

## Nr. 2: EZB hält Kurs trotz Bankenturbulenzen



06. April 2023

**Konjunktur und Geldpolitik:** Der europäischen Wirtschaft gelang es zwar entgegen der vorläufigen Eurostat-Schätzung nicht, im Schlussquartal 2022 zu wachsen. Die konjunkturelle Stagnation, die letztlich festgestellt wurde, stellt sich aber als weniger schlechter Zustand dar im Vergleich zu der von Volkswirten noch vor wenigen Monaten erwarteten Entwicklung, und für das erste Halbjahr 2023 hat sich die konjunkturelle Perspektive etwas aufgehellt. Die Inflationsentwicklung ist weiterhin besorgniserregend – insbesondere, da die Kerninflation immer neue Höchststände erreicht – und hat die EZB dazu veranlasst, die Leitzinsen auf ihrer Märzsession trotz Bankenkrise wie angekündigt um 50 Basispunkte anzuheben. Weitere Leitzinserhöhungen stellte die EZB in ihrer offiziellen Mitteilung zwar nicht in Aussicht, sie sind aber angesichts der hohen Inflation sehr wahrscheinlich.

**Euro:** Der Euro hatte im Berichtszeitraum zunächst einen schweren Stand, da überraschend positive US-Konjunkturdaten die Marktteilnehmer dazu veranlassten, einen verschärften geldpolitischen Kurs der Fed einzupreisen und die Bankenkrise in der Folge Safe-Haven-Zuflüsse in den US-Dollar begünstigte. Mit dem Abklingen der Sorgen um die Finanzstabilität und einer mutigen EZB-Zinsentscheidung konnte sich die Gemeinschaftswährung jedoch wieder erholen. Weiteres Kurspotenzial für den Euro könnte sich durch eine stärkere Straffung der Geldpolitik in der Eurozone im Vergleich zu den USA ergeben.

**Rentenmarkt:** Die Veröffentlichung überraschend hoher Inflationsraten und robuster Arbeitsmarktdaten führte Anleger im Februar vor Augen, dass die Inflationsproblematik noch nicht gebannt ist. Höhere Leitzinserwartungen führten die Renditen von Bundesanleihen in der Folge auf Mehrjahreshöchststände, bevor der Anstieg durch die Bankenturbulenzen abrupt beendet wurde. Per Saldo sank die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen im Berichtszeitraum minimal von 2,3% Anfang Februar auf aktuell 2,2%.

**Aktienmarkt:** Die europäischen Aktienmärkte präsentierten sich in den zurückliegenden Wochen erstaunlich robust. Von der Bankenkrise haben sich die Leitindizes rasch erholt und auch das Festhalten der EZB an ihrem Zinserhöhungskurs auf der März-Sitzung hat die Märkte nicht nachhaltig belastet. Seit Anfang Februar hat der Euro STOXX 50 etwa 3% hinzugewonnen und befindet sich nur noch wenige Prozentpunkte unter dem Anfang 2022 erreichten Allzeithoch. Auf diesem Niveau ist der Aktienmarkt allerdings anfällig für eine Korrektur, da weiterhin zahlreiche Belastungsfaktoren bestehen.

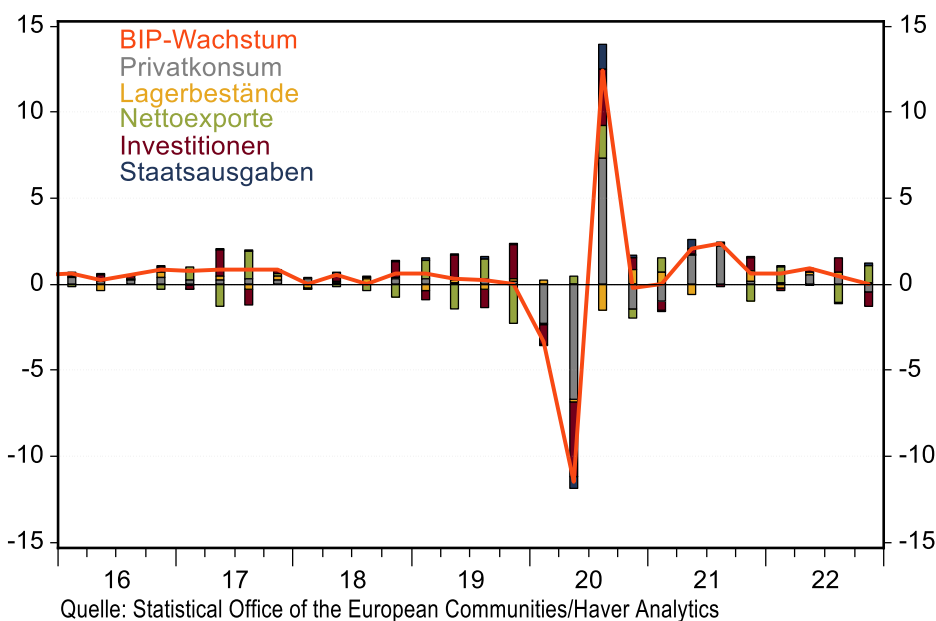
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

In einer vorläufigen Schätzung war die europäische Statistikbehörde Eurostat zunächst noch von einem leichten Wirtschaftswachstum im vierten Quartal in Höhe von 0,1% gegenüber der Vorperiode ausgegangen. Dieser Wert hielt einer Revision allerdings nicht stand, nicht zuletzt, da die Statistikämter wichtiger Mitgliedstaaten wie Deutschland ihre BIP-Daten ebenfalls einer spürbaren Revision unterziehen mussten. Für Deutschland liegt der finale Wert nun bei -0,4% (statt den vorläufig angegebenen -0,2%), sodass die EWU-Wirtschaft gemäß den nun vorliegenden endgültigen Daten im vierten Quartal stagnierte.

*EWU-Wirtschaft stagnierte im vierten Quartal,...*

EWU: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



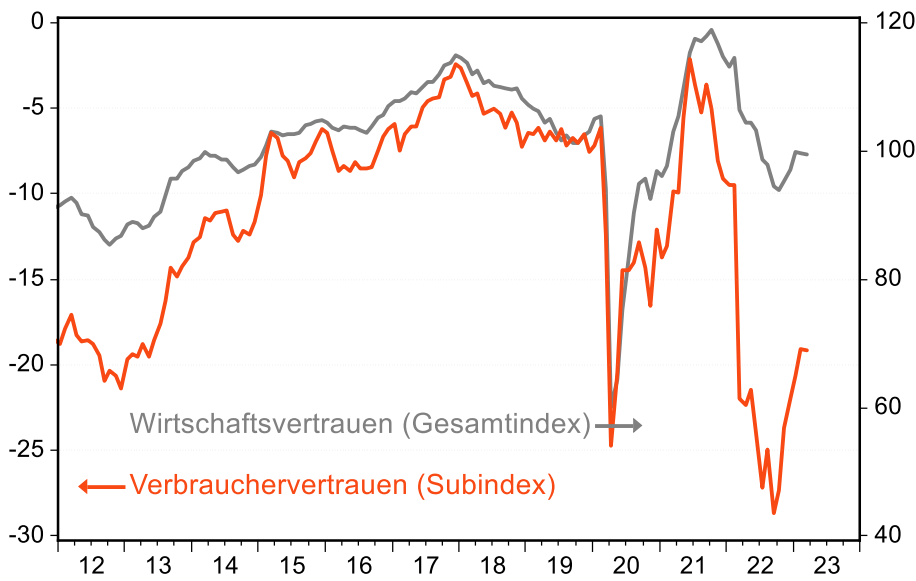
Die private Binnennachfrage erwies sich für die EWU-Wirtschaftsaktivitäten dabei als besonderer Belastungsfaktor. Eine hohe Inflation, die Kaufkraftverluste nach sich zieht, sowie die hohe Unsicherheit angesichts gestiegener Energiekosten, trugen dazu bei, dass die Konsumausgaben der Privathaushalte real um 0,9% gegenüber dem Vorquartal fielen. Die Unternehmensinvestitionen gingen angesichts restriktiverer Finanzierungsbedingungen sogar um 3,6% zurück. Stabilisierend wirkten dagegen die Staatsausgaben, die um 0,7% erhöht wurden sowie der Rückgang der Importe um 1,9% bei gleichzeitig kaum veränderten Exporten (+0,1%).

*...dabei bremste vor allem die Binnennachfrage.*

Im jüngst abgeschlossenen ersten Quartal 2023 dürften die Wirtschaftsaktivitäten wieder leicht zugenommen haben. Darauf deuten die Ergebnisse verschiedener Verbraucher- und Unternehmensumfragen hin. Im März hat sich das Wirtschaftsvertrauen der Europäischen Kommission zwar seitwärts bewegt, in den Monaten zuvor stieg der Index jedoch kräftig von 93,8 auf beinahe 100 Punkte an, während der Unterindex zur Verbraucherstimmung zeitgleich von -27,4 auf circa -20 Punkte kletterte.

*Zum Jahresbeginn leichtes Wachstum wahrscheinlich.*

EWU: Stimmungsindizes der Europäischen Kommission



Vorsichtig optimistisch für das laufende Quartal stimmen auch die jüngsten Daten zur Industrieproduktion und zum Einzelhandel, die sich allerdings nur auf den Januar beziehen, da sie zeitverzögert veröffentlicht werden. Die Industrieproduktion stieg zu Jahresbeginn um 0,7% im Monatsvergleich und die Jahresrate kletterte wieder in den positiven Bereich auf 0,9%. Einschränkend sei allerdings darauf hingewiesen, dass ein Großteil dieser Produktionssteigerung auf Irland zurückgeht. Irland ist zwar ein eher kleines EWU-Mitglied, weist aber häufig enorme Schwankungen der Wirtschaftsleistung sowie nachträgliche Datenrevisionen aus, was auch an Problemen bei der Erfassung liegt, beispielsweise in der Pharmaindustrie. Im Januar stieg die Produktion um 9,2% nach einem Rückgang um 12,3% im Dezember. Sollte die Ausweitung der Industrieproduktion im Januar aber Bestand haben, würde dies das BIP stützen. Im Einzelhandel wurde ebenfalls eine positive Entwicklung verzeichnet, die mit 0,3% Umsatzwachstum gegenüber dem Vorquartal allerdings gedämpft ausfiel.

Im nun abgeschlossenen Quartal dürfte die Wirtschaft ihren langsamen Wachstumskurs fortsetzen. Die anhaltende Normalisierung der internationalen Lieferketten sollte die Unternehmen in die Lage versetzen, ihren hohen Auftragsrückstand abzuarbeiten, sodass die Industrieproduktion wieder anziehen dürfte. Insbesondere, da die Nachfrage aus China nach der dortigen Aufhebung der Corona-Restriktionen und der darauf folgenden wirtschaftlichen Erholung wieder zunehmen sollte. Außerdem könnten die abnehmenden Sorgen um die Versorgungssicherheit und die sinkenden Energiepreise zu einer weiteren Aufhellung der Wirtschaftsstimmung sowie bei energieintensiven Unternehmen zu einer Kostenentlastung führen. Der Privatkonsum dürfte davon profitieren, dass steigende Löhne und fallende Energiepreise den Kaufkraftverlust, den Haushalte durch die hohe Inflation erleiden, zumindest teilweise ausgleichen. Zusätzlich stabilisiert der robuste Arbeitsmarkt mit seiner historisch niedrigen Arbeitslosenquote von 6,6% das Verbrauchervertrauen und die Einkommenssituation der Verbraucher. Gebremst werden dürfte die Erholungsdynamik dagegen durch das Auslaufen von staatlichen Unterstützungsmaßnahmen sowie dem geldpolitischen Strafkurs der EZB. Das höhere Leitzinsniveau wird immer

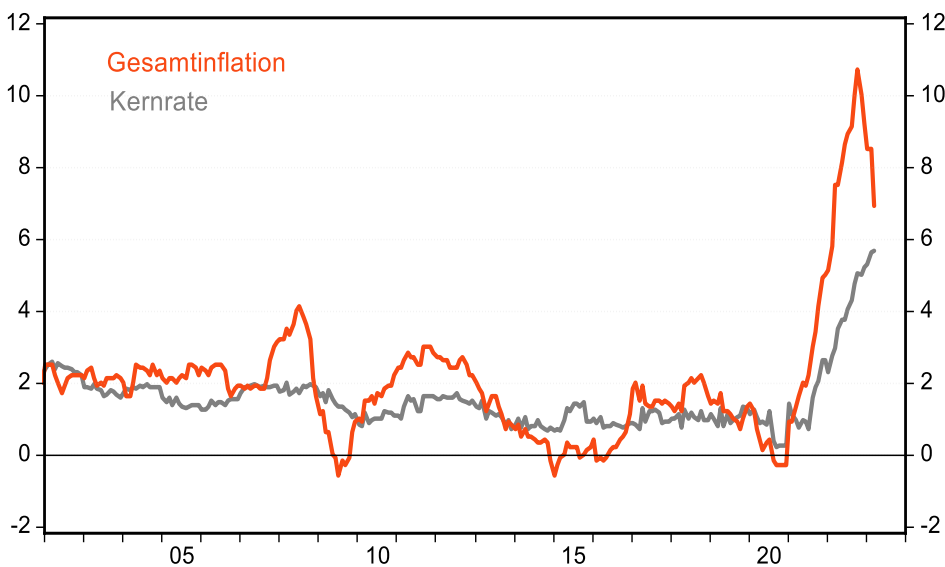
*Industrie-  
produktion und  
Konsums-  
ausgaben dürfen  
Q1 BIP stützen.*

*Nur niedriges  
Wachstum in Q2  
erwartet.*

mehr nicht nur die zinssensiblen Wirtschaftsbereiche (wie den Bau) belasten, sondern durch höhere Finanzierungskosten auch die Unternehmensinvestitionen. Die Bankenkrise im März, die in den USA zur Pleite zweier mittelgroßer Banken und in Europa zur Übernahme der Credit Suisse durch die UBS geführt hat, dürfte zudem die Bereitschaft der Banken einschränken, Kredite zu gewähren.

**Mit einer Stagnation im vierten Quartal fiel die wirtschaftliche Entwicklung besser aus als noch vor wenigen Monaten erwartet und eine Rezession im Winterhalbjahr stellte sich nicht ein. Allerdings dürfte das BIP-Wachstum vorerst äußerst schwach ausfallen. Zwar spricht die Stimmungsaufhellung für eine Erholung zum Jahresauftakt und die bisher veröffentlichten Wirtschaftsdaten scheinen dieses Szenario zu bestätigen. Aber die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen werden zurückgefahren, die geldpolitische Straffung setzt sich fort und durch die jüngste Bankenkrise könnten Banken ihr Angebot an Krediten einschränken. Immerhin ist der Arbeitsmarkt robust, die Lieferkettenprobleme nehmen ab und die Nachfrage aus China dürfte wieder anziehen. Außerdem dürften die inflationsbedingten Kaufkraftverluste der Verbraucher durch steigende Löhne zumindest teilweise ausgeglichen werden, was die Konsumnachfrage stabilisiert.**

EWU: Inflation (in % ggü. Vorjahr)

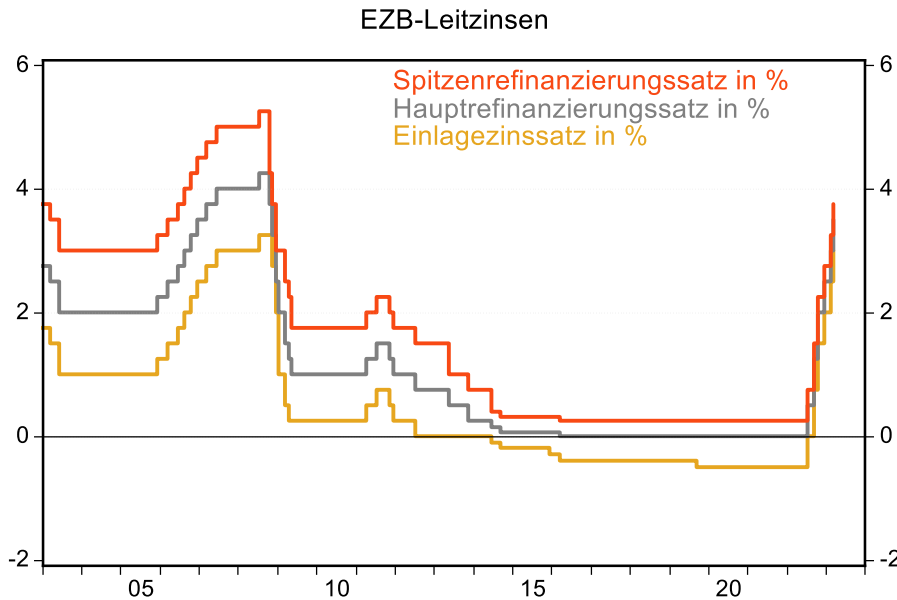


Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

In den vergangenen Monaten waren die Kaufkraftverluste jedoch erheblich und auch im März lag die Verbraucherpreisinflation noch bei 6,9%. Erfreulich ist zwar der deutliche Abwärtstrend der Inflation, die im Herbst des vergangenen Jahres noch im zweistelligen Bereich lag. Die hartnäckige Kerninflation macht jedoch deutlich, dass das Problem keineswegs gelöst ist. Der Rückgang bei der Gesamtinflation ist vor allem Basiseffekten bei den Energiepreisen zu verdanken, die im März 2022 nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine in die Höhe geschneit waren und sich in den vergangenen Monaten wieder zurückbewegt haben. Ohne die Energiepreise sowie die ebenfalls volatilen Lebensmittelpreise hat die Verbraucherpreisinflation im März sogar von 5,6% auf 5,7% weiter zugenommen. In den kommenden Monaten dürfte die Inflation angesichts der dämpfenden Wirkung der Energiepreise weiter fallen. Die Kernrate könnte jedoch

*Inflation weiter besorgniserregend hoch.*

auf einem problematisch hohen Niveau verharren, da der Lohndruck vor dem Hintergrund eines robusten Arbeitsmarktes und den Forderungen der Gewerkschaften nach einem Inflationsausgleich in den kommenden Monaten zunehmen wird.



Quelle: European Central Bank/Haver Analytics

Die Europäische Zentralbank (EZB) rechnet im laufenden Jahr mit einer Inflation von 5,3%, was zwar weniger ist als bisher prognostiziert (6,3%), aber deutlich über ihrem 2%-igen Inflationsziel liegt. Der EZB-Rat hat daher auf der jüngsten Sitzung Mitte März beschlossen, alle drei Leitzinssätze um 50 Basispunkte anzuheben, den Einlagezinssatz auf 3,0%, den Hauptrefinanzierungszinssatz auf 3,5% und den Spitzenrefinanzierungssatz auf 3,75%. Die Auswirkungen der Bankenkrise wurden im wichtigsten EZB-Gremium zwar ausführlich diskutiert, hielten die Notenbank aber nicht davon ab, ihren zuvor in Aussicht gestellten Zinsschritt umzusetzen. Gemäß den Aussagen von EZB-Präsidentin Christine Lagarde gebe es ohnehin keinen „Trade-off“ zwischen den Zielen der Finanzstabilität und der Preisstabilität. Die Notenbank werde die Inflation und die Finanzstabilität mit getrennten Instrumenten bekämpfen: die Inflation mit Leitzinserhöhungen und für die Finanzstabilität stehe die EZB bereit, im Bedarfsfall rasche Liquiditätshilfen für die europäischen Banken zu beschließen. Wobei die Behörde gleichzeitig die Ausstattung der hiesigen Banken mit Eigenmitteln und Liquidität lobte und daher kein Übergreifen der Bankenkrise auf die von ihr überwachten Institute befürchtet. Die Märkte hatten in dieser Hinsicht größere Zweifel und hatten vor der Sitzung in Frage gestellt, ob die EZB aus Rücksicht auf die Banken ihren geplanten Zinsschritt verwerfen würde. Vor allem die strikte Trennung der Instrumente ist nicht unbedingt naheliegend, da die Pleite der Silicon Valley Bank in einem unmittelbaren Zusammenhang mit dem aggressiven Zinserhöhungskurs der Notenbanken steht. Schließlich hatten die höheren Leitzinsen zu Kursverlusten bei US-Treasuries geführt, was die Silicon Valley Bank zwang, eine Kapitalerhöhung anzustoßen, die letztlich scheiterte und die mit einem massiven Vertrauensverlust und den Abzug von Einlagen einherging. Das Festhalten an dem geplanten Zinsschritt um 50 Basispunkte kann einerseits als Signal gewertet werden, dass die EZB die Inflationsbekämpfung weiterhin im Fokus hat. Andererseits wurde aus informierten EZB-Kreisen kurz nach der Sitzung berichtet, dass die Notenbank sich auch

*EZB hält trotz Bankenkrise am angekündigten Zinsschritt um 50 Bp. fest.*

deswegen zu diesem Schritt entschieden hatten, um jeglichen Anschein zu vermeiden, dass ihnen die Finanzstabilität Sorgen bereite. Für die nächsten Sitzungen wollte sich die Notenbank nicht festlegen und auch Lagarde vermied in ihrer Pressekonferenz jeglichen Hinweis auf zukünftige Schritte. Diese sollen zukünftig datenabhängig erfolgen. Im Rat gehen nun die Meinungen darüber auseinander, was für Schlüsse aus den vorliegenden Daten gezogen werden können und wie sich die Inflation entwickeln wird. Die Tauben im EZB-Rat verweisen darauf, dass die Bankenkrise die Kreditvergabe der Banken dämpfen könnte und dadurch auch das Wachstum und die Inflation. Für die Falken ist dagegen die hohe und weiter steigende Kerninflation der wichtigste Grund für fortgesetzte Leitzinserhöhungen.

**In den vergangenen Monaten hat sich zwar die Tendenz fallender Verbraucherpreise fortgesetzt. Diese Entwicklung gelang jedoch lediglich aufgrund von Basiseffekten bei den Energieprodukten. Die für die EZB wichtigere Kerninflation weist weiterhin nach oben und in den kommenden Monaten ist diesbezüglich keine nennenswerte Entspannung in Sicht. Die EZB hielt vor diesem Hintergrund an ihrem angekündigten Zinsschritt um 50 Basispunkte fest, obwohl nicht wenige Marktteilnehmer aus Rücksicht auf die Finanzmarktstabilität ein vorsichtigeres Vorgehen erwartet hatten. Zu ihrem weiteren geldpolitischen Kurs hielt sich die EZB bedeckt. Zinsentscheidungen sollen weiterhin datenabhängig erfolgen, was es der EZB zudem erleichtern wird, auf kurzfristige finanz- und realwirtschaftliche Entwicklungen zu reagieren. Die Kapitalmärkte rechnen bis Oktober mit zwei weiteren Zinsschritten um insgesamt 50 Basispunkte.**

## Euro

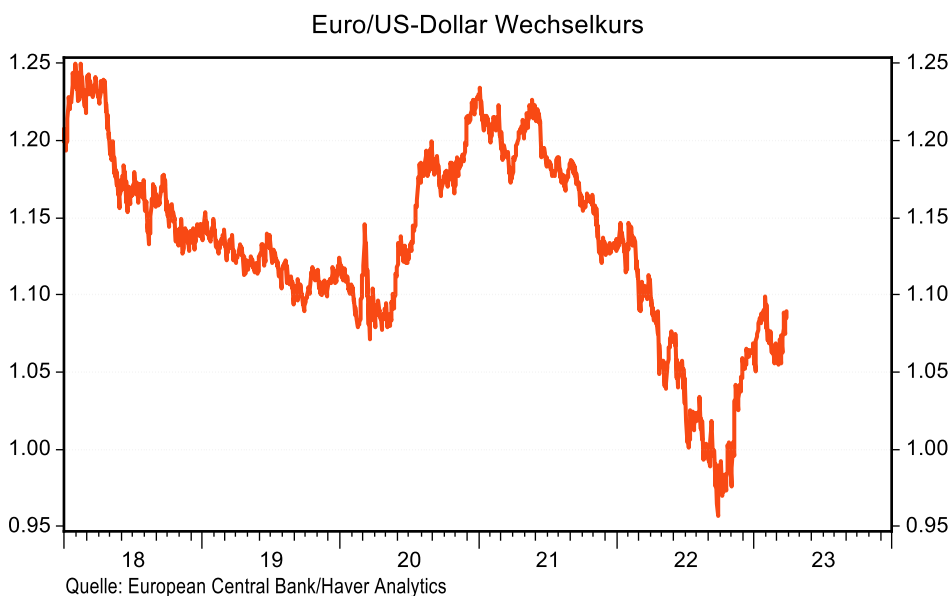
Im EWU-Kapitalmarktbericht von Anfang Februar hatten wir darauf hingewiesen, dass die Märkte in ihrer Einschätzung einer ersten Leitzinssenkung durch die Fed Mitte des Jahres zu optimistisch positioniert waren. Vertreter der Fed hatten damals wiederholt bekräftigt, dass die Inflationsbekämpfung absolute Priorität habe und dass Zinssenkungen erst im kommenden Jahr zu erwarten seien. In einem Auspreisen der Zinssenkungserwartungen, wenn die Märkte realisieren, dass die Fed an ihrer Forward Guidance festhält, hatten wir Potenzial für eine Dollar-Aufwertung gesehen. Tatsächlich bewirkte schließlich eine Reihe positiver Datenüberraschungen in den USA, dass sich die Erwartungen hinsichtlich des Leitzinngipfels in den USA erhöhten und über eine erste Zinssenkung nach hinten verschoben. Während Anfang Februar noch mit einer „Terminal Rate“ von 5% gerechnet wurde und Zinssenkungen ab Juli, lag der erwartete Höhepunkt der Leitzinsen Ende Februar bei 5,4% und die erste Leitzinssenkung wurde erst für November eingepreist. Für den US-Dollar bedeutete dies Rückenwind und zum Monatswechsel kam die Marke bei 1,05 US-Dollar in Sichtweite (nach 1,09 US-Dollar Anfang Februar).

*Im Februar wurden umfangreichere Fed-Leitzinserhöhungen eingepreist, wovon der USD profitierte.*

Im März rückten Konjunkturdaten in den Hintergrund und die Bankenkrise dominierte stattdessen das Geschehen am Devisenmarkt. Da sich die Turbulenzen zunächst auf mittelgroße US-Banken konzentrierten, konnte der Euro zunächst Boden gut machen. Mitte März geriet jedoch die angeschlagene Schweizer Großbank Credit Suisse in den Anlegerfokus und damit der europäische Bankensektor. Spätestens nach der Notübernahme der Credit Suisse durch ihren

Schweizer Wettbewerber UBS setzte sich am Devisenmarkt jedoch die Einschätzung durch, dass die Credit Suisse ein europäischer Einzelfall und die hiesige Finanzstabilität nicht gefährdet sei. Zudem scheinen beruhigende Worte seitens der Aufsichtsbehörden und aus der Politik – Bundeskanzler Olaf Scholz beispielsweise gab sich in Bezug auf die Befürchtungen einer möglichen Schieflage der Deutschen Bank betont gelassen mit den Worten „Es gibt keinen Anlass, sich irgendwelche Gedanken zu machen“ – nicht ohne Wirkung geblieben zu sein und ein problematischer Abzug von Kundeneinlagen europäischer Banken konnte verhindert werde. Mit der Beruhigung, die auf die Credit Suisse-Übernahme folgte, kletterte der Euro von circa 1,05 US-Dollar wieder kräftig an und nahm Kurs auf die Marke bei 1,10 US-Dollar (aktuell 1,09 US-Dollar). Unterstützt wurde die Erholungsbewegung des Euro durch das Abklingen der Risikoaversion, was den US-Dollar als Safe-Haven-Währung belastet, sowie das im letzten Kapitel beschriebene mutige Vorgehen der EZB, den Bankenturbulenzen zum Trotz an ihrer angekündigten Zinserhöhung um 50 Basispunkte festzuhalten.

*Im März dominierte die Bankenkrise das Geschehen am Devisenmarkt.*



Der Euro hat nach den jüngsten Kursgewinnen nun wieder das Niveau von Anfang Februar erreicht und könnte seine Aufwärtsbewegung fortsetzen. Sofern die Bankenkrise nicht erneut aufflammt, geht vor allem von der europäischen Geldpolitik weiteres Potenzial für die Gemeinschaftswährung aus. Die EZB hat jüngst ein sehr entschlossenes Vorgehen gegen die anhaltend hohe Inflation demonstriert und auch wenn sie ihre Forward Guidance abgeschwächt hat und weitere Zinserhöhungen nun nicht mehr explizit in ihrer Pressemitteilung in Aussicht stellt, sondern stattdessen plant, datenbasiert vorzugehen, dürfte die EZB ihren Straffungskurs in den kommenden Monaten fortsetzen. In den USA ist die Fed dagegen beinahe am Ende ihres Leitzinserhöhungskurses angekommen. Fed-Präsident Jerome Powell hält nur noch wenige weitere Schritte für wahrscheinlich, was verschiedene Marktbeobachter mit einer einzigen weiteren Erhöhung um 25 Basispunkte übersetzen.

*Per Saldo bewegte sich der Euro im Februar und März seitwärts.*

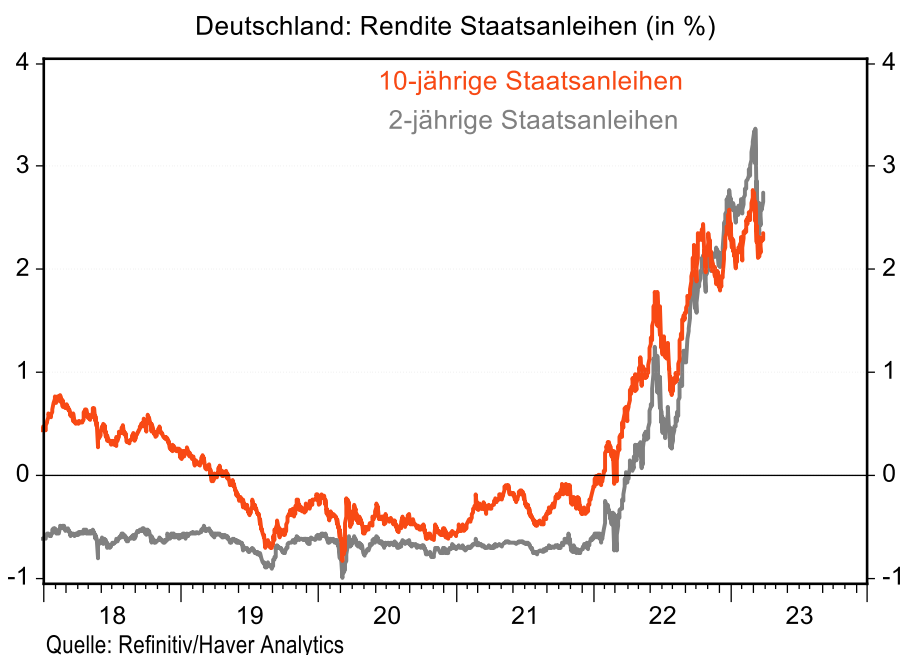
**Am Devisenmarkt stand der Euro im Februar zunächst unter Druck, da Marktteilnehmer angesichts überraschend robuster US-Konjunkturdaten einen strafferen geldpolitischen Kurs der Fed einpreisten. Nach der Notübernahme der angeschlagenen Credit Suisse durch die UBS Mitte März**

holte die Gemeinschaftswährungen die Verluste aber wieder auf und notiert aktuell auf dem Niveau von Anfang Februar. Weiteres Potenzial für den Euro geht insbesondere von der Geldpolitik aus, die in der Eurozone noch einen weiteren Weg vor sich hat, als dies in den USA der Fall ist.

## Rentenmarkt

Im Februar haben stärker als erwartet gestiegene Verbraucherpreise Anlegern vor Augen geführt, dass die Inflationsproblematik noch nicht gebannt ist. Gleichzeitig präsentierte sich der EWU-Arbeitsmarkt mit robusten Zahlen, was der EZB einen größeren Spielraum für Leitzinsanhebungen eröffnen könnte. An den Märkten wurde daraufhin ein höherer Leitzinsgipfel eingepreist, sodass insbesondere die Renditen kurzfristiger Anleihen anzogen. So kletterte beispielsweise die Rendite zweijähriger Bundesanleihen bis Anfang März auf ein Mehrjahreshoch bei 3,4%. Bei Anleihen mit längerer Restlaufzeit fiel der Renditeanstieg etwas moderater aus, aber auch die Rendite von Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit erreichte ein Mehrjahreshoch bei 2,75%.

*Aufgrund hoher Inflation und eines robusten Arbeitsmarktes kletterten Bundesrenditen bis Anfang März auf Höchststände.*



Die Turbulenzen im Bankensektor, mit dem Zusammenbruch mehrerer mittelgroßer US-Banken (Silicon Valley Bank, Signatur, Silvergate) und der Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS, beendeten den Höhenflug der Anleiherenditen. Einerseits profitierten bonitätsstarke Staatsanleihen von der gestiegenen Risikoaversion. Andererseits reduzierten die Marktteilnehmer wieder ihre Leitzinserwartungen, da sie davon ausgingen, dass die Geldpolitik aus Rücksicht auf fragile Bankenbilanzen möglicherweise vorsichtiger vorgehen muss und die Notenbanken ihre zur Inflationsbekämpfung angedachten Erhöhungsschritte nun doch nicht mehr umsetzen können werden. In der Folge sank die Rendite zweijähriger Bundesanleihen innerhalb nur weniger Handelstage von 3,4% auf 2,1%, die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 2,6% auf unter 2%. Nach mehreren Handelstagen mit hoher Volatilität haben sich die Rentenmärkte inzwischen aber wieder beruhigt und das Festhalten der EZB an ihrem

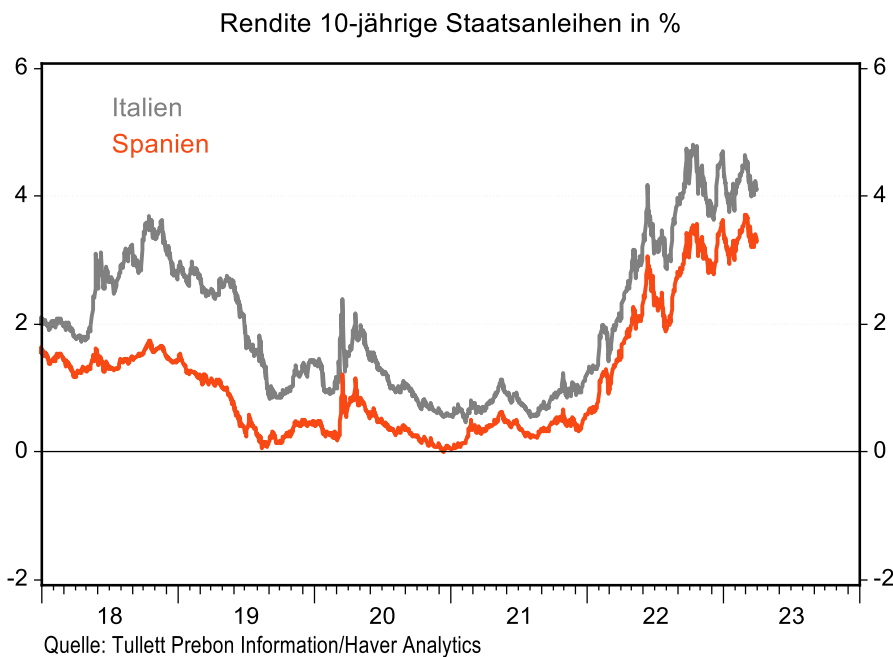
*Banken-turbulenzen beendeten Höhenflug der Renditen.*



angekündigten 50-Basispunkte-Zinsschritt verhalf den Renditen zu einer Erholung, bei 2-jährigen Bundesanleihen auf 2,7% und bei 10-jährigen auf 2,3%.

In der EWU-Peripherie stiegen die Renditen bis Anfang März ebenfalls an, bevor sie in Folge der Bankenkrise unter Druck gerieten. Im Gegensatz zu Deutschland fiel die Entwicklung aber gedämpfter aus und die Renditen von Ländern wie Italien und Spanien erreichten keine neuen mehrjährigen Höchststände, sondern bewegten sich in einem breiten Seitwärtsband. Per Saldo liegt die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen nach dem zweimonatigen Berichtszeitraum mit 4,2% etwa auf dem Niveau von Anfang Februar und die entsprechende Rendite spanischer Bonds liegt mit aktuell 3,4% nur geringfügig darüber.

*Peripherieanleihen bewegen sich in breitem Seitwärtsband.*

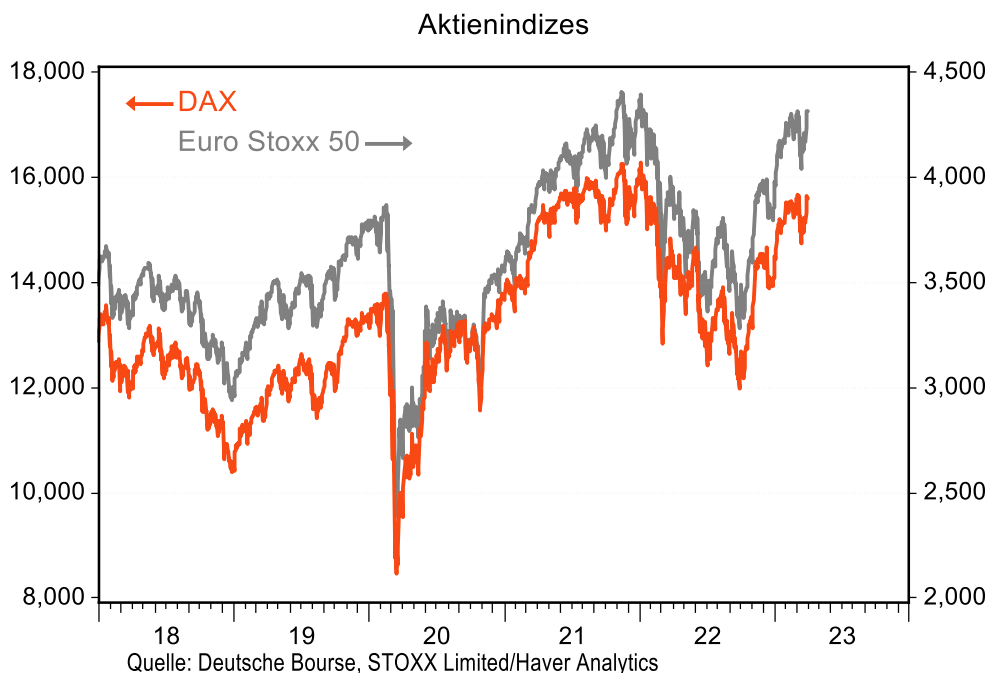


Die Entwicklung am europäischen Rentenmarkt war im Februar zunächst geprägt durch hohe Inflationsraten und robuste Arbeitsmarktdaten, die Anleger dazu veranlasste, ihre Erwartungen an den Leitzinsgipfel nach oben anzupassen. Der darauf folgende Renditeanstieg führte die Bundrenditen zunächst auf Mehrjahreshöchststände und wurde durch den Zusammenbruch der Silicon Valley Bank beendet. Zuletzt hat sich die Lage aber wieder beruhigt und die Renditen von Bundesanleihen konnte sich erholen. In den nächsten Woche könnte sich die Aufwärtsbewegung der Renditen fortsetzen, mittelfristig, mit Blick auf das Jahresende, sprechen aber eine nachlassende Gesamtinflation, eine schwache Konjunkturdynamik und das Ende des EZB-Leitzinserhöhungszyklus für wieder etwas fallende Renditen.

## Aktienmarkt

Die europäischen Aktienindizes setzten im Februar ihre zu Beginn des vierten Quartal begonnene Aufwärtsbewegung fort. Zwar hielt sich die Dynamik angesichts hawkischer Töne von EZB-Notenbankern, der Anhebung der Leitzinserhöhungserwartungen sowie fallenden Anleihekurse in Grenzen, doch die Aktionäre dürften dennoch zufrieden gewesen sein. Es schien so, als ob die Aktienanleger bereit waren, durch die in den kommenden Monaten anstehenden Leitzinserhöhungen hindurchzusehen und stattdessen bereits ein in diesem Jahr erwartetes Ende der Zinsschritte einzupreisen. Zudem dürfte ein überraschend positiver Verlauf der Berichtssaison die Kurse unterstützt haben. Die im Euro STOXX 50 gelisteten Unternehmen wiesen für das vierte Quartal Gewinnsteigerungen von 7,4% gegenüber dem Vorjahr aus und konnten damit die Analystenerwartungen um 3,4% übertreffen. Die DAX-Unternehmen verzeichneten sogar ein Gewinnwachstum von 8,7%, was 9,4% über den Gewinnerwartungen lag. Die Unternehmen scheinen die Auswirkungen der konjunkturellen Abkühlung bislang offenbar kaum zu spüren, wobei darauf hingewiesen sei, dass die Gewinne als nominale Werte dargestellt werden. Eine Inflationsbereinigung der Zahlen findet nicht statt, sodass die Unternehmen real einen Gewinnrückgang (Eurozone) bzw. nur ein leichtes Gewinnwachstum (Deutschland) verzeichneten. Außerdem deuten Daten aus den USA darauf hin, dass Unternehmen Bilanzkosmetik betreiben, indem sie Gewinne ausweisen, denen keine Cashflows gegenüberstehen. Inwieweit europäische Unternehmen ebenfalls auf (legale) Bilanztricks zurückgreifen, lässt sich angesichts der im Vergleich zu den USA dünnen Datenlage nicht mit Bestimmtheit sagen. Die erwartete Stagnation der EWU-Wirtschaft wird aber unweigerlich den Druck auf die Gewinnsituation der Unternehmen erhöhen.

*Aktienindizes setzten Aufwärtsbewegung im Februar fort...*



Im März hielt die Bankenkrise auch die Aktienmärkte in ihrem Bann. Der Zusammenbruch der US-Institute führte zu einer massiven Verunsicherung und einem Einbruch der Aktienkurse, wobei Bankaktien besonders betroffen waren. Der europäische Bankenindex Euro STOXX Banks, der als Subindex des Euro STOXX

die größten Banken der Eurozone enthält (aktuell 23), stürzte innerhalb weniger Tage 25% ab, der DAX und der Euro STOXX verloren mit 8% ebenfalls deutlich. Den Tiefpunkt erreichten der Bankenindex und auch die marktbreiten Indizes nach der Zwangsübernahme der Credit Suisse durch die UBS. Die Übernahme wurde zwar grundsätzlich begrüßt, da eine Pleite der Großbank die Stabilität des Finanzsystems gefährdet hätte. Die Modalitäten der Übernahme sorgten jedoch zunächst für Unruhe, da nachrangige Anleihen, sogenannte Additional-Tier-1-Anleihen (AT1-Anleihen) für wertlos erklärt wurden, während die Aktionäre für ihre Anteilscheine zumindest eingeschränkt entschädigt werden sollen. Eine Totalabschreibung von AT1-Anleihen hatte es zwar bereits einmal gegeben, als 2017 die spanische Banco Popular von der Banco Santander übernommen wurde. Damals mussten allerdings auch die Aktionäre einen Totalverlust verkraften. Bei der Übernahme der Credit Suisse wurden nun erstmals Besitzer von Nachranganleihen gegenüber Aktionären schlechter gestellt. Durch die Schaffung dieses Präzedenzfalls durch die Schweizer Behörden brachen nicht nur die Kurse von AT1-Anleihen ein, sondern auch die Kurse von Bankaktien gerieten in einen Abwärtsstrudel. Anleger befürchteten, dass eine wichtige Finanzierungsquelle für Banken austrocknen würde, denn das mit Hilfe von AT1-Anleihen eingesammelte Kapital kann zur Erfüllung der Eigenkapital-Anforderungen genutzt werden. Rasch stellte jedoch die europäische Bankenaufsicht für die Eurozone klar, dass Verluste von Krisenbanken weiterhin zuerst Aktionären aufgebürdet werden, bevor Anleihegläubiger belastet würden, und die Märkte für AT1-Anleihen sowie für Aktien erholen sich wieder. Inzwischen haben der Euro STOXX 50 und der DAX von ihrem März-Tief wieder 8% bzw. 7% zugelegt und gegenüber dem im Januar 2022 erreichten Kurshoch fehlen nur noch wenige Prozentpunkte. Seit Anfang Februar liegt der Euro STOXX 50 trotz der zwischenzeitlichen Bankenturbulenzen etwa 3% im Plus.

*...und gerieten im März durch die Bankenkrise unter Druck.*

**Die europäischen Leitindizes sind durch die Bankenkrise zwischenzeitlich zwar unter Druck geraten, haben sich inzwischen aber wieder davon erholt. Angesichts zahlreicher Belastungsfaktoren erscheint das Korrekturpotenzial auf dem nun erreichten Niveau, das für den Euro STOXX 50 und den DAX nur noch wenige Prozentpunkte unter dem Anfang 2022 erreichten Höchststand liegt, nicht unerheblich. So ließ die EZB ihr weiteres Vorgehen in Bezug auf die Zinspolitik zwar offen und möchte weitere Zinsschritte von der Datenlage abhängig machen. Der zuletzt immer wieder betonte Fokus der Notenbank auf der Inflationsbekämpfung dürfte aber weitere Zinserhöhung erforderlich machen. Neben dem hohen und voraussichtlich weiter steigenden Zinsniveau, das Anleihen im Vergleich zu Aktien attraktiver macht und die Kreditaufnahme der Unternehmen verteuert, dürfte auch die schwache Konjunktorentwicklung über sinkende Unternehmensgewinne zu einer immer stärkeren Belastung für die Aktienkurse werden. Daneben bestehen diverse Event-Risiken. So könnte das hohe Zinsniveau oder auch die angespannte Lage auf dem US-Gewerbeimmobilienmarkt weitere US-Banken in die Pleite treiben. Ein bedeutendes geopolitisches Risiko besteht z.B. auch in Form möglicher umfassender Sanktionen des Westens gegenüber China, falls die Volksrepublik offen Waffen an Russland liefern würde. In diesem Fall wären gravierende negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft (insbesondere Deutschland) und die Aktienmärkte zu erwarten.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	1,4	-6,5	5,3	3,5	0,0	1,2	0,3	2,6	8,4	6,0	7,6	8,0	7,7	6,7	7,0
- DE	1,1	-4,1	2,6	1,9	-0,5	1,4	0,5	3,1	6,9	7,0	5,0	5,9	5,7	5,3	5,7
UK	1,4	-9,7	7,4	4,1	-1,0	1,8	0,9	2,6	9,0	7,5	3,8	4,5	4,6	3,7	4,5
USA	2,3	-3,4	5,7	2,1	0,3	1,8	1,2	4,7	8,0	4,5	3,7	8,1	5,4	3,6	4,3
Japan	0,0	-4,7	1,7	1,0	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,5	1,7	2,4	2,8	2,8	2,6	2,8

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	2,3	1,9	2,5	1,0	1,4	-0,7	-7,0	-5,1	-3,8	-3,3	1,12	1,22	1,14	1,07	1,13
- DE	7,6	7,0	7,4	4,2	5,3	1,5	-4,3	-3,7	-3,3	-2,5	-	-	-	-	-
UK	-2,7	-2,5	-2,6	-4,8	-4,5	-2,2	-12,8	-8,0	-4,3	-2,3	1,30	1,37	1,35	1,21	1,28
USA	-2,1	-3,0	-3,7	-3,9	-3,1	-5,5	-14,5	-10,9	-4,0	-5,7	-	-	-	-	-
Japan	3,4	2,9	2,9	1,4	2,2	-3,0	-9,0	-6,7	-7,9	-3,6	110	103	115	131	126

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>2</sup> 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 <sup>1</sup>					10 Y (Government)				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	0,0	0,0	0,0	2,5	4,0	-0,19	-0,26	-0,18	3,2	2,15
UK	0,75	0,1	0,25	3,5	4,0	0,82	0,20	0,97	3,67	3,0
USA	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	1,92	0,91	1,51	3,87	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,04	0,07	0,422	0,25

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> EWU: Hauptrefinanzierungssatz; 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 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	31.03.
CRB-Index**	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7
Ölpreis (Brent)*	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> 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.