

## Nr. 4: EZB beendet Zeit der Negativzinsen



9. August 2022

**Konjunktur und Geldpolitik:** Getragen von einer Erholung des Konsums kontaktintensiver Dienstleistungen wuchs die europäische Wirtschaft im zweiten Quartal um 0,7% gegenüber dem Vorquartal. Für das laufende Quartal ist die konjunkturelle Perspektive angesichts der hohen Inflation, der Lieferkettenprobleme, der Personalnot vieler Unternehmen und gestiegenen Finanzierungskosten eingetrübt und für das Winterhalbjahr kann eine Gasmangelrezession nicht ausgeschlossen werden. Die EZB hat vor dem Hintergrund der rekordhohen Inflationsrate die Zeit der Negativzinsen beendet und gleichzeitig ein sogenanntes „Antifragmentierungsinstrument“ genehmigt. Das Instrument soll eine „ungerechtfertigte, ungeordnete“ Ausweitung der Spreads europäischen Staatsanleihen verhindern, scheint aber zugeschnitten auf hochverschuldete Länder wie Italien, die dadurch praktisch unbegrenzt von der EZB finanziert werden können.

**Euro:** Der kräftige Zinsschritt durch die EZB konnte nicht verhindern, dass der Euro im Berichtszeitraum deutlich von 1,073 US-Dollar auf 1,02 US-Dollar nachgab. Zwischenzeitlich unterschritt der Euro sogar erstmals seit 20 Jahren die Parität. Belastet wurde die Gemeinschaftswährung durch die sich ausweitende Zinsdifferenz, die Sorgen vor einer Gasmangelrezession und „Safe Haven“-Zuflüsse in den US-Dollar.

**Rentenmarkt:** Im Berichtszeitraum hat die hohe Inflation und die aggressive Geldpolitik für die Rentenmärkte ihren Schrecken verloren. Statt dessen verschob sich die Fokus der Händler auf die sich perspektivisch abschwächende Konjunktur. Vor diesem Hintergrund kam der Renditeanstieg Mitte Juni zum Erliegen und die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen reduzierte sich in der Folge von über 1,90% auf unter 1,0%. Die Spreadentwicklung von EWU-Peripherieanleihen verlief in recht engen Bahnen, auch da die EZB ihre erste Verteidigungslinie gegen die sogenannten „Fragmentierung“, die Reinvestitionen im PEPP-Programm, aktiv nutzte.

**Aktienmarkt:** Mit dem Start in die zweite Jahreshälfte haben Aktienanleger neuen Mut gefasst. Die Kursverluste, die sich zwischen Januar und Juni auf 19,5% beim DAX und 17,6% beim Euro STOXX 50 beliefen hatten, konnten durch die Erholung seit Anfang Juli immerhin bis auf -13,6% bzw. -9,9% abgebaut werden. Noch ist allerdings unklar, ob die jüngste Entwicklung einen Trendwechsel oder lediglich eine Bärenmarktrallye darstellt. Die Risiken – vor allem in Form einer aggressiven geldpolitische Straffung und einer möglichen Rezession – sind zumindest weiterhin beträchtlich.

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

## Konjunktur und Geldpolitik

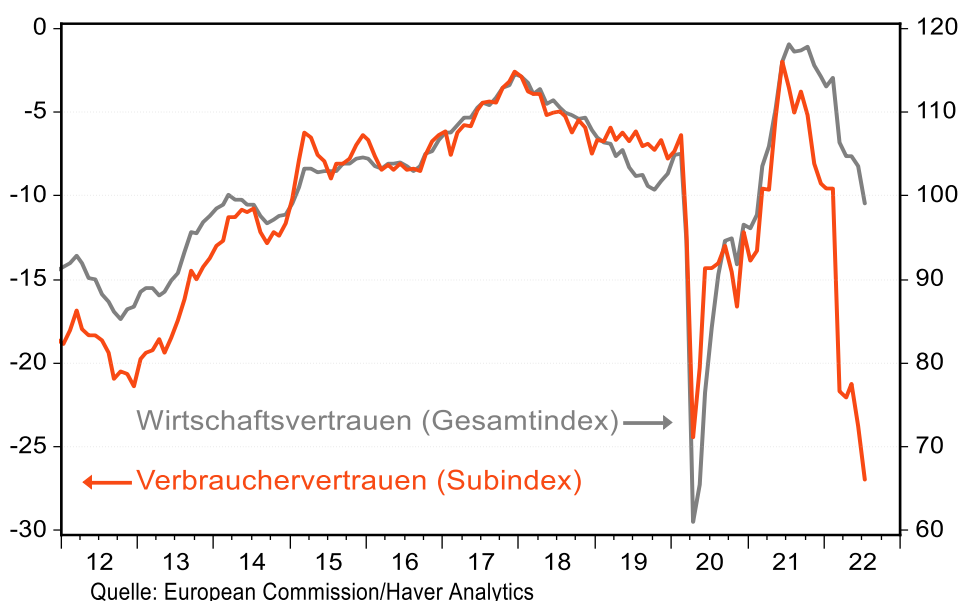
Die europäische Konjunktur erwies sich zuletzt als erstaunlich robust. Im zweiten Quartal wuchs das inflations- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt der Eurozone gemäß der vorläufigen Eurostat-Schnellschätzung um 0,7% gegenüber dem Vorquartal. Im Vorjahresvergleich lag das BIP-Wachstum sogar bei 4,0%. Zwar lagen beide Werte unter denjenigen des ersten Quartals (0,6% bzw. 5,4%), Analysten hatten aber mit einer deutlich stärkeren Abschwächung der Wirtschaftsleistung gerechnet. Positiv entwickelte sich die Konjunktur vor allem in Schweden (+1,4% gegenüber dem Vorquartal), Spanien (+1,1%) und Italien (+1,0%). Für Lettland (-1,4%), Litauen (-0,4%) und Portugal (-0,2%) wird dagegen eine schrumpfendes BIP erwartet. Die deutsche Wirtschaft konnte einen BIP-Rückgang nur knapp vermeiden und stagnierte im zweiten Quartal.

*Robustes EWU-BIP-Wachstum von 0,7% in Q2...*

Diese überwiegend positiven BIP-Daten für die Länder der Europäischen Währungsunion (EWU) dürften vor allem von höheren Konsumausgaben bei kontaktintensiven Dienstleistungen getragen worden sein, was insbesondere der Tourismusbranche zugutekam. Sie sind jedoch alles andere als selbstverständlich. Kürzlich wies das US-Statistikamt für die dortige Wirtschaft einen annualisierten BIP-Rückgang um 0,9% aus, nachdem das BIP bereits im Vorquartal geschrumpft war (-1,6%). Ähnlich den USA weisen auch die europäischen Stimmungsindizes seit Monaten nach unten und unter Konsumenten ist der Pessimismus inzwischen sogar stärker ausgeprägt als auf dem Höhepunkt der Corona-Pandemie im Frühjahr 2020. Das Verbrauchervertrauen der Europäischen Kommission beispielsweise lag im Juli nach einem dramatischen Absturz seit Jahresbeginn nur noch bei -27,0 Punkten und für Deutschland meldete die Nürnberger Gesellschaft für Konsumforschung kürzlich den niedrigsten Stand ihres Verbraucherbarometers seit Beginn der Datenerhebung im Jahr 1991.

*...aber die Verbraucherverstimmung befindet sich auf einem Tiefstand.*

EWU: Stimmungsindizes der Europäischen Kommission



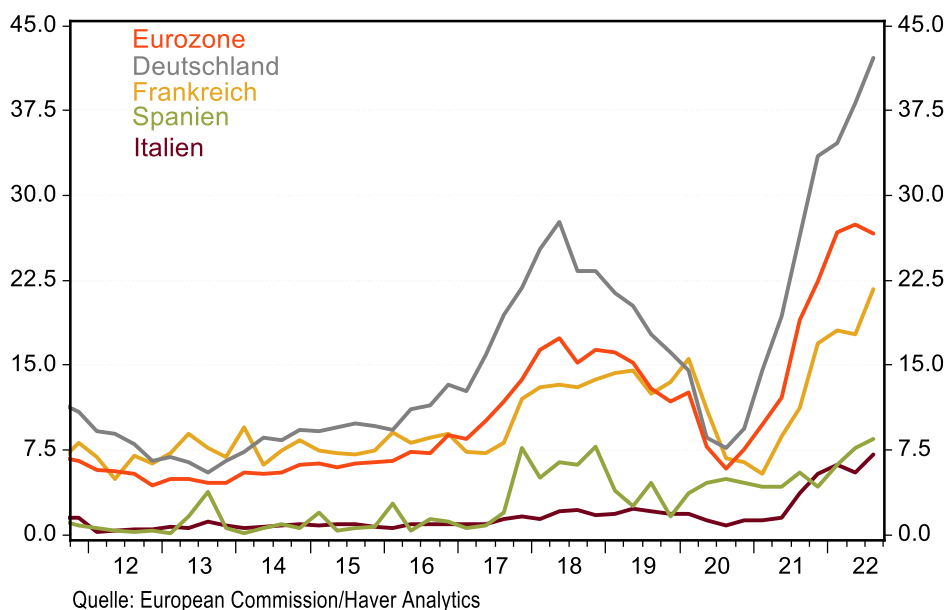
Den Verbrauchern macht vor allem die hohe Inflation zu schaffen, die die Kaufkraft verringert und auch im Einzelhandel deutliche Spuren hinterlässt. So sanken die Umsätze im Juni real um 1,2% im Monatsvergleich und 3,7% im Vergleich zum Vorjahresmonat. In Deutschland lagen die Umsatzeinbußen sogar bei real 1,6% im Monatsvergleich und 8,8% im Jahresvergleich. Einen stärkeren Rückgang hat es für Deutschland seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1994 nicht gegeben. Das deutlich geringere Umsatzminus bei den nominalen Umsatzergebnissen von beispielsweise 0,8% in der Jahresrate lässt die hohen Preissteigerungen erahnen, die der Einzelhandel in den zurückliegenden Monaten eingeführt hat und die Haushalte stemmen müssen.

*Verbraucherstimmung durch Kaufkraftverlust belastet.*

Tendenziell konjunkturell belastend wirken zudem die gestiegenen Zinsen, die dazu beitragen, dass Investitionen zurückgestellt werden, sowie der Material- und Arbeitskräftemangel im verarbeitenden Gewerbe. Besonders gravierend stellt sich die Lage im Deutschland dar, wo über 70% der Industrieunternehmen Engpässe bei der Beschaffung von Rohstoffen und Vorprodukten beklagen. In Kernbranchen der deutschen Industrie (Elektroindustrie, dem Maschinenbau und in der Automobilbranche) lag der Anteil sogar bei 90%. Dazu kommt die Schwierigkeit der Unternehmen Personal zu finden. Der Arbeitskräftemangel konzentriert sich dabei nicht mehr nur auf Fachkräfte, inzwischen werden auch ungelernte Arbeitskräfte hängierend gesucht. Gemäß einer von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebenen Unternehmensbefragung sahen sich zuletzt knapp 30% der europäischen Firmen im Industriesektor durch fehlendes Personal in ihrer Geschäftstätigkeit eingeschränkt – ein Rekord seit Beginn der Datenerhebung im Jahr 1995. In Deutschland lag der entsprechende Wert sogar bei über 40%. Zudem liegt die für den heißen Arbeitsmarkt berechnete Zahl der offenen Stellen pro Arbeitslosem auf einem Höchststand seit der Wiedervereinigung.

*Unternehmen leiden unter Lieferengpässen und fehlendem Personal.*

Faktoren, die im Industriesektor die Produktion einschränken: Arbeit (in %)



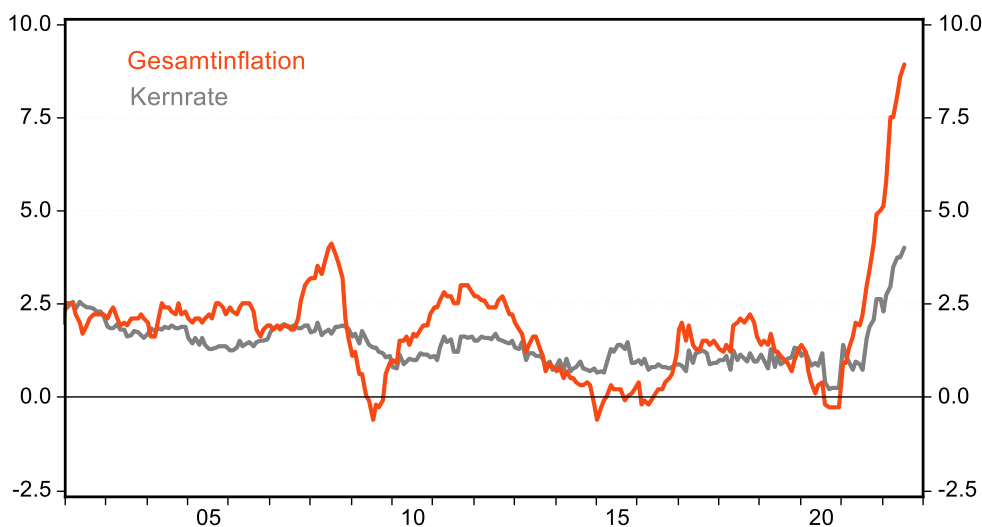
Die Aussicht auf eine erneut positive Wachstumsüberraschung im laufenden Quartal ist somit gering und auch für das Winterhalbjahr hellt sich die Konjunkturperspektive nicht auf. Einige von russischen Gasimporten stark abhängige Länder wie Deutschland könnten sogar in eine Rezession abrutschen

und auch für die gesamte Eurozone kann eine Rezession nicht ausgeschlossen werden. Ein möglicher Gasmangel im Winter wurde durch die russische Kürzung der Gaslieferungen durch die Nord Stream 1-Pipeline auf nur noch 20% der Kapazität wahrscheinlicher und Putin könnte die Lieferungen nach Europa jederzeit weiter drosseln, um Druck auf den Westen auszuüben und die bisherige Einigkeit zu untergraben. Für Deutschland kommt eine Gemeinschaftsdiagnose mehrerer Wirtschaftsforschungsinstitute für eine Reihe von Szenarioberechnungen zwar zu dem Ergebnis, dass bei unverändert niedrigen Gaslieferungen von 20% des Vorkrisenniveaus die Gasspeicher im Winter nicht vollständig geleert werden und daher eine Rationierung nicht notwendig wäre. Allerdings spielt die Witterung eine wichtige Rolle in der Szenarioerstellung und auch Verzögerungen bei der Inbetriebnahme der LNG-Terminals ab Januar könnten die günstigen Szenarien gefährden. Bei einem vollständiger Lieferstopp würde jedoch eine Rationierung von Erdgas notwendig werden und eine Rezession wäre unvermeidlich.

*Konjunkturperspektive trübt sich ein und Gasmangelrezession ist möglich.*

**Ausgaben der Privathaushalte für kontaktintensive Dienstleistungen haben im zweiten Quartal dazu beigetragen, dass sich die Wirtschaftsleistung in stark vom Tourismus abhängigen Ländern überraschend positiv entwickelt hat und auch für die gesamte Eurozone um 0,7% (im Quartalsvergleich) erhöht hat. Für das laufende Quartal und für das Winterhalbjahr hat sich die Konjunkturperspektive aber eingetrübt. Die hohe Inflation, die Störungen der Lieferketten, sowie die verschärften Finanzierungsbedingungen belasten die Ausgaben der Privathaushalte und die Investitionsbereitschaft. Weiteres konjunkturelles Abwärtspotential besteht durch die prekäre Versorgungslage Europa mit russischem Erdgas. Sollten die Gaslieferungen aus Russland weiter eingeschränkt werden droht Europa ein Gasengpass, der Rationierungen erforderlich machen würde. Daher gehört auch eine tiefe Rezession in das Spektrum der möglichen Szenarien für den Winter und das Frühjahr – zumindest für einige EWU-Länder. Immerhin könnten die Auswirkungen eines Gasmangels durch den robusten Arbeitsmarkt, die während der Corona-Pandemie angehäuften Ersparnisse der Haushalte und finanzpolitische Stützungsmaßnahmen etwas abgemildert werden.**

EWU: Inflation (in % ggü. Vorjahr)

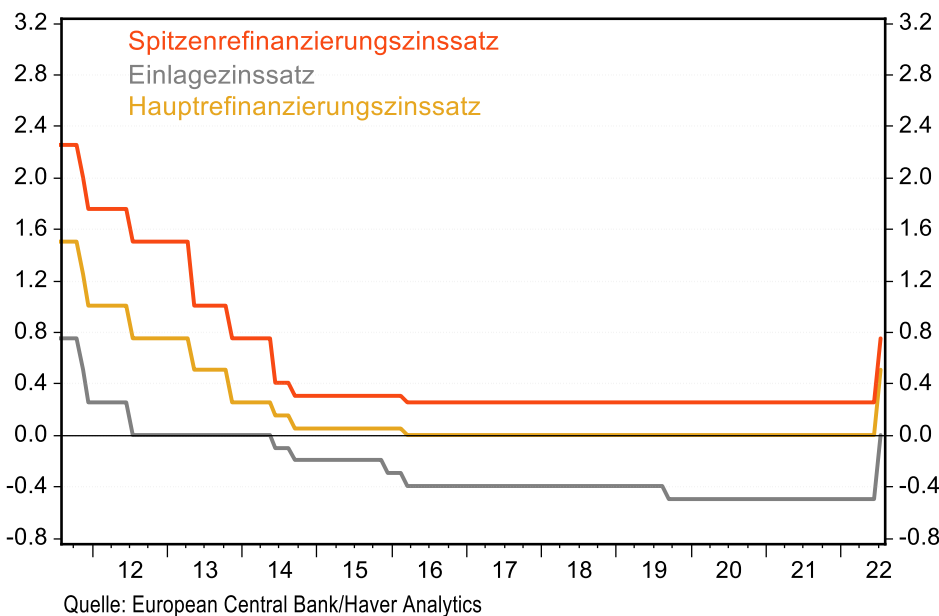


Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Ein vollständiger Lieferstopp russischer Gasimporte hätte nicht nur massive Auswirkungen auf die europäische Konjunktur, sondern auch für das Preisniveau wären die Folgen erheblich, da der Gaspreis dadurch einen Schub erhalten würde. Bereits im Juli lag die EWU-Inflation mit 8,9% im Jahresvergleich so hoch wie nie zuvor in der Geschichte der Währungsunion. Zwar waren es erneut die Energiepreise, die die höchsten Steigerungsraten aufwiesen. Aber auch ohne Energieprodukte erhöhte sich der Verbraucherpreisindex um stattliche 5,4% und die Kerninflationsrate stieg deutlich auf 4,0% an. Der Preisschub in der Eurozone gewinnt ganz offensichtlich an Dynamik und ist inzwischen breit angelegt. In Deutschland hat die Inflation im Juli von 7,6% auf 7,5% etwas nachgegeben. Dies lässt sich jedoch vor allem auf staatliche Maßnahmen wie dem 9-Euro-Ticket und den Tankrabatt zurückführen. Mit dem Auslaufen dieser Vergünstigungsmaßnahmen sowie der neuen Gasumlage könnte die Inflation im September wieder anziehen und erst im Oktober ihren Höhepunkt erreichen.

*Inflation gewinnt an Dynamik und ist inzwischen breit angelegt.*

Eurozone: Leitzinsen in %



Die Inflationsbekämpfung wird dadurch immer drängender, denn je länger die Inflation auf einem hohen Niveau verharrt, desto mehr verfestigen sich die (hohen) Inflationserwartungen und desto wahrscheinlicher wird eine Lohn-Preis-Spirale. Die wichtigste Institution für die Bekämpfung der Geldentwertung in der Eurozone ist die Europäische Zentralbank, die laut Mandat ihre geldpolitischen Maßnahmen einzig und allein auf die Geldwertstabilität auszurichten hat. Wie schwer ihr dies fällt, wurde in den letzten Wochen einmal mehr deutlich. Nachdem die Währungshüter die Inflation lange Zeit als vorübergehend abtaten, erkennen sie nun die Notwendigkeit an, etwas dagegen zu unternehmen. Auf der vergangenen Sitzung im Juli beendet die EZB die Zeit der negativen Zinsen mit einer Anhebung der Leitzinsen um 50 Basispunkte (siehe Grafik). Der Einlagezinssatz wurde auf 0,0%, der Hauptrefinanzierungszinssatz auf 0,5% und der Spitzenrefinanzierungszinssatz auf 0,75% angehoben. Der Zinsschritt fiel damit zwar etwas höher aus als viele Marktteilnehmer erwartet hatten (und höher als die EZB noch bei ihrer vorangegangenen Sitzung signalisiert hatte), kommt angesichts der seit Monaten von einem Rekord zum nächsten eilenden Inflationsrate für die Mehrheit der Volkswirte deutlich zu spät. Auch im Vergleich zu anderen Notenbanken hinkt die

*EZB beendet Zeit der Negativzinsen und führt „Antifragmentierungsinstrument ein“.*

EZB hinterher. In den USA hat die Federal Reserve Bank den Leitzins inzwischen in den Bereich von 2,25% bis 2,5% geschleust. Das zögerliche Handeln der EZB dürfte vor allem aus Rücksichtnahme gegenüber den stark verschuldeten Ländern der südlichen Euro-Peripherie geschehen. Die Währungshüter befürchten wohl, die Schuldentragfähigkeit dieser Staaten mit zügigeren und umfassenderen Zinsschritten zu gefährden. Durch die auf der Juli-Sitzung erfolgte Einführung eines neuen Instruments mit dem Namen „Transmission Protection Instrument (TPI)“ hat der EZB-Rat die Gefahr einer Neuauflage einer europäischen Schuldenkrise beträchtlich gesenkt. Offiziell soll das TPI zwar lediglich die „ungerechtfertigte, ungeordnete“ Ausweitung der Zinsaufschläge europäischer Staatsanleihen verhindern. Konkret solle die EZB durch das TPI in die Lage versetzt werden, Staatsanleihen von Ländern zu kaufen, in denen sich die Finanzierungsbedingungen in einem Umfang verschlechtert haben, der nicht durch Fundamentaldaten gerechtfertigt ist. Für Marktbeobachter scheint das Instrument aber zugeschnitten auf hochverschuldete Länder wie Italien, die dadurch praktisch unbegrenzt von der EZB finanziert werden können. Im Gegensatz zu den „Outright Monetary Transactions“ sind die Bedingungen für die Aktivierung des TPI äußerst schwach. Denn während es für die OMTs erforderlich ist, dass der betreffende Staat eine Rettungsfazilität der Eurozone (also ESM oder EFSF) in Anspruch nimmt und deren Voraussetzungen strikt einhält, können Staaten über das TPI praktisch ohne Bedingungen EZB-Gelder erhalten. Zwar gelten auch für das TPI Zugangsvoraussetzungen. Diese sind jedoch äußerst schwach und sind für die Entscheidung des EZB-Rats über den Einsatz des TPI ohnehin nur indikativ. Mit dem TPI wird also nicht nur der Anreiz für eine solide und nachhaltige Finanzpolitik im Euroraum sowie für Strukturreformen weiter erodiert. Zudem gefährdet die EZB dadurch ihre Unabhängigkeit, denn letztlich kann sie über den Einsatz des TPI Einfluss auf die Finanzierbarkeit einer hohen Staatsverschuldung nehmen und indirekt sogar auf das Schicksal von Regierungen.

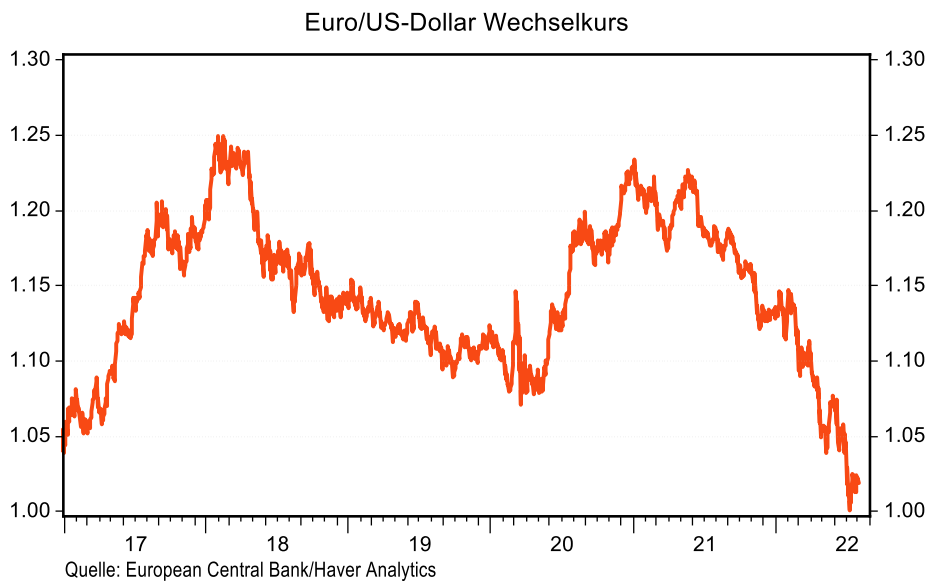
**Die anhaltend hohe Inflation hat die EZB im Juli veranlasst, die Leitzinsen stärker anzuheben als bei ihrer vorangegangenen Zinssitzung signalisiert. Neben einem Zinsschritt um 50 Basispunkte präsentierten die Währungshüter ein neues Instrument zur Eindämmung von Risikoauflagen. Das TPI reduziert zwar die Gefahr einer neuerlichen Schuldenkrise in der Eurozone, da die EZB nun unbegrenzt am Sekundärmarkt für Staatsanleihen intervenieren kann. Jedoch unterminiert das Instrument auf der anderen Seite jeglichen Anreiz für Regierungen, eine solide und nachhaltige Finanzpolitik zu betreiben und setzt die EZB dem Vorwurf aus, sie würde Staatsfinanzierung betreiben.**

## Euro

Der 50-Basispunkte-Zinsschritt durch die EZB, in der Kombination mit der Bekanntgabe des TPI, war keine nennenswerte Stütze für die Gemeinschaftswährung. Zwar war am Markt lediglich eine Erhöhung um 25 Basispunkte erwartet worden. Der höhere Zinsschritt im Juli könnte jedoch einen niedrigeren Zinsschritt im September nach sich ziehen und dem TPI traut der Markt offenbar nicht zu, die Eurozone wirtschaftlich zu stärken. So wertete der Euro im Berichtszeitraum seit Anfang Juni per Saldo von 1,073 US-Dollar auf 1,024 US-Dollar ab und unterschritt Mitte Juli kurzzeitig sogar die Parität. Einen derart niedrigen Außenwert wies der Euro zuletzt vor 20 Jahren, im Jahr der Euro-Bargeldeinführung, auf.

*Euro wertet seit Anfang Juni von 1,073 auf 1,024 US-Dollar ab.*





Die Euro-Schwäche erklärt sich durch mehrere Faktoren. Der aggressive Leitzinserhöhungskurs der Fed und die sich dadurch ausweitende Zinsdifferenz zwischen US-amerikanischen und europäischen Staatsanleihen hat Anlagen in den USA attraktiver gemacht und dürfte Zuflüsse in den US-Dollar bewirkt haben. Außerdem dürfte der Devisenmarkt die Anhängigkeit der europäischen Wirtschaft von der Willkür des russischen Staatspräsidenten Wladimir Putin in Bezug auf Gaslieferungen sehen und die daraus resultierende Anfälligkeit für eine Gasmangelrezession im Winter. In den USA rechnen viele Volkswirte zwar ebenfalls mit einer Rezession 2023, diese droht jedoch erst später im kommenden Jahr.

*Eurokurs durch Zinsdifferenz, EWU-Rezessionsrisiko belastet...*

Die sich ausweitende Zinsdifferenz und die Rezessionsgefahr in der Eurozone reichen als Erklärung für die Wechselkursbewegung allerdings nicht aus. Die Währungen von Großbritannien und Norwegen haben gegenüber dem US-Dollar in den vergangenen Monaten ebenfalls stark an Wert eingebüßt, obwohl beide Länder von russischen Energieimporte unabhängig sind und deren Zentralbanken die geldpolitischen Zügel stark angezogen haben. Der US-Dollar profitierte offenbar signifikant von seinem Status als „sicherer Hafen“ für die durch den Ukraine-Krieg verunsicherten Anleger. Dafür spricht auch die jüngste Stabilisierung des Euro bei 1,02 US-Dollar, die in eine Zeit abnehmender Risikoaversion fiel.

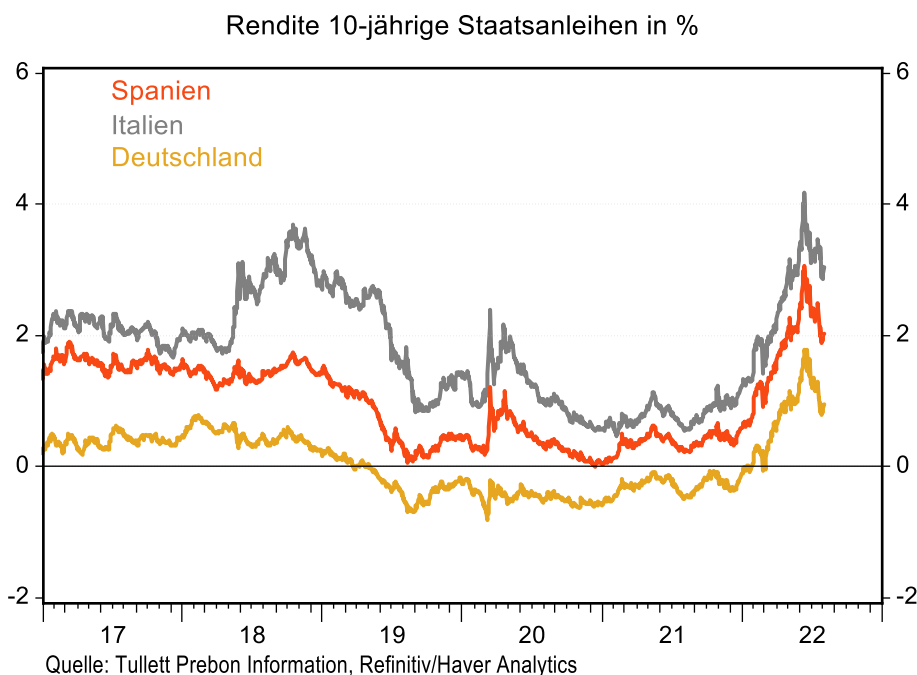
*...während US-Dollar von „Safe Haven“-Status profitiert.*

**Im Juli ist der Euro gegenüber dem US-Dollar auf den niedrigsten Stand seit 20 Jahren gefallen und die EZB ist daran sicherlich nicht unschuldig. Ihre kräftige Leitzinserhöhung um 50 Basispunkt schwächte sie durch einen „taubenhaften“ Zungenschlag ab, indem sie nicht ausschloss, dass dies eine weniger starke Straffung bei der kommenden Sitzung bedeuten könnte. Für den Euro ist dies ungünstig, da der Wille der EZB zur Inflationsbekämpfung von den Devisenhändlern bereits zuvor in Frage gestellt worden war. Neben der Geldpolitik wurde der Euro aber auch durch die Gefahr einer Gasmangelrezession belastet und durch „Safe Haven“-Zuflüsse in den US-Dollar. Auch wenn der Euro im historischen Vergleich einen niedrigen Außenwert gegenüber dem US-Dollar aufweist, ist eine baldige Erholung unwahrscheinlich: Die Unsicherheit um die Gasversorgung in der Eurozone bleibt bestehen (und wird von Putin bewusst geschürt) und in Italien stehen durch die Neuwahlen am 25. September ungewisse politische Zeiten an.**

## Rentenmarkt

Am Rentenmarkt dominierten lange Zeit die Sorgen vor der beschleunigten Inflation und trieben im Zusammenspiel mit einem aggressiven geldpolitischen Kurs die Renditen in die Höhe. Seit Mitte Juni hat sich der Fokus der Rentenhändler aber verschoben. Statt der hohen Inflation macht ihnen nun die Eintrübung der konjunkturellen Perspektive zu schaffen und die Sorge vor einer bevorstehenden Rezession. Für die USA wird befürchtet, dass die Fed durch die hohe Inflation gezwungen sein könnte, eine Rezession herbeizuführen. In Europa könnte – wie bereits erwähnt – eine Gasrationierung eine Rezession auslösen. Marktteilnehmer halten es daher für zunehmend wahrscheinlich, dass die Fed die Zinsen – nach einem starken Straffungskurs in den kommenden Monaten – bereits Anfang 2023 senken könnten. Vor diesem Hintergrund wurden langlaufende Staatsanleihen in den vergangenen Wochen wieder stärker nachgefragt und die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bröckelte von ihrem Hochpunkt Mitte Juni bei 1,93% innerhalb kürzester Zeit auf unter 0,80% ab und liegt aktuell mit 0,93% nur knapp darüber.

*Inflationssorgen werden durch Rezessionängste abgelöst und sorgen für Renditerückgang.*



Für die Staatsanleihen der Länder der europäischen Peripherie fiel der Renditerückgang sogar noch stärker aus als bei Bundesanleihen. Als Konsequenz verringerte sich beispielsweise der Spread für 10-jährige portugiesische Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen von 116 Basispunkten Anfang Juni auf 103 Basispunkte Anfang August und für Spanien sank die Zinsdifferenz von 115 Basispunkte auf 111 Basispunkte. Eine Sonderstellung nahm Italien ein, wo sich der Zinsaufschlag von 202 auf 211 ausweitete. In dem Apeninnen-Staat mündete eine Regierungskrise in den Rücktritt des von den Finanzmärkten hoch geschätzten Ministerpräsidenten Mario Draghi. Bei den nun für Herbst angesetzten Neuwahlen liegt ein Bündnis der Rechtsparteien Brüder Italiens, Lega und Forza Italia Umfragen zufolge vorn, was eine Fortsetzung des Reformkurses Draghis unwahrscheinlich macht.

*Gegen den Trend weiteten sich die italienischen Spreads aufgrund einer Regierungskrise aus.*



Die Zinsaufschläge drücken aber nicht nur die Wirkung länderspezifischer Faktoren aus. Die Intervention der EZB über Anleihekäufe verhinderte gerade bei Italien eine noch stärkere Ausweitung der Spreads. Aus den statistischen Daten der Zentralbank geht hervor, dass sie die seit Juli aktivierte flexible Reinvestitionspolitik im PEPP-Programm großzügig nutzte. Diese PEPP-Reinvestitionen will die EZB als erste Verteidigungslinie gegen die sogenannte „Fragmentierung“ verstanden wissen und zweimonatige Daten zeigen, dass sie im Juni und Juli Gelder aus auslaufenden Anleihen aus europäischen Kernländern wie Deutschland und den Niederlanden für Anleihekäufe in Italien und Spanien nutzte. Nicht wenige Marktbeobachter überrascht der Umfang der Intervention (die PEPP-Bestände deutscher und niederländischer Anleihen wurden so stark reduziert wie noch nie), denn die Marktbewegungen hielten sich in engen Grenzen und waren hauptsächlich bedingt durch die italienische Politik. Offenbar liegt die Schwelle der EZB, durch flexible Reinvestitionen Einfluss auf die Märkte zu nehmen, äußerst niedrig.

*EZB nutzt PEPP-Reinvestitionen, um eine Ausweitung der Spreads zu verhindern.*

**Über ihre Reinvestitionspolitik im Rahmen des PEPP-Programms hat die EZB die Spreadbewegungen gedämpft und wird es auch in den kommenden Monaten zu verhindern wissen, dass sich die Spreads von Peripherieanleihen zu sehr ausweiten. Es dürfte jedoch schwer werden, die Peripheriespreads komplett von Markteinflüssen abzuschirmen. Die vorgezogenen Neuwahlen in Italien Ende September könnten – insbesondere bei einem deutlichen Wahlsieg eines Bündnis der Rechtsparteien Brüder Italiens, Lega und Forza Italia – die Nachfrage nach italienischen Staatsanleihen verringern und die EZB dürfte Diskussionen vermeiden wollen, sie mische sich in den italienischen Wahlkampf ein. Bei langlaufenden Bundesanleihen dürften auch in den kommenden Wochen die Sorgen vor einer wirtschaftlichen Verlangsamung den Einfluss der anhaltend hohen Inflation überlagern und einen stärkeren Renditeanstieg verhindern. Im Falle einer Energiemangelrezession in Deutschland und Europa würden die Anleiherenditen vermutlich sogar zügig sinken, da dann Anleihen als „sichere Häfen“ gefragt wären.**

## Aktienmarkt

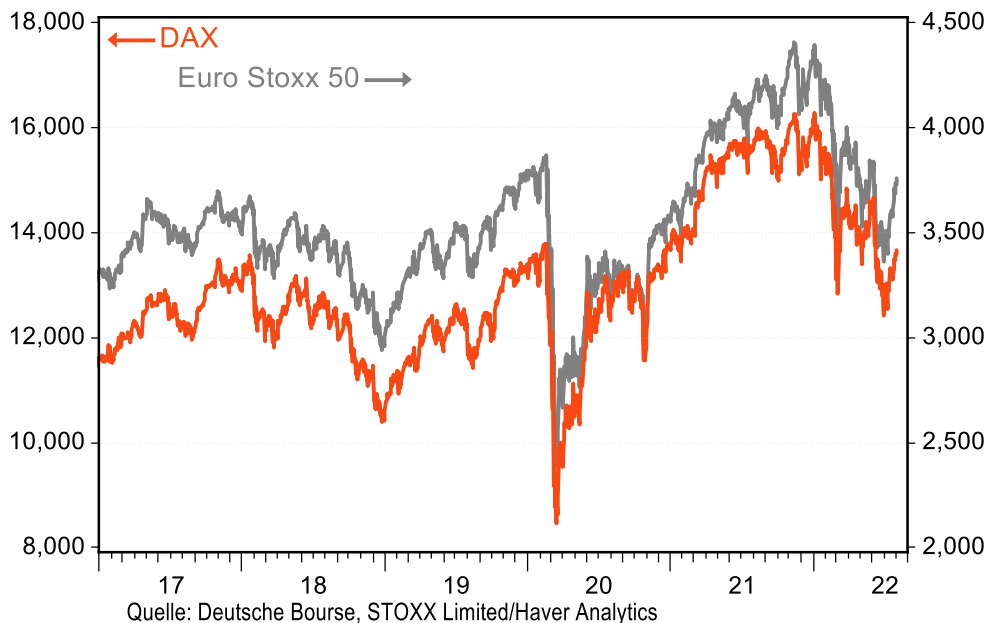
Nach einem verheerenden ersten Halbjahr mit Kursverlusten von 19,5% beim DAX und 17,6% beim Euro STOXX 50 (-10,9% bzw. -8,0% im Juni) haben sich die Aktienmärkte im Juli deutlich erholt, liegen aber noch immer 13,6% bzw. 9,9% unter ihren Niveaus zu Jahresbeginn. Während hohe Inflationswerte der Hoffnung auf eine Zinspause (vor allem der Fed) im Juni einen erheblichen Dämpfer versetzt und die Kurse belastet hatten, schöpfen Anleger im Juli wieder Mut.

*Erfreulicher Auftakt ins zweite Halbjahr, nach einer verheerenden ersten Jahreshälfte.*

Einerseits fiel die Berichtssaison für das zweite Quartal besser aus als viele Anleger erwartet hatten. Die aggregierten Gewinnüberraschungen für europäische Unternehmen lagen 8,5% über den Analystenschätzungen und die Mehrzahl der Unternehmen (circa 60%) präsentierte Quartalsdaten die oberhalb dessen lag, was zuvor erwartet worden war. Im Median konnten die Unternehmen ihre Gewinne im Jahresvergleich um beinahe 8% erhöhen, der aggregierte Wert von beinahe 30% wird durch exorbitante Gewinnsteigerungen von Firmen aus dem Energiesektor stark verzerrt. Ebenfalls beruhigend dürfte für Anleger die Feststellung gewesen sein, dass die Unternehmen ihre Gewinnmargen stabil halten konnte, sodass der Schrecken einer hohen Inflation etwas abgenommen haben könnte.

*Kurserholung dank positiver Berichtssaison und...*

## Aktienindizes



Andererseits gelangten Marktteilnehmer offenbar zu der Einschätzung, die Fed könnte nach den kräftigen Zinserhöhungen der vergangenen Monate bereits Anfang kommenden Jahres dazu übergehen, die Leitzinsen wieder zu senken um der Konjunkturverlangsamung zu begegnen. Diese Einschätzung steht allerdings auf wackeligen Beinen. Zwar gab Fed-Präsident Jerome Powell auf der jüngsten Zinssitzung an, die Fed würde den Zinserhöhungskurs irgendwann verlangsamen. Wann der Zeitpunkt für die Kehrtwende („Pivot“) gekommen sein würde, dazu äußerte er sich nicht. Andere Fed-Mitglieder stellten jedoch vergangene Woche klar, dass die Fed „noch lange nicht fertig“ mit der Bekämpfung der Inflation sei und die Märkte in Bezug auf Zinssenkungen der Fed voreilig seien (Daly), sie erst „sehr überzeugende Belege“ für ein Abklingen der monatlichen Inflationsraten sehen möchte (Mester) und Zinssenkungen im kommenden Jahr „sehr unwahrscheinlich“ seien (Kashkari).

*...Hoffnung auf Fed-Pivot.*

**Nach einem ernüchternden ersten Halbjahr sind die Aktienindizes mit Elan in die zweite Jahreshälfte gestartet. Ob es sich hierbei um eine Bärenmarktrallye oder um einen nachhaltigen Aufwärtstrend handelt, wird sich noch zeigen. Die Grundlage für die Kursgewinne ist allerdings alles andere als robust und die Risiken sind weiterhin erheblich. Die Hoffnung auf eine baldige geldpolitische Kehrtwende der Fed könnte sich bereits morgen mit der Veröffentlichung einer hohen US-Inflationsrate verflüchtigen und vor dem Hintergrund einer konjunkturellen Verlangsamung (bzw. einer möglichen Rezession) dürften Unternehmen Schwierigkeiten haben, ihre aktuell hohen Gewinne und Umsätze zu halten. Bei der Anlageentscheidung sollte daher berücksichtigt werden, dass sich die aktuell niedrigen Bewertungen vieler Unternehmen und Indizes (das Kurs-Gewinn-Verhältnis beim DAX liegt beispielsweise bei 12,9 und beim Euro STOXX 50 bei 13,1) durch einen Gewinnrückgang im Falle einer Rezession erhöhen würden.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	1,9	1,4	-6,5	5,3	2,75	1,8	1,2	0,3	2,6	7,0	8,2	7,6	8,0	7,7	7,0
- Deutschland	1,1	1,1	-4,9	2,9	1,7	1,7	1,4	0,5	3,1	7,2	5,2	5,0	5,9	5,7	5,0
UK	1,3	1,4	-9,7	7,4	3,5	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	2,5	2,4	1,8	1,2	4,7	8,0	3,9	3,7	8,1	5,4	3,8
Japan	0,6	0,0	-4,7	1,7	1,6	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\$) <sup>2</sup>				
	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	1,08
- 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	1,24
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

<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)				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,75	0,24	-0,19	-0,26	-0,18	1,55
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	3,25-3,5	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

<sup>1</sup> 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

	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	09.08.
CRB-Index**	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	281,8
Ölpreis (Brent)*	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	97,8

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.