

Nr. 2: EZB sieht Inflation auf Kurs



9. April 2024

Konjunktur und Geldpolitik: Die Wirtschaftsleistung der Eurozone befand sich im vierten Quartal 2023 auf dem Niveau des Vorquartals und Umfrageindikatoren sprechen gegen eine nennenswerte Belebung der Wirtschaftsaktivitäten im ersten Halbjahr 2024. Deutschland dürfte sich momentan sogar in einer Rezession befinden. Erst im zweiten Halbjahr dürfte sich die Konjunktur etwas beleben, wobei sich vor allem die private Konsumnachfrage angesichts eines stabilen Arbeitsmarkts und steigender Realeinkommen positiv entwickeln sollte. Obwohl die Inflation kaum noch zurückgeht, scheint sich im EZB-Rat eine Mehrheit für eine erste Leitzinssenkung im Juni herausgebildet zu haben.

Euro: Der Euro wertete im Februar zunächst bis auf knapp 1,10 US-Dollar auf, bevor er anschließend wieder bis auf 1,073 US-Dollar abrutschte (aktuell 1,088). Die Euro-Schwäche der vergangenen Wochen erklärt sich vor allem mit der deutlich stärkeren Konjunkturentwicklung in den USA gegenüber der Eurozone und den dadurch vor allem für die USA abnehmenden Leitzinssenkungserwartungen. Sollten die nun sehr hohen Erwartungen der Marktteilnehmer an die US-Konjunktur enttäuscht werden, dürfte dies den US-Dollar belasten.

Rentenmarkt: Im Berichtszeitraum hat sich der Renditenanstieg europäischer Staatsanleihen fortgesetzt, was vor allem den sich zurückbildenden Leitzinssenkungserwartungen geschuldet war und daher besonders stark am kurzen Ende wirkte. So stieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von 2,17% auf nun 2,44% und die Rendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zwei Jahren kletterte per Saldo von 2,42% auf aktuell 2,90%. Die Einengung der Peripherie-Spreads setzte sich ebenfalls fort, begünstigt durch die allgemein niedrigere Risikoaversion, die Bilanzreduktion der EZB, die Bundesanleihen überproportional betraf, sowie Konjunkturdaten, die für Südeuropa besser ausfielen als für Deutschland.

Aktienmarkt: Die Aktienmärkte waren geprägt durch weiter steigende Kurse (DAX +8,4%, Euro STOXX 50 +8,6%) und einen Favoritenwechsel, sodass die Marktbreite zugenommen hat. Zuletzt hat sich die Anlegereuphorie aber etwas abgekühlt und die Indizes haben sich von ihren zuvor erreichten Rekordständen leicht zurückbewegt. Nach einem Plus von 25% seit Anfang November wäre nun zumindest eine kurzzeitige Kurskorrektur aufgrund von Gewinnmitnahmen nicht überraschend, wobei der Monat April in der historischen Betrachtung einer der stärksten Monate für die Aktienmärkte ist. Erst ab Mai beginnt die saisonal schwierige Zeit.

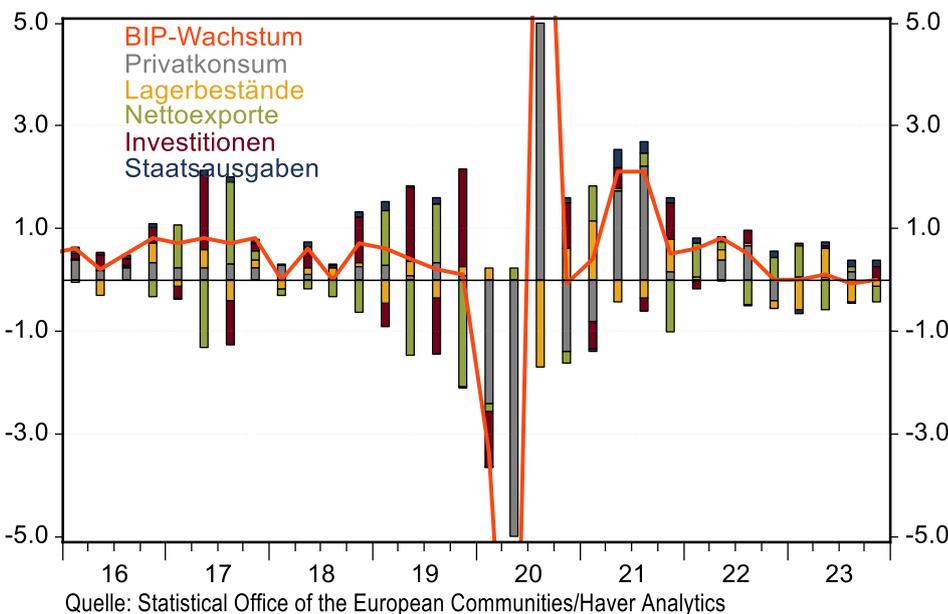
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die finalen Eurostat-Daten bestätigten die Stagnation der europäischen Wirtschaft im vierten Quartal 2023 und ergaben, dass sich vor allem der internationale Handel als Belastung erwiesen hatte. So reduzierten die Nettoexporte das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 0,3 Prozentpunkte, während der Abbau von Lagerbeständen das BIP um weitere 0,1 Prozentpunkte verringerte. Es war vor allem den Unternehmensinvestitionen und den Staatsausgaben zu verdanken, dass der 20 Länder umfassende Währungsraum nicht in eine (technische) Rezession gerutscht ist, nachdem die Wirtschaftsleistung im dritten Quartal bereits um 0,1% zurückgegangen war. So erhöhten die Investitionen das BIP um 0,2 Prozentpunkte und die Staatsausgaben trugen 0,1 Prozentpunkte bei. Die Konsumausgaben der Privathaushalte spielten mit einem BIP-Beitrag von minimalen 0,03 Prozentpunkten nur eine untergeordnete Rolle.

*Eurozone
vermeidet
Rezession.*

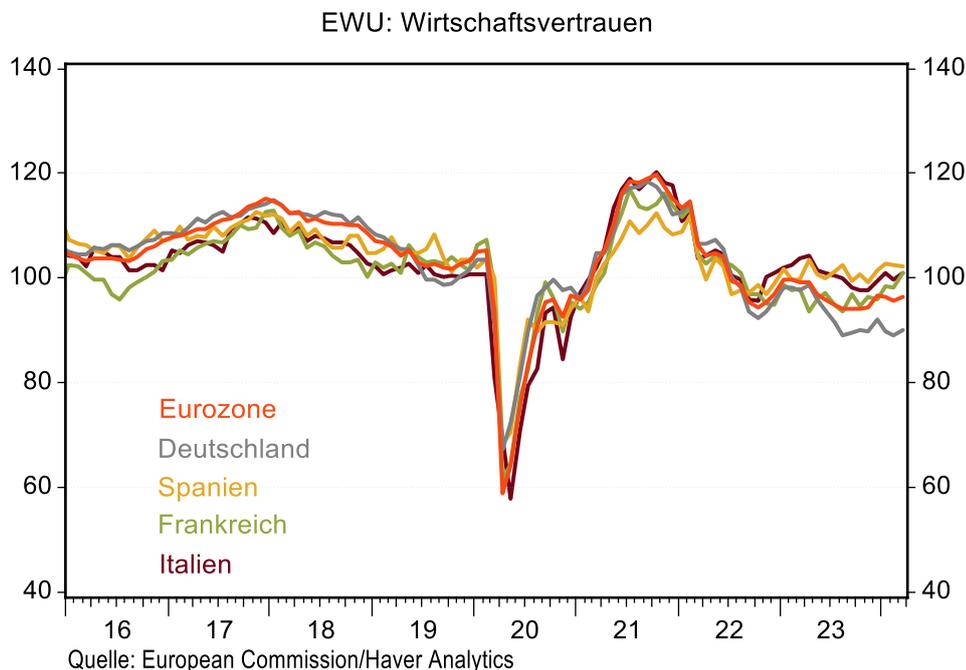
EWU: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Für das kürzlich abgeschlossene erste Quartal 2024 werden die BIP-Daten erst Ende des Monats veröffentlicht, da die relevanten Konjunkturdaten erst mit einer gewissen zeitlich Verzögerung zur Verfügung stehen. Auf die Zukunft ausgerichtete Umfrageindikatoren deuten aber nicht auf eine nennenswerte Belebung der Wirtschaftsaktivitäten hin. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor von S&P Global bewegt sich zwar stetig aufwärts, befindet sich aber nur knapp oberhalb der sogenannten Wachstumsschwelle, bei der die Wirtschaftsaktivitäten in der Regel wieder zunehmen. Deutlich unterhalb der Wachstumsschwelle, und mit einer eher seitwärtsgerichteten Tendenz liegt der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe. Mit aktuell 96,3 Punkten ebenfalls auf einem gedämpften Niveau befindet sich das breitgefaste Wirtschaftsvertrauen der Europäischen Kommission, das Umfrageergebnisse aus der Industrie, aus der Dienstleistungsbranche und von Verbrauchern kombiniert. Besonders pessimistische Umfrageergebnisse kamen dabei aus Deutschland. Während andere größere Länder das EWU-Wirtschaftsvertrauen stützten (Spanien: 102,0 Punkte, Frankreich: 100,7 Punkte, Italien: 100,9 Punkte) befanden sich die Umfrage-

*Umfrage-
ergebnisse
deuten nicht auf
baldige Belebung
hin.*

ergebnisse für Deutschland auf einem unterdurchschnittlichen Niveau (89,8 Punkte).



Zu der schlechten Stimmung in Deutschland tragen die ständigen Streitereien der Bundesregierung bei, die Verbraucher und Unternehmen verunsichern. Die politische Uneinigkeit über die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik führt zu einer Zurückhaltung der Wirtschaftsakteure und belastet dadurch das Wachstum. Die Unternehmensinvestitionen werden zudem durch die gestiegenen Finanzierungskosten und eine zurückhaltenden Kreditvergabe der Banken gedrückt. Belastend wirken außerdem die verhaltene Nachfrageentwicklung in wichtigen internationalen Absatzmärkten, ein hoher Krankenstand und die andauernde Streiks.

Alles in allem dürfte die deutsche Wirtschaftsleistung im laufenden Quartal ihren Rückgang zunächst fortsetzen. In einer Gemeinschaftsprognose gehen die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute davon aus, dass das deutsche BIP um 0,1% im Vergleich zum Vorquartal sinken und Deutschland damit in eine Rezession eintreten wird. Ein stärkerer Rückgang wird durch den stabilen Arbeitsmarkt verhindert. Zwar hatte der hohe Krankenstand im Winter einen spürbar negativen Einfluss auf die Wirtschaftsleistung und die Zahl der offenen Stellen entwickelt sich zurück, die Arbeitslosenquote befindet sich aber mit 5,9% weiterhin auf einem niedrigen Niveau.

Nach einer möglichen technischen Rezession im Winterhalbjahr dürfte es ab der Jahresmitte zu einer gewissen Erholung kommen, sodass die Gemeinschaftsprognose für das Gesamtjahr ein BIP-Wachstum von 0,2% in Aussicht stellt. Die Sorge vieler Politiker, dass der Beschluss des Bundesverfassungsgerichts zur Unrechtmäßigkeit der Schattenhaushalte die wirtschafts- und finanzpolitischen Spielräume eingeengt und das Wirtschaftswachstum stark ausbremst, ist laut der Gemeinschaftsprognose dagegen unbegründet. Auf lediglich 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte schätzt das Expertengremium die dämpfende Wirkung auf das BIP.

In Deutschland ist die Stimmung besonders negativ.

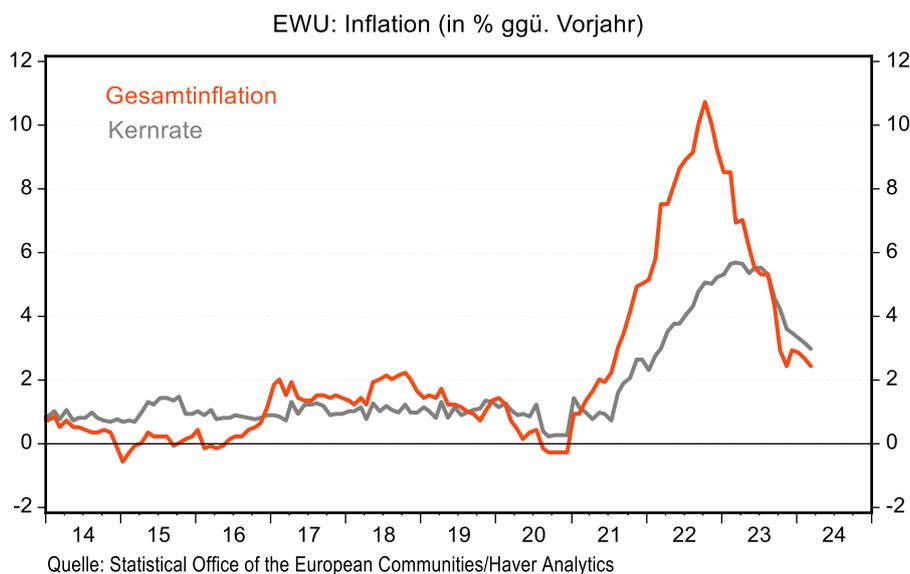
Die deutsche Wirtschaft befindet sich vermutlich bereits in einer Rezession, ...

... dürfte sich danach aber leicht erholen.

Für die Eurozone sind die Aussichten etwas besser als für die Bundesrepublik. Während Konjunkturforscher für das erste Quartal immerhin ein geringfügiges Wachstum in Höhe von 0,1% prognostizieren, rechnen sie für das Gesamtjahr mit einem BIP-Wachstum von 0,5%. Wie für Deutschland setzen die Experten auf eine allmähliche zunehmende Wirtschaftsdynamik durch eine Erholung der Konsumausgaben, da steigende Löhne und sinkende Inflation den Ausgabenspielraum der Haushalte erweitern sollten. Auf mittlere Sicht dürften auch die Unternehmensinvestitionen wieder stärker zum BIP-Wachstum beitragen, wenn die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung allmählich an Einfluss verlieren.

Die Eurozone befindet sich in einer etwas besseren Verfassung.

Die deutsche Wirtschaft ist weiterhin angeschlagen und die europäische Wirtschaftsleistung entwickelt sich nur geringfügig besser. So sind nach einem schwachen Schlussquartal 2023 keine wesentlichen zusätzlichen Impulse im ersten Quartal 2024 zu erwarten. Im Jahresverlauf sollten die Wirtschaftsaktivitäten jedoch allmählich wieder zunehmen. Wichtigster Lichtblick stellt dabei die private Konsumnachfrage dar, die sich dank eines stabilen Arbeitsmarktes und steigender Realeinkommen beleben sollte.



Die Realeinkommen dürften vor allem von den steigenden Nominallöhnen profitieren, während sich ein weiterer Rückgang der Inflationsrate höchstens langsam vollziehen dürfte. Zuletzt sind die Tariflöhne in der Eurozone um 4,5% gestiegen und die EZB rechnet auch für den Durchschnitt diesen Jahres mit einem Lohnwachstum in dieser Größenordnung. Die Inflationsrate konnte dagegen das rasante Tempo des im Herbst 2022 begonnen Rückgangs zuletzt nicht mehr fortsetzen. Im März lag die Teuerungsrate bei 2,4% und damit auf dem bereits Ende 2023 erreichten Niveau. Im Monatsvergleich hat sich die Inflation sogar jüngst von 0,6% auf 0,8% beschleunigt. Die Basiseffekte bei den Energiepreisen, die den raschen Inflationsrückgang im vergangenen Jahr begünstigt hatten, verlieren immer mehr an Einfluss und stattdessen treiben die oben genannten Lohnzuwächse die Preise im Dienstleistungsbereich. Mit Blick auf Deutschland dürfte außerdem die Anhebung des ermäßigten Mehrwertsteuersatzes auf Gas und Fernwärme von 7% auf 19% ab April den Energiepreisen wieder Aufwind geben, was sich angesichts des großen Gewichts Deutschlands in der Eurozone auch auf die europäische

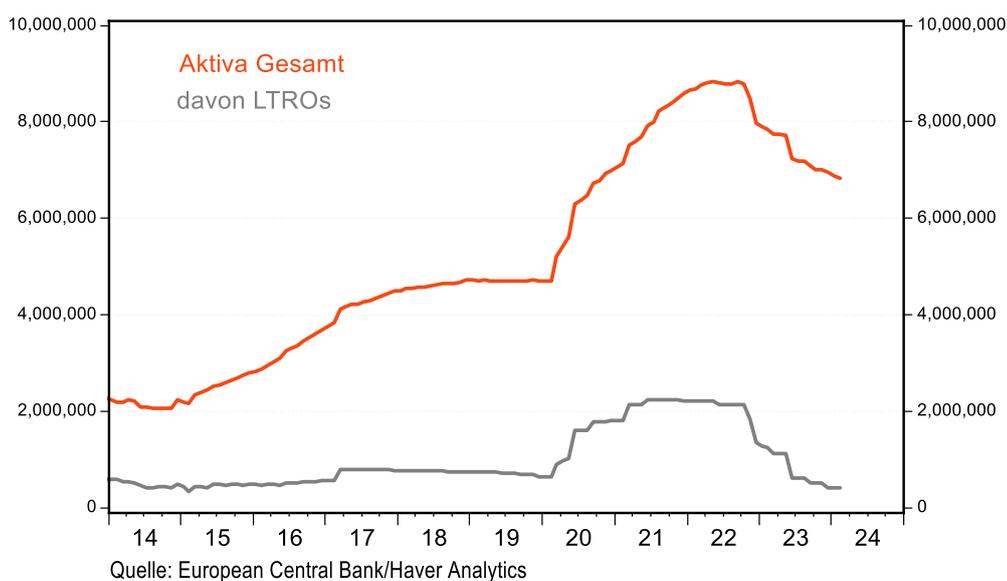
Inflation geht kaum noch zurück und lag im März bei 2,4%.

Inflation auswirken dürfte. Für das Gesamtjahr rechnet die EZB mit einer Inflationsrate von 2,3%.

Obwohl ein weiterer Rückgang der Inflation in Richtung des EZB-Ziels also kein Selbstläufer werden wird, zeichnet sich immer deutlicher ein erster Leitzinsschritt im Juni ab. EZB-Präsidentin Lagarde hat bereits vor einigen Monaten die Juni-Zinssitzung als wahrscheinlichsten Termin für eine Leitzinssenkung ins Spiel gebracht und selbst der österreichische Zentralbankpräsident Holzmann, Verfechter einer restriktiven Geldpolitik (Falke), scheint sich allmählich für eine Lockerung im Juni zu erwärmen. Für die Anhänger einer expansiven Geldpolitik (Tauben) ist ein Zinsschritt im Juni dagegen längst klar und ihr Blick richtet sich bereits auf die Sitzung im Juli. Auf dieser letzten Sitzung von der Sommerpause sollten die Leitzinsen ein weiteres Mal abgesenkt werden – zumindest wenn es nach dem griechischen Notenbankchef Yannis Stournaras oder dem EZB-Direktor Piero Cipollone geht. Maltas Edward Scicluna und der Gouverneur der französischen Zentralbank Francois Villeroy de Galhau wollten den Beginn einer geldpolitischen Lockerung bereits auf der morgigen EZB-Sitzung nicht ausschließen, wobei wir dies nicht für wahrscheinlich erachten, auch da die wichtigen Lohndaten für das erste Quartal erst zur Juni-Sitzung vorliegen werden.

Im EZB-Rat scheint sich eine Mehrheit für Leitzinssenkung im Juni gebildet zu haben.

EZB: Bilanzsumme (in Mio. Euro)



Bei der letzten Notenbanksitzung Anfang März gab es – abgesehen von neuen Prognosen – keine nennenswerten Neuigkeiten. Mitte März wurde aber der neue geldpolitische Handlungsrahmen vorgestellt. Dieser sieht vor, dass Banken weiterhin mit mehr Liquidität als notwendig versorgt werden sollen, wenngleich diese Überschussliquidität reduziert werden soll. Neben den bekannten Hauptrefinanzierungsgeschäften soll die Liquidität laut dem neuen Handlungsrahmen über das Anleiheportfolio zur Verfügung gestellt werden. Zwar strebt die EZB weiterhin an, den Bestand an Anleihen, die im Rahmen des APP und des PEPP gehalten werden, im Einklang mit seinen geldpolitischen Beschlüssen der letzten Monaten zunächst zu reduzieren. Zu einem späteren Zeitpunkt soll aber ein zusätzliches, strukturelles Anleiheportfolio eingeführt werden, das parallel zu den Bankenbilanzen und anderen Größen wachsen soll. Die EZB hat offenbar nicht vor, ihren Anleihebestand jemals wieder komplett

EZB plant Einrichtung eines strukturellen Anleiheportfolios.

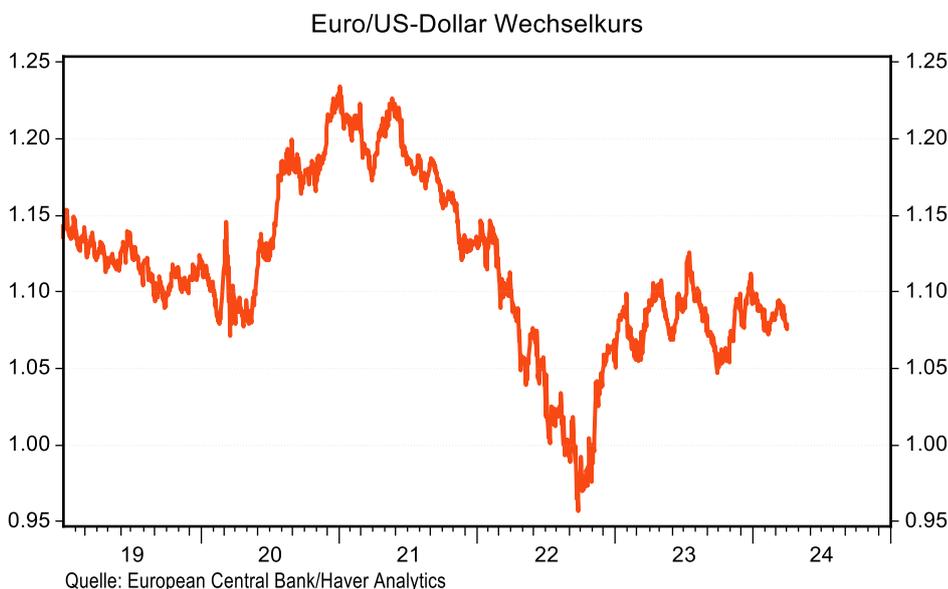
abzubauen. Bereits jetzt hält die EZB rund 30% des Gesamtvolumens ausstehender Anleihen und zeigt keine Eile, den Abbau des Anleihebestands rasch voranzutreiben. Die Bilanz der EZB ist zwar von einem Höchststand bei rund 8.760 Mrd. Euro im November 2022 deutlich geschrumpft und beträgt aktuell rund 6.800 Mrd. Euro. Dies lässt sich jedoch vor allem auf die Rückzahlung von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (sogenannte TLTROs) durch Banken zurückführen. Die APP-Bestände haben sich dagegen deutlich weniger stark verringert.

Im März ist die Inflationsrate der Eurozone auf 2,4% gesunken und befindet sich nun nicht mehr weit entfernt vom EZB-Ziel bei rund 2,0%. Ein nachhaltiges Erreichen der Zielrate ist allerdings nicht absehbar, da stark steigende Löhne sowie Dienstleistungspreise einem Rückgang der Inflation entgegenstehen und die Basiseffekte bei den Energiepreisen an Einfluss verlieren. Die Mehrheit der Mitglieder des über die Leitzinsen entscheidenden EZB-Rats und auch EZB-Präsidentin Christine Lagarde scheinen dennoch eine erste Senkung der Leitzinsen im Juni zu präferieren.

Euro

Wie von uns vor zwei Monaten an dieser Stelle prognostiziert, ist die US-Dollar-Aufwertung in der ersten Februar-Hälfte zunächst in eine Bodenbildung bei rund 1,08 US-Dollar und anschließend in eine Euro-Aufwertung übergegangen. Es gelang der Gemeinschaftswährung aber nicht, die wichtige Marke von 1,10 US-Dollar zu überschreiten, und in der zweiten März-Hälfte wertete der Euro wieder bis auf knapp unter 1,08 US-Dollar ab und befindet sich aktuell nur knapp drüber.

Euro-Aufwertung hatte nicht lange Bestand.



Gegenwind für den Euro ging in den vergangenen Wochen vor allem von der starken US-Konjunktur aus, die baldige und umfassende Leitzinssenkungen der Fed unwahrscheinlich machte. Entgegen den Erwartungen zahlreicher Volkswirte hat sich die US-Wirtschaft trotz rascher Zinserhöhungen durch die Fed von Anfang 2022 bis Ende 2023 kaum abgekühlt. Das Bruttoinlandsprodukt wuchs im vierten Quartal 2023 dynamisch mit einer annualisierten Rate von 3,4% gegenüber dem Vorquartal und der Arbeitsmarkt zeigt kaum Schwäche. So wurden im März

Euro leidet unter starker US-Konjunktur...

außerhalb der Landwirtschaft 303.000 Stellen neu geschaffen und die Arbeitslosenquote sank auf 3,8%. Daneben hat sich auch die Stimmung der Wirtschaftsakteure tendenziell gebessert, sodass der wichtige Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management beispielsweise wieder über der sogenannten Wachstumsschwelle von 50 Punkten notiert. Die Eurozone hat dagegen weiterhin – wie oben beschrieben – mit einer Wachstumsschwäche zu kämpfen und die BIP-Wachstumsraten bewegen sich nur knapp im positiven Bereich. Deutschland als Europas größte Volkswirtschaft dürfte sich sogar in einer Rezession befinden.

Vor dem Hintergrund des wirtschaftlichen Expansionstempos der US-Wirtschaft sowie der hartnäckigen Inflation stellten einige prominente Vertreter des für die Leitzinspolitik zuständigen Offenmarktausschusses der Fed eine baldige Zinswende (Christopher Waller) oder sogar Zinssenkungen in diesem Jahr grundsätzlich in Frage (Neel Kashkari). Die Markterwartungen an US-Leitzinssenkungen haben sich dementsprechend deutlich zurückbewegt und zeitlich nach hinten verschoben. Während an den Terminmärkten zu Jahresbeginn noch fünf bis sechs Leitzinssenkungen um 25 Basispunkte für das Jahr 2024 (sowie zwei Leitzinssenkungen bis Mai) eingepreist waren, liegen die Erwartungen nun bei nur noch drei Senkungen beginnend im Juni.

...und den verringerten Leitzinssenkungserwartungen.

Die unerwartet dynamische Konjunktorentwicklung in den USA der vergangenen Wochen liefert gute Argumente für einen starken US-Dollar. Gleichzeitig hat sie dazu geführt, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer nun höher liegen und zukünftig schwerer zu erfüllen sind. Dies macht den US-Dollar anfällig für Rückschläge. Davon abgesehen dürfte der Ausgang der US-Wahlen im November immer stärker in den Fokus der Devisenhändler rücken. Noch ist der Weg bis zu den Wahlen im November lang, aber in den kommenden Monaten dürfte die Möglichkeit eines Wahlsiegs von Donald Trump auf das Euro-US-Dollar-Währungspaar einwirken. Immerhin führt der Herausforderer in Umfragen mit einem kleinen Plus vor Joe Biden. Während die Wirtschaft bei einem Wahlsieg des Amtsinhabers vermutlich recht unaufgeregt ihren soliden Wachstumskurs mit einer etwas abgeschwächten Dynamik fortsetzen wird, könnten bei einem Sieg Trumps – über höhere Zölle finanzierte – Steuererleichterungen für Unternehmen und Haushalte zunächst zu einem Wachstumssprung führen. Die in diesem Szenario wieder anziehende Inflation, dürfte verhindern, dass die US-Notenbank ihre Leitzinsen weiter senken kann. Der US-Dollar dürfte also von einem Wahlsieg Trumps zunächst profitieren, während eine Fortsetzung der Biden-Regierung eher eine Seitwärtsbewegung begünstigt. Der Euro dürfte es in einem Trump-Szenario mit wahrscheinlichen Zollerhöhungen dagegen schwer haben. Einerseits bremsen die höheren Zölle die ohnehin schwache Konjunktur weiter aus. Andererseits verringert sich der Inflationsdruck und die EZB könnte ihre Leitzinssenkungszyklus fortsetzen.

Hohe Erwartungen an US-Konjunktur sind immer schwerer zu erfüllen, sodass dem US-Dollar Verluste drohen.

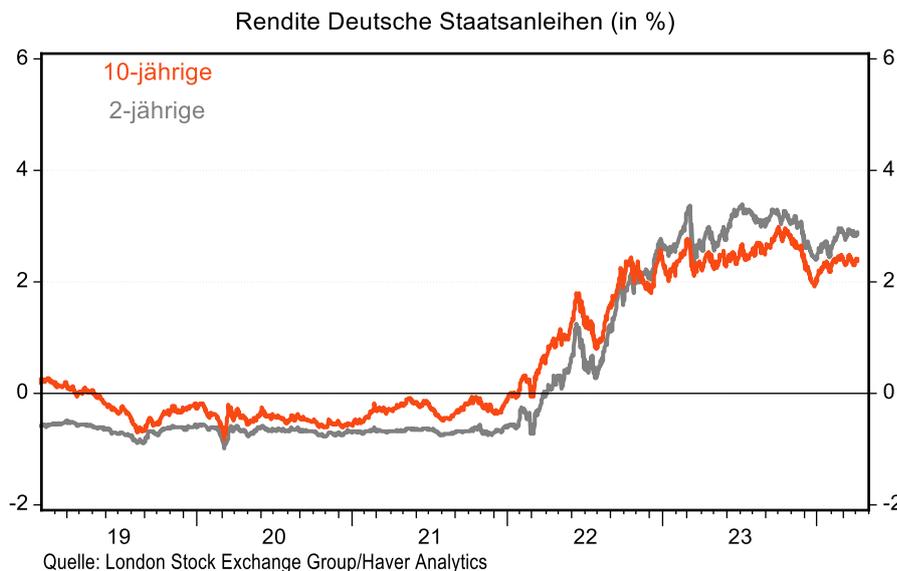
Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar hat sich in den vergangenen beiden Monaten per Saldo kaum bewegt und liegt aktuell bei rund 1,08 US-Dollar. Zwischenzeitlich wertete die Gemeinschaftswährung zwar bis auf knapp 1,10 US-Dollar auf, rutschte anschließend aber wieder bis auf 1,07 US-Dollar ab. Als belastend erwies sich für den Euro die US-Konjunktur, die sich deutlich dynamischer entwickelte als die hiesige Wirtschaft und die dadurch vor allem für die USA abnehmenden Leitzinssenkungserwartungen. Sollte die nun sehr hohen Erwartungen der Marktteilnehmer an die US-Konjunktur enttäuscht werden, dürfte dies den US-Dollar belasten. Davon abgesehen dürften die möglichen Folgen der US-

Präsidentenwahlen im November langsam in den Fokus der Marktteilnehmer rücken. Bei einem Wahlsieg von Donald Trump könnte der US-Dollar einen Schub erhalten, der jedoch vermutlich nicht von Dauer sein wird. Bisher scheinen die Wahlen am Devisenmarkt aber keine Rolle zu spielen. Viel wichtiger ist die Reaktion der Notenbanken auf die Konjunktur- und Inflationsentwicklung.

Rentenmarkt

Der europäische Rentenmarkt stand in den vergangenen beiden Monaten stark unter dem Einfluss der sich zurückbildenden Leitzinssenkungserwartungen. Anfang Februar waren an den Terminmärkten noch fünf Leitzinssenkungen um 25 Basispunkte im Gesamtjahr 2024 eingepreist und die Wahrscheinlichkeit für einen ersten Zinsschritt im April lag bei 50%. Inzwischen können sich nur noch die wenigsten Marktteilnehmer einen Zinsschritt bei der morgigen EZB-Sitzung vorstellen und bis zum Jahresende sind nur noch drei Senkungen eingepreist.

Rentenmarkt unter dem Einfluss der Leitzinssenkungserwartungen, ...



Im letzten Kapitalmarktbericht zur Eurozone hatten wir die Markterwartungen hinsichtlich der Geldpolitik als zu aggressiv bezeichnet und einen Renditeanstieg in Aussicht gestellt, sobald sich die Markteinschätzung unserer Prognose von zwei Leitzinssenkungen bis Jahresende annähert. Tatsächlich sind die Renditen europäischer Staatsanleihen im Februar kräftig gestiegen, bevor sie im März konsolidierten. In der Folge erhöhte sich beispielsweise die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von Anfang bis Ende Februar von 2,17% bis auf 2,51% und liegt aktuell bei 2,40%. Die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen kletterte per Saldo von 2,42% auf aktuell 2,91%, da die erwartete Leitzinspolitik am kurzen Ende noch stärker einwirkt.

...geprägt von Renditeanstieg.



Die Anleihen der europäischen Peripherie wiesen im Berichtszeitraum seit Anfang Februar eine etwas freundlichere Kursentwicklung als Bundesanleihen auf, sodass es zu einer Spreadeinengung kam. So stieg beispielsweise die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen von 3,72% auf 3,83%. Der Zinsabstand zu Bundesanleihen verringerte sich in der Folge von 156 Basispunkte auf 139 Basispunkte. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die allgemeine niedrigere Risikoaversion, Verkäufe von Bundesanleihen durch die Zentralbank (siehe unten) sowie Konjunkturdaten, die für Italien besser ausfielen als für Deutschland. Deutschland leidet bekanntlich nicht nur unter einer konjunkturell bedingten Wachstumsverlangsamung, sondern hat auch schwerwiegende strukturelle Probleme. In Italien boomt dagegen der Tourismus und europäische Transferleistungen (z.B. im Rahmen des Next Generation Programms) unterstützten die Investitionsausgaben. Die relative wirtschaftliche Schwäche Deutschland überlagerte dabei andere Faktoren, wie die massiven Fiskalprobleme Italiens, die nur gelegentlich zum Vorschein traten, beispielsweise als Finanzminister Giorgetti bekanntgab, dass ein EU-Defizitverfahren zu erwarten sei, da das Land bis mindestens 2026 nicht in der Lage sei, das europäische Defizit-Ziel von 3% einzuhalten.

*Niedrige
Peripherie-
Spreads...*

Im Jahresverlauf könnte sich das Spreadniveau wieder ausweiten, wenn sich das Anlegerinteresse weg von Deutschlands Wachstumsproblemen und hin zu Italiens Schuldenproblemen wendet. Zudem dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte die Bilanzreduktion der EZB stärker bemerkbar machen. Bisher betrifft das sogenannte Quantitative Tightening lediglich das APP-Programm, während das PEPP-Programm erst im Juli berücksichtigt werden soll und gemäß Daten der EZB verringerte die Zentralbank bislang vor allem ihren Bestand an Bundesanleihen. Während dieser Bestandteil der EZB-Bilanz um 70 Mrd. sank, wurden lediglich 45 Mrd. an italienischen Anleihen nicht erneut reinvestiert. Früher oder später wird die EZB aber auch ihren Bestand an italienischen Staatsanleihen reduzieren müssen und dies wird dann nicht spurlos an den Spreads vorübergehen.

*...vermutlich nicht
von Dauer.*

Die Anleiherenditen von europäischen Kernländern sollten in den kommenden Monaten in eher ruhigeres Fahrwasser übergehen. Der März dürfte ein Vorbote dafür gewesen sein. Zwar betonte EZB-Präsidentin Lagarde stets die Datenabhängigkeit ihrer Geldpolitik, aber im EZB-Rat scheint inzwischen weitestgehend Konsens darüber zu herrschen, dass die Leitzinswende im Juni erfolgen wird. Es ist nur schwer vorstellbar, dass die Notenbanker davon abrücken werden. Neben den vermutlich recht stabilen Leitzinssenkungserwartungen in den kommenden Monaten dürfte auch von Seiten der Inflations- und Konjunkturdaten wenig Überraschendes erfolgen, sodass die europäischen Anleiherenditen vorerst in einem engen Band schwanken dürften.

Im Berichtszeitraum hat sich der Renditeanstieg am europäischen Rentenmarkt fortgesetzt und die Spreads von Peripherieanleihen haben sich weiter verringert. Wichtigster Grund für den Renditeanstieg waren die sich zurückbildenden Leitzinssenkungserwartungen, während die Spread-einengung durch die wirtschaftliche Erholung in Südeuropa sowie die niedrigere Risikoaversion begünstigt wurde. Da der Kurs der Geldpolitik nun zumindest für die erste Jahreshälfte recht klar gezeichnet erscheint, dürften die Volatilität bei den europäischen Anleiherenditen nun moderater ausfallen.

Aktienmarkt

In den letzten Jahren war das erste Quartal häufig geprägt von erhöhter Unsicherheit und der Ausbruch der Corona-Pandemie 2020, eilige Leitzins-erhöhungen durch die Notenbanken 2022 sowie die Banken-Turbulenzen 2023 hatten die Aktienmärkte teilweise unter erheblichen Druck gesetzt. In diesem Jahr blieben Anlegern derartige Ereignisse glücklicherweise erspart, sodass die Aktienmärkte ihren bereits Anfang November begonnen Aufwärtsbewegung fortsetzen konnten. Der DAX durchbrach in diesem Zuge zum ersten Mal in seiner Geschichte die Marke von 18.000 Punkten und auch wenn der deutsche Leitindex zuletzt etwas konsolidiert, beläuft sich die Performance seit Anfang Februar auf erfreuliche 8,4%. Der Euro STOXX 50, als der wichtigste Aktienindex für die Eurozone, kam sogar auf ein Kursplus von 8,6%.

Die Aktienmarktentwicklung der letzten Wochen war geprägt von einem Favoritenwechsel. Während die Rallye, ähnlich wie in den USA, bis in den Februar hinein durch die Megacap-Werte wie SAP, ASML und LVMH getragen wurde, trieben im März vor allem zyklische Werte, wie Automobil-, Finanz-, und Industrietitel, die Kurse weiter an und verbreiterten das Aufwärtsmomentum.

Neben der absoluten Performance beeindruckte die Rallye vor allem durch ihre Dauer ohne einen nennenswerten Rücksetzer. Seit mehr als einem halben Jahr geht es für die europäischen Aktienindizes inzwischen aufwärts und an keinem Tag verloren sie 2% oder mehr. Gemessen an diesem Maßstab ist dies die beste Serie seit 2017. Diese robuste Entwicklung erstaunte insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich die Erwartungen an baldige und umfassende Leitzinssenkungen so deutlich zurückgebildet haben.

Zuletzt häuften sich allerdings die Verlusttage sowohl beim DAX als auch beim Euro STOXX 50 und nach einem Anstieg von über 25% und dem Erreichen von Rekordständen wird die Luft dünner, sodass zumindest eine kurzzeitige

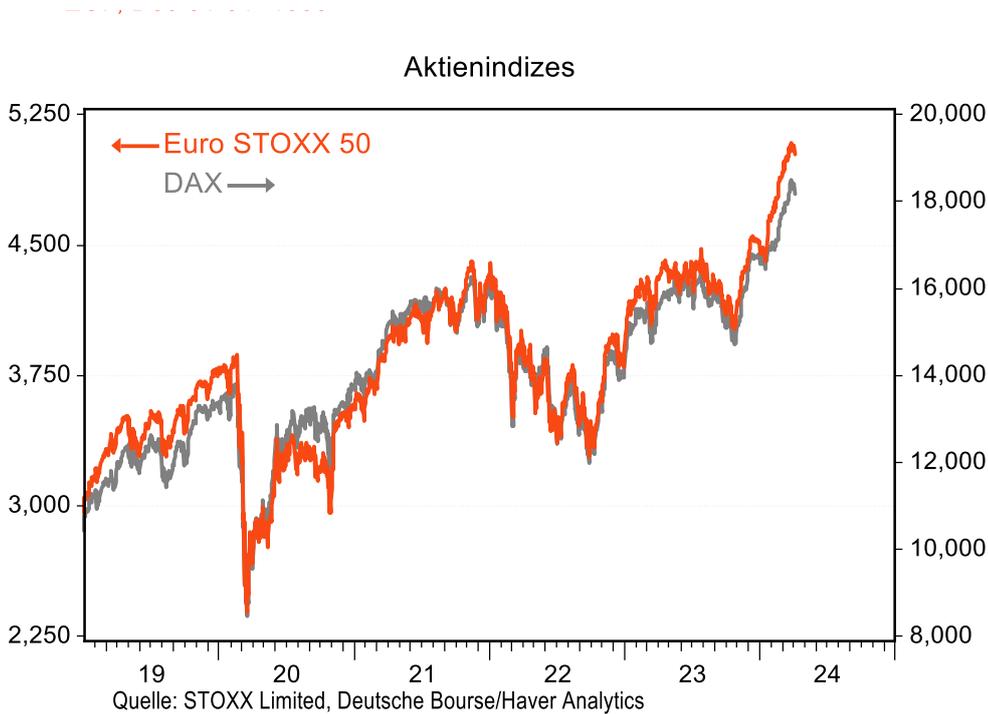
Rallye setzt sich fort und DAX erreicht Rekordstand.

Favoritenwechsel verbreitert das Aufwärtsmomentum.

Rallye setzt sich ohne größeren Rücksetzer fort...

Kurskorrektur aufgrund von Gewinnmitnahmen nicht ausgeschlossen werden kann. Letztlich dürfte das freundliche Umfeld, bestehend aus bald beginnenden Leitzinssenkungen, der sich moderat erholenden EWU-Konjunktur, solider Unternehmensergebnisse und eines anhaltenden Technologie-Hypes den Aktienmärkten aber Unterstützung bieten. Zudem spricht das saisonale Muster für eine kurzfristige Fortsetzung der Rallye. In der Regel ist der April einer der stärksten Monate für Europas Aktienmärkte, wenn man die durchschnittlichen Gewinne der letzten drei Jahrzehnte zugrunde legt. Erst der Monat Mai läutet die saisonal schwierige Phase ein, die sich über den Sommer erstreckt. Im Herbst dürften schließlich der US-Wahlkampf und die daraus resultierenden Spekulationen auf den nächsten US-Präsidenten für erhöhte Kursschwankungen und auch sektorale Verschiebungen sorgen.

...aber die Luft wird dünner.



Die Aktienmärkte haben sich seit Anfang Februar weiter aufwärts entwickelt. Die rasante Rallye seit November und die rekordhohen Indexstände sprechen nun für eine zumindest kurzzeitige Kurskorrektur aufgrund von Gewinnmitnahmen. Andererseits ist der Monat April historisch betrachtet einer der stärksten Monate und das freundliche Umfeld für die Aktienmärkte dürfte erhalten bleiben. Im Ergebnis stellen weitere, aber begrenzte Kursgewinne das derzeit wahrscheinlichste Szenario dar.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	-6,5	5,3	3,5	0,5	0,4	0,3	2,6	8,4	5,5	2,7	8,0	7,7	6,7	6,5	6,7
- DE	-4,1	2,6	1,9	-0,1	0,0	0,5	3,1	6,9	6,0	2,8	5,9	5,7	5,3	5,7	6,1
UK	-9,7	7,4	4,1	0,1	0,2	0,9	2,6	9,0	7,4	3,0	4,5	4,6	3,7	4,0	4,3
USA	-3,4	5,7	2,1	2,5	1,4	1,2	4,7	8,0	4,1	2,8	8,1	5,4	3,6	3,6	4,1
Japan	-4,7	1,7	1,0	1,9	1,0	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,5	2,8	2,8	2,6	2,6	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023e	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	1,8	2,8	-0,7	1,2	1,4	-7,1	-5,3	-3,6	-3,5	-2,7	1,22	1,14	1,07	1,10	1,13
- DE	7,1	7,7	4,2	6,0	6,6	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-3,2	-1,5	-3,8	-3,7	-3,7	-13,0	-8,3	-5,5	-4,5	-3,9	1,37	1,35	1,21	1,27	1,26
USA	-2,8	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-14,0	-11,6	-3,7	-8,2	-7,4	-	-	-	-	-
Japan	3,0	3,9	2,1	3,3	3,7	-9,1	-6,2	-6,9	-5,6	-3,7	103	115	131	141	135

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JPY 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)				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	0,0	0,0	2,5	4,5	4,0	-0,26	-0,18	3,2	2,02	2,25
UK	0,1	0,25	3,5	5,25	4,5	0,20	0,97	3,67	3,54	3,2
USA	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,25-4,5	0,91	1,51	3,87	3,88	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,04	0,07	0,422	0,61	0,95

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ 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 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	28.03
CRB-Index**	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3
Ölpreis (Brent)*	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ 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.