Die Folge war ein deutlicher Zinsanstieg an den europäischen Rentenmärkten im Berichtszeitraum, obwohl die Safe-Haven-Nachfrage nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine zunächst einen Renditerückgang bewirkt hatte. Per Saldo erhöhte sich die Rendite 10-

Safe-Haven-Nachfrage kann Renditeanstieg nur kurz bremsen.

jähriger Bundesanleihen seit Anfang Februar von 0,01% auf inzwischen 0,55%. Die Rendite kurzlaufender 2-jähriger Bundesanleihen, die eine Verschärfung der Geldpolitik unmittelbarer trifft, stieg sogar von -0,54% auf -0,07%.

Rendite 10-jährige Staatsanleihen in %



Quelle: Tullett Prebon Information, Refinitiv/Haver Analytics

Noch stärker als bei Bundesanleihen fiel der Renditeanstieg für die Staatsanleihen der EWU-Peripherie aus. Für diese wirkte sich einerseits die Aussicht auf eine restriktivere europäische Geldpolitik, inklusive der von der EZB erklärten Absicht, die Nettoanleihekäufe im dritten Quartal einzustellen, renditesteigernd aus. Andererseits erhielten die Peripherierenditen Auftrieb durch die im Zuge des Ukraine-Kriegs stark erhöhten globalen Risikoaversion. Im Ergebnis stiegen die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen von 1,38% auf 2,10%. Bei 10-jährigen spanischen Staatsanleihen zog die Rendite von 0,76% auf nun 1,49% an.

Peripherieanleihen weisen einen besonders starken Renditeanstieg auf.

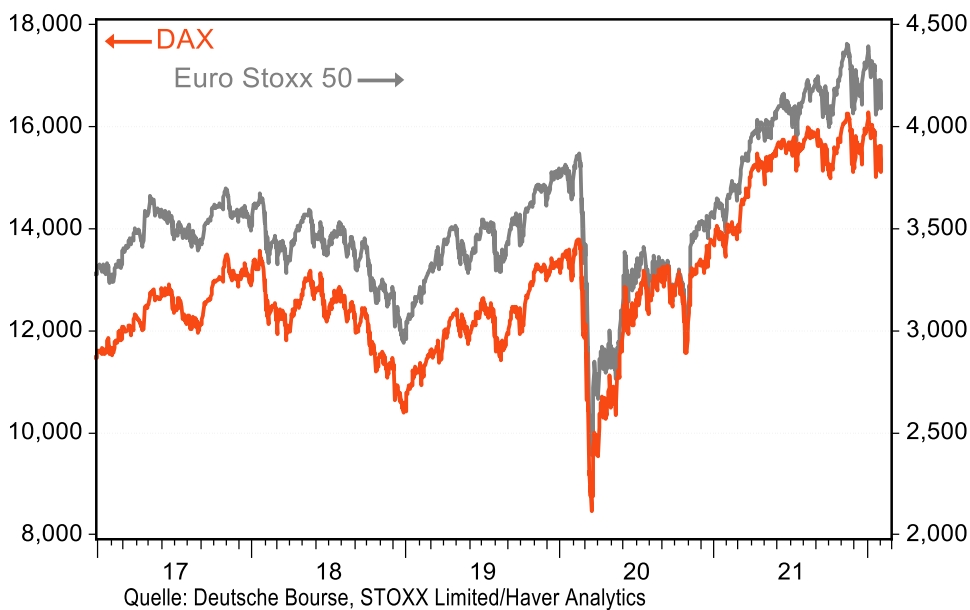
Für die weitere Entwicklung der Renditen wird die Inflationsentwicklung und der daraus resultierende Ausblick für die Geldpolitik eine entscheidende Rolle spielen. Wir halten es zwar für möglich, dass die Rendite kurzfristig weiter ansteigen könnten, insbesondere falls es zu einem Lieferstopp von russischem Öl und Gas und damit noch höheren Energiepreisen kommen sollte. Auch der geldpolitische Verschärfungsgrad der EZB könnte noch nicht vollständig eingepreist sein, da die Notenbanker zuletzt recht vage geblieben sind. Für das dritte und insbesondere das vierte Quartal 2022 rechnen wir aber mit einer Beruhigung am europäischen Anleihemarkt, wenn sich der Blick der Anleger auf die für 2023 erwarteten niedrigeren Inflations- und Wachstumswerte richtet. Das sollte einen moderaten Renditenrückgang auf das von uns prognostizierte Niveau von 0,5% bei 10-jährigen Bundesanleihen bewirken.

Aktienmarkt

Mit der russischen Invasion in die Ukraine beschleunigte sich an den europäischen Aktienmärkten eine Abwärtsbewegung, die bereits begann, als die USA zwei Wochen zuvor vor eben diesem Fall warnten. Neben einer massiv gestiegenen Risikoaversion, belasteten vor allem die erwarteten Folgen einer noch höheren Inflation, eines schwächeren Wirtschaftswachstums und niedrigerer Unternehmensgewinne die Aktienkurse. Als der Ukraine-Krieg Anfang März drohte, sich zu einem Konflikt der Nato mit Russland auszuweiten, rutschte der deutsche Standardwerte-Index DAX bis auf unter 12.600 Punkte ab und der Euro Stoxx 50 notierte unter 3.400 Punkten. Seitdem hat sich die Lage aber etwas entspannt und Extremszenarien wird wieder weniger Beachtung geschenkt. In den Friedensverhandlungen zwischen Russland und der Ukraine erschienen die Fronten zuletzt etwas weniger verhärtet, sodass Aktienanleger wieder mutiger wurden. Der DAX liegt zwar immer noch etwa 12% unter seinem Anfang Januar erreichten Niveau, aber deutlich über dem Tief, als die Kursverluste 20% überstiegen hatten. Im Berichtszeitraum seit Anfang Februar summieren sich die Verluste für den DAX auf 7,5%, für den Euro Stoxx 50 auf 6,2%.

DAX und Euro Stoxx 50 haben sich von starken Verlusten durch Ukraine-Krieg teilweise erholt.

Aktienindizes



Während nahezu alle Sektoren der marktbreiten Aktienindizes zunächst negativ auf den russischen Einmarsch reagierten, ging deren Entwicklung danach auseinander. Eine Betrachtung der Subindizes des STOXX 600 (der STOXX 600 ist breiter gefasst als der Euro STOXX 50 und enthält auch europäische Unternehmen außerhalb der Eurozone) zeigt, dass es im Berichtszeitraum auch Sektoren gab, die Kursgewinne verzeichneten. In dieser Liste finden sich der STOXX 600 Basic Resources (+13,4%) und der STOXX 600 Oil and Gas (+3,8%). Offenbar erwarten Anleger, dass diese Unternehmen von den im Zuge des Ukraine-Kriegs gestiegenen Rohstoff- und Energiepreisen profitieren sollten. Zu den Verlierern gehörte dagegen der Subindex der europäischen Banken, der 16,3% nachgab, und der STOXX 600 Automobiles and Parts mit einem Minus von 13,0%. Die europäischen Automobilhersteller haben ihre Produktion in russischen Werken

Sektorale Betrachtung fördert auch Gewinner zutage.

nach Kriegsbeginn recht zügig (zumindest vorübergehend) eingestellt und werden dadurch – und durch eine Verschärfung der Lieferketten – voraussichtlich einen Produktionsrückgang verbuchen. Außerdem haben viele Hersteller ihre Ausfuhren nach Russland gestoppt, was sich auf die Absatzzahlen auswirken dürfte. Die europäischen Banken leiden hingegen unter den Sanktionen und haben mit den indirekten und Zweitunden-Effekten des Ukraine-Kriegs (vor allem die Konjunkturabschwächung) zu kämpfen. Die direkten Folgen sind für sie recht begrenzt. Laut den Daten der Deutschen Bundesbank belaufen sich die Forderungen der deutschen Banken gegenüber russischen Partner nur auf rund sechs Milliarden Euro.

Kurzfristig ist für die Aktienmärkte der weitere Kriegsverlauf entscheidend und die Frage, ob es zu einem Lieferstopp russischer Energieexporte kommen wird. Eine weitere Eskalation des Kriegs oder ein Lieferstopp würden einen weiteren Kursverfall an den Aktienmärkte bewirken, wobei ein Lieferstopp energieintensive Industrieunternehmen überproportional treffen würde. Sollten die militärischen Auseinandersetzung zeitnah beendet werden, wäre dagegen mit einer ausgeprägten, aber zeitlich begrenzten Kurserholung zu rechnen. Mittelfristig ist der Ausblick für die Aktienmärkte aber selbst in diesem positiven Szenario gedämpft. Einerseits werden die Nachwirkungen des Krieges die Unternehmensgewinne noch längere Zeit belasten und so das Potenzial der Aktienkurse begrenzen, andererseits werden die führenden Notenbanken nach Abklingen der akuten Ukraine-Krise als Reaktion auf die sehr hohe Inflation eine restriktivere Geldpolitik vollziehen, worunter üblicherweise die Aktienmärkte leiden.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	1,9	1,4	-6,5	5,3	3,5	1,8	1,2	0,3	2,6	6,0	8,2	7,6	8,0	7,7	7,0
- Deutschland	1,1	1,1	-4,9	2,9	2,3	1,7	1,4	0,5	3,1	5,8	5,2	5,0	5,9	5,7	5,0
UK	1,3	1,4	-9,7	7,4	3,7	2,5	1,8	0,9	2,6	7,0	4,1	3,8	4,5	4,6	4,0
USA	2,9	2,3	-3,4	5,7	3,0	2,4	1,8	1,2	4,7	4,5	3,9	3,7	8,1	5,4	3,8
Japan	0,6	0,0	-4,7	1,7	2,2	1,0	0,5	0,0	-0,2	1,4	2,4	2,4	2,8	2,8	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	3,0	2,4	2,2	2,6	2,7	-0,5	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	1,15	1,12	1,22	1,14	1,13
- Deutschland	7,8	7,4	6,9	6,8	6,9	1,9	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-	-	-	-	-
UK	-3,7	-3,1	-3,7	-3,4	-3,4	-2,2	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	1,28	1,30	1,37	1,35	1,29
USA	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,5	3,4	3,3	3,5	3,3	-2,7	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	110	110	103	115	110

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,24	-0,19	-0,26	-0,18	0,5
UK	0,75	0,75	0,1	0,25	1,25	1,28	0,82	0,20	0,97	1,75
USA	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	2,5-2,75	2,68	1,92	0,91	1,51	3,0
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,03	0,0	0,04	0,07	0,2

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Deposit Rate; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

Rohstoffe

	Q3 19	04 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	31.03.
CRB-Index**	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2
Ölpreis (Brent)*	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9

Angaben jeweils zum Periodenende

* Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.