

Nr. 4: Rezessive Tendenzen bei hoher Kerninflation in der EWU



3. August 2023

Konjunktur und Geldpolitik: Mit einem BIP-Anstieg um 0,3% im Vergleich zum Vorquartal konnte die EWU-Wirtschaft im zweiten Jahresviertel auf den ersten Blick positiv überraschen. Eine Analyse der Details zeigt aber, dass Sondereffekte das Ergebnis begünstigt haben. Sinnbildlich für die gegenwärtige Konjunkturschwäche waren die Daten aus Deutschland, wo die Wirtschaftsleistung entgegen der Hoffnungen auf ein zumindest moderat positives Wachstum nur stagnierte. Die EZB hat auf ihren beiden Sitzungen im Juni und Juli ihre Leitzinsen jeweils um weitere 25 Basispunkte erhöht. Nach der Juli-Sitzung erklärte EZB-Präsidentin Lagarde, dass nun nicht mehr quasi-automatisch auf jeder Sitzung eine Zinsanhebung anstehe, sondern dass die weitere Zinspolitik strikt datenabhängig sei, da das Zinsniveau nun ein restriktives Niveau erreicht habe. Weitere Leitzinsanhebungen stehen daher wohl nur noch an, wenn insbesondere die Inflationsdaten zukünftig höher ausfallen sollten als von der EZB erwartet.

Euro: Hartnäckig hohe Inflationsraten in der EWU und gleichzeitig deutlich fallende US-Preissteigerungsraten sprachen zuletzt dafür, dass eher die EZB als die Fed noch weitere Leitzinsanhebungen vornehmen muss. Davon profitierte der Euro in Relation zum US-Dollar. Auf der anderen Seite gewann der US-Dollar zumindest temporär, als überraschend gute Wachstums- und Arbeitsmarktdaten in den USA publiziert wurden. In den kommenden Wochen dürften Konjunktur- und Inflationsmeldungen den Wechselkurs noch stärker beeinflussen, da beide Zentralbanken nun explizit ihre weitere Zinspolitik an die aktuellen Datenveröffentlichungen geknüpft haben.

Rentenmarkt: An den europäischen Anleihemärkten fielen die Kursbewegungen in den letzten Wochen eher begrenzt aus, die Renditen, insbesondere im längerfristigen Laufzeitenbereich, setzten per Saldo ihre Seitwärtsbewegung fort. Kurzfristig dürfte sich hieran wenig ändern. Mittelfristig könnte der erwartete Inflationsrückgang, zunehmende Rezessionssignale und sich allmählich verstärkende Spekulationen auf absehbare Leitzinssenkungen einen moderaten Zinsrückgang einleiten.

Aktienmarkt: Die europäischen Aktienmärkte setzten zuletzt per Saldo ihre moderaten Kursgewinne fort, was ausreichte, dass der deutsche Leitindex DAX ein neues Rekordhoch erreichte. Bislang robuste Unternehmensgewinne und das (erwartete) Ende der Leitzinsanhebungen stützen die Aktienkurse, Rezessionsrisiken und die Geopolitik stellen aktuell die bedeutendsten Risikofaktoren für die Börsen dar.

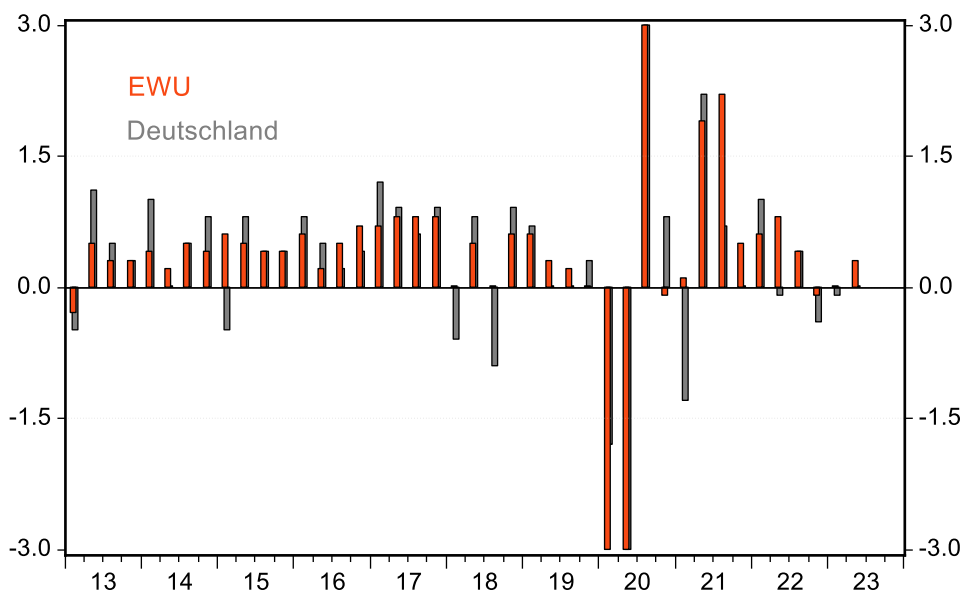
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Mit einem BIP-Anstieg um 0,3% im Quartalsvergleich konnte die EWU-Wirtschaft im zweiten Jahresviertel auf den ersten Blick die Analystenerwartungen in Höhe von 0,2% übertreffen. Zusätzlich erfreulich war, dass der Wert des ersten Quartals von -0,1% auf 0,0% nach oben revidiert werden konnte. Wichtigste Wachstumsstützen aus geographischer Sicht waren im zweiten Quartal Irland (3,3%), Litauen (2,8%) und Frankreich (0,5%). Enttäuschend fiel hingegen die Entwicklung in Deutschland (0,0%) und insbesondere in Italien (-0,3%) aus. Im Vergleich zur Vorjahresperiode ergab sich damit ein Anstieg der Wirtschaftsleistung um 0,6%, ebenfalls etwas höher als die Erwartungen von 0,5%. Im Vorquartal hatte dieser Wert aber noch bei revidiert 1,1% gelegen.

EWU-Wachstum überrascht nur auf den ersten Blick positiv.

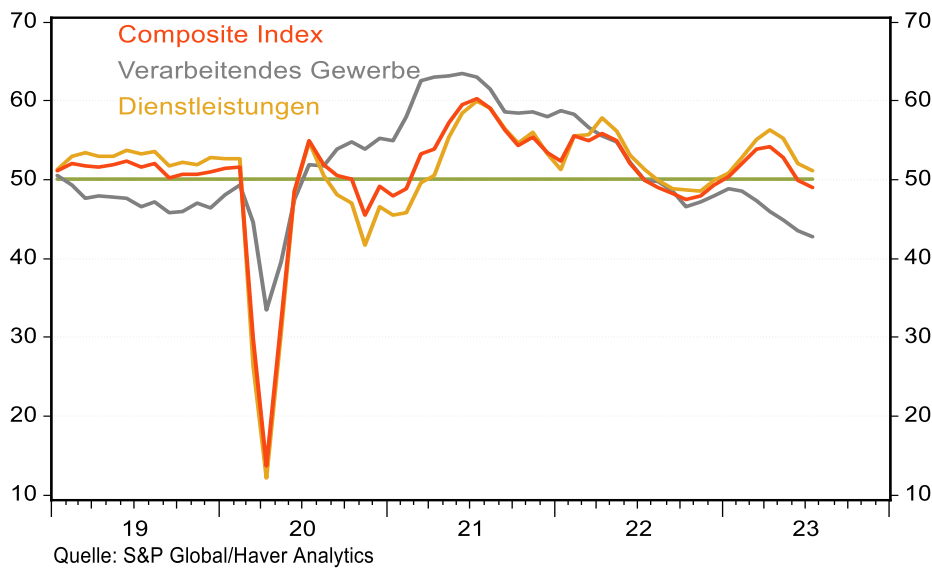
EWU: BIP-Wachstum im Quartalsvergleich (in %)



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

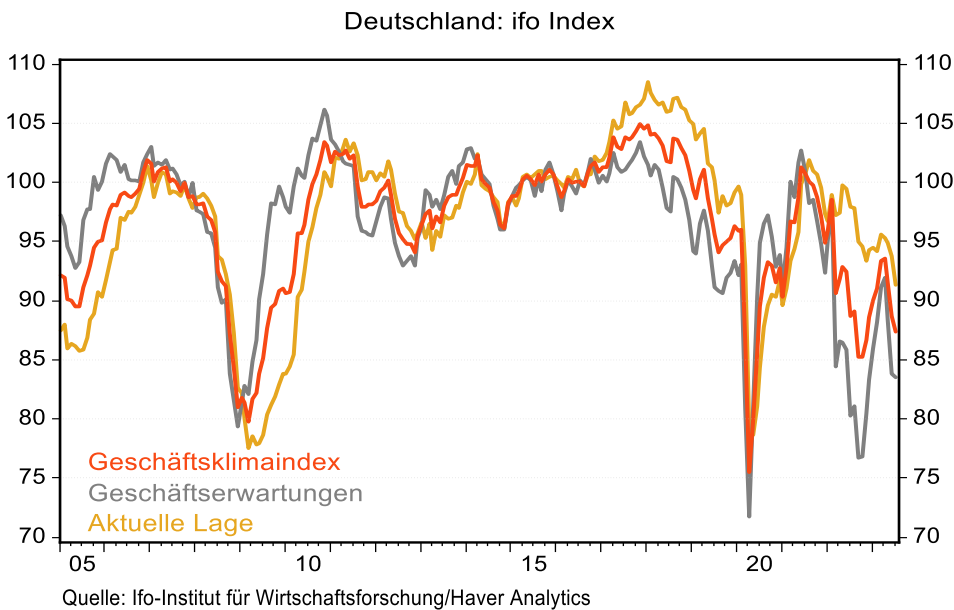
Diese auf den ersten Blick erfreulichen Konjunkturnachrichten werden durch eine genauere Analyse jedoch stark relativiert. Die BIP-Daten aus Irland sind notorisch schwankungsanfällig und das irische Statistikamt merkte an, dass der hohe Zuwachs im zweiten Quartal vor allem auf die (Abrechnungs-)Aktivitäten multinationaler Konzerne mit juristischem Sitz in Irland zurückzuführen war. Der hohe Zuwachs Litauens wiederum war einem massiven Lageraufbau geschuldet und wird zukünftig zu einem gegenteiligen, negativen Wachstumseffekt führen. Im Ergebnis zeigten sich diese beiden, eher kleineren EWU-Staaten für die Hälfte des BIP-Anstiegs im zweiten Quartal verantwortlich. Schließlich beruht das überraschend hohe französische Wachstum auch noch auf dem Sondereffekt der Auslieferung und statistischen Erfassung eines großen Kreuzfahrtschiffes. Auch wenn man natürlich alle diese Faktoren nicht aus der BIP-Erfassung herausrechnen darf (schließlich gibt es die Aktivitäten der Großkonzerne in Irland und das Schiff in Frankreich wurde gebaut), wird doch deutlich, dass das überraschend hohe Wachstum im zweiten Quartal Sonderfaktoren geschuldet war und nicht eine nachhaltige konjunkturelle Belebung darstellt. Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die EWU-Wirtschaft weiterhin nur knapp über der Rezessionsschwelle steht.

EWU: S&P Global Einkaufsmanagerindizes



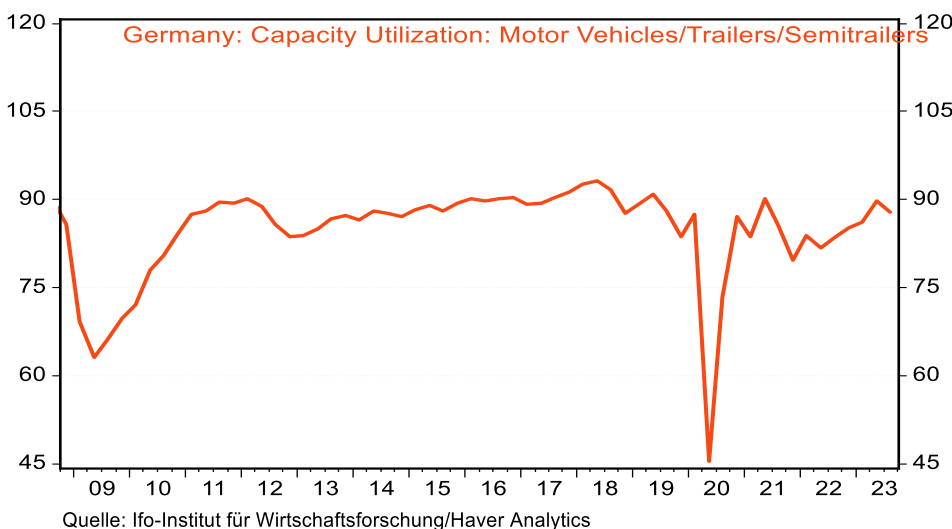
Verschiedene Indikatoren weisen zudem darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit durchaus beachtenswert ist, dass die EWU im zweiten Halbjahr 2023 doch noch in eine Rezession abrutschen könnte. An erster Stelle zu nennen ist hierbei die Entwicklung der Stimmungsindikatoren, insbesondere aus dem Unternehmenssektor. So setzten die PMI-Indizes ihren Abwärtstrend auch im Juli fort. Der entsprechende Indikator aus dem verarbeitenden Gewerbe sank in den letzten beiden Monaten noch einmal deutlich von 44,8 auf aktuell nur noch 42,7 Punkte. Er hat damit seit seinem Zyklushoch zur Jahresmitte 2021 nicht nur über 20 Punkte abgegeben, sondern befindet sich auch eindeutig auf einem Niveau, das in der Vergangenheit auf eine anstehende Rezession hinwies. Ein etwas freundlicheres Bild liefert noch der PMI-Index des Dienstleistungssektors. Dieser liegt im Juli bei 51,1 Punkten und damit zumindest noch über der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Doch auch in diesem Sektor hat sich die Stimmung in den letzten Monaten spürbar eingetrübt, denn im April hatte der Index mit 56,2 Punkten noch deutlich höher gelegen. Setzt sich der bestehende Trend fort, wird der PMI Dienstleistungen in Bälde ebenfalls Rezessionssignale aussenden. Die Botschaft der PMI-Indizes wird auch von anderen Stimmungsindikatoren bestätigt. So setzte auch das im Auftrag der EU-Kommission erhobene Wirtschaftsvertrauen seinen Abwärtstrend fort und fiel seit Januar von 99,6 auf aktuell 94,5 Punkte. Damit wird der langfristige Durchschnittswert von knapp 100 Punkten inzwischen deutlich unterschritten. Auch die Betrachtung der Stimmungsindikatoren auf nationaler Ebene kommt zum selben Ergebnis. Das ifo-Geschäftsklima als wichtigste Umfrage im deutschen Unternehmenssektor sank im Juli auf nur noch 87,3 Punkte und ist nach einer Zwischenerholung in der Periode vom Oktober 2022 bis März 2023 inzwischen wieder in einen Abwärtstrend zurückgekehrt. Das in Frankreich vom Statistikamt INSEE erfasste Unternehmensvertrauen befindet sich mit zuletzt 100 Punkten zwar noch auf einem höheren, dem langfristigen Durchschnitt entsprechenden Niveau. Doch auch dieses befindet sich seit dem Jahresbeginn 2022 in einem anhaltenden Abwärtstrend. Und auch das belgische Geschäftsklima hat nach einer kurzen Zwischenerholung im Frühjahr zuletzt wieder deutlich nachgegeben. Die belgische Wirtschaft, die aufgrund der hohen Bedeutung der Vorleistungsgüter-Industrie als europäischer Frühindikator gilt, sendet damit eher Signale für verhaltene EWU-Konjunkturperspektiven aus.

Stimmungsindikatoren mit Rezessionssignalen.

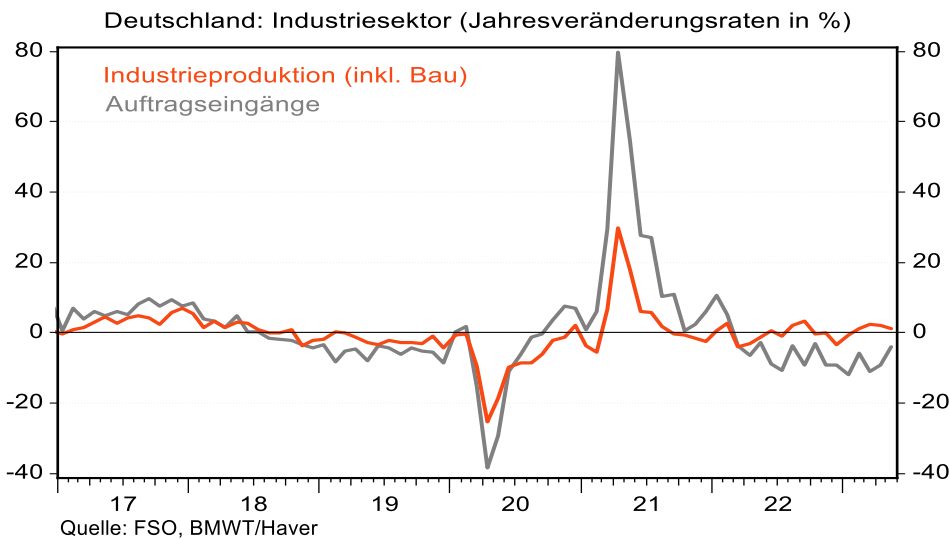


Die gedrückte Stimmung, gerade im verarbeitenden Gewerbe, beruht auf der aktuell schwachen Verfassung des Sektors und fehlenden Anzeichen einer anstehenden Besserung. So unterschreitet die Industrieproduktion in der EWU weiterhin das Vorjahresniveau, im Mai als letzts verfügbaren Wert um 2,2%. In Deutschland als größtem Industriestandort der EWU wurde das Vorjahresniveau zumindest noch um 0,7% übertroffen, aber der Trend ist abwärts gerichtet. Die Vergleichswerte lagen nämlich im März noch bei 2,3% und im April bei 1,7%. Dabei kamen zuletzt aus einer Krisenbranche, dem Automobilsektor, zumindest wieder etwas bessere Nachrichten. Eine Stabilisierung der Lieferketten und ein hoher Auftragsbestand erlaubten zuletzt eine Ausweitung der Produktion. Im Ergebnis hat sich seit dem Zwischentief im Sommer 2021 ein Erholungstrend ausgebildet. Nach einem, auch ferienbedingten Tiefstand bei nur 133.000 Einheiten im August 2021 stieg die Produktionsmenge in den letzten Monaten laut Angaben des Automobilverbands wieder in den Bereich von knapp 400.000 Einheiten. Die Kapazitätsauslastung war in der Folge wieder auf rund 90% gestiegen und damit auf ein Niveau, das bereits Mitte der 2010er-Jahre vorlag.

Industriesektor weiter verhalten.



Grund für Euphorie besteht aber dennoch nicht. So liegt der Auftragseingang der deutschen Industrie in Summe immer noch deutlich unter Vorjahresniveau. Im Mai wurden 4,3% weniger neue Aufträge gezählt als im Vorjahresmonat. Dabei ist dies schon eine deutliche Verbesserung im Vergleich zu den Vormonaten. Im ersten Quartal waren im Schnitt sogar fast 10% weniger Aufträge eingegangen als im Vorjahr. Ob der zuletzt zu beobachtende Aufwärtstrend in den nächsten Monaten anhalten wird, kann bezweifelt werden. Eine enttäuschende Wirtschaftsentwicklung in China und eine in den USA als Folge der restriktiveren Fed-Politik immer noch mögliche Rezession lassen eher eine schwächelnde Auslandsnachfrage erwarten. Und auch die Binnennachfrage dürfte sich angesichts gestiegener Zinsen, einer die Kaufkraft belastenden hohen Inflation und rezessiver Tendenzen nicht lebhaft entwickeln. Im Ergebnis dürfte der Industriesektor auch in den kommenden Monaten trotz erster Anzeichen einer Stabilisierung keine nennenswerten Wachstumsbeiträge für die EWU-Wirtschaft liefern.



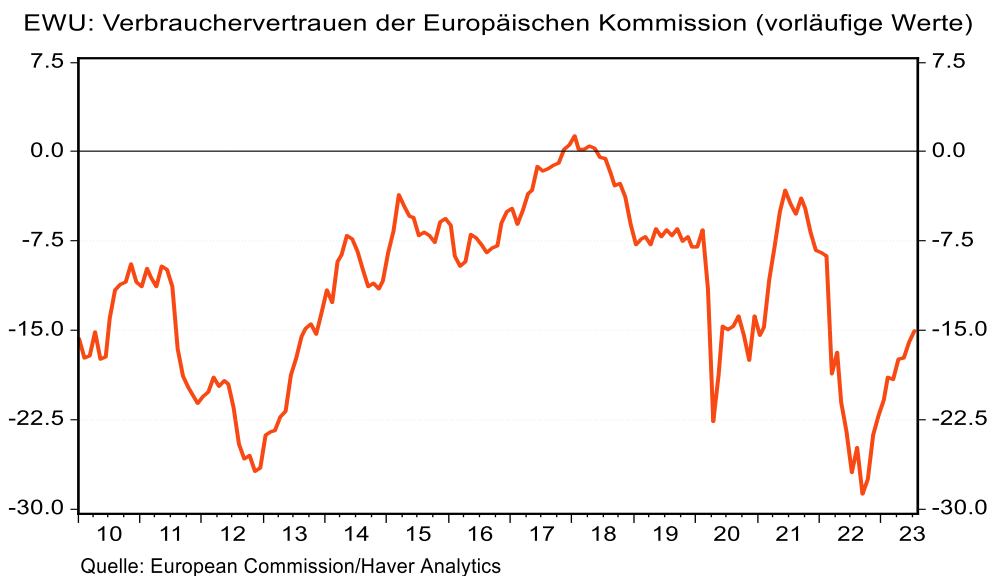
Bedeutendster Lichtblick im europäischen Wirtschaftsbild bleibt der Arbeitsmarkt. Im Juni lag die Arbeitslosenquote in der EWU nur noch bei 6,4% – einem Rekordtief. Damit ergibt sich seit dem Rekordhoch im März 2013 im Nachgang der Eurokrise nahezu eine Halbierung. Weiterhin sind die Quoten in Spanien (11,7%) und in Griechenland (11,1%) am höchsten, in Polen und Tschechien mit 2,7% am niedrigsten. In Deutschland liegt sie gemäß der Zählweise von Eurostat mit 3% nur unwesentlich höher. Gemäß nationaler Definition ergab sich für Deutschland für Juli ein Wert von 5,6%. Seit dem Tiefstwert von 5,0% im Frühjahr 2022 ergibt sich somit zwar nominell ein Anstieg, der aber zum Großteil der statistischen Ersterfassung von Geflüchteten, insbesondere aus der Ukraine, geschuldet ist und folglich nicht als eine Eintrübung der Arbeitsmarktlage in Deutschland interpretiert werden sollte.

EWU-Arbeitslosigkeit auf Rekordtief.

Die sehr freundliche Verfassung des europäischen Arbeitsmarkts stellt einen wichtigen Hoffnungsfaktor für die weitere Konjunkturentwicklung dar. Denn die geringe Arbeitslosigkeit und der hohe Beschäftigungsgrad stärken die Einkommenserzielung der Privathaushalte und erhöhen über positive psychologische Effekte auch ihre Kauflaune. Sollte sich in den kommenden Monaten wie erhofft die Inflationsentwicklung beruhigen, bestünde die Aussicht auf auch wieder reale, also preisbereinigte Einkommenszuwächse der Verbraucher. Damit wären die Rahmenbedingungen für eine Belebung der Konsumnachfrage wieder deutlich günstiger als noch in den letzten Quartalen und die Privathaushalte könnten sich zur wichtigsten

Aussichten für die Konsumnachfrage hellen sich auf.

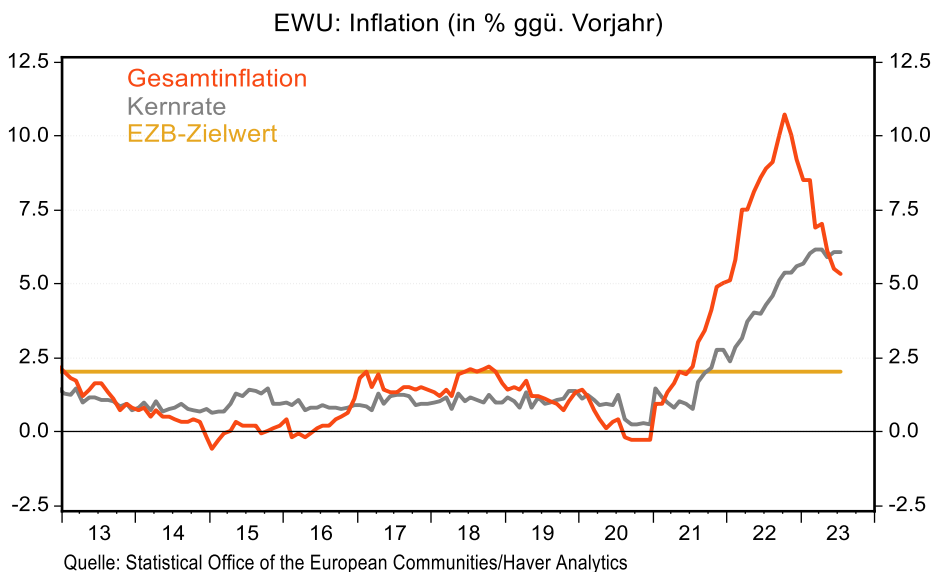
Konjunkturstütze entwickeln. Noch sind die genannten Voraussetzungen nicht zur Gänze gegeben, aber die Richtung stimmt. Hierauf deuten auch durch Umfragen erhobene Stimmungsindikatoren hin. So weist das von der EU-Kommission veröffentlichte Verbrauchervertrauen seit dem Tiefpunkt im Herbst des Vorjahres einen beeindruckenden Aufwärtstrend aus. Nach dem Rekordtief im September bei -28,7 Punkten ist es nahezu kontinuierlich auf zuletzt -15,1 Punkte im Juli gestiegen. Damit liegt es zwar immer noch etwas unter dem langfristigen Durchschnittswert von -11,4 Punkten und drückt noch einen gewissen Restpessimismus aus, aller Voraussicht nach wird es aber in Bälde in den überdurchschnittlichen Punktebereich und damit in die Optimismuszone ansteigen.



Trotz eines auf den ersten Blick überraschend hohen Wachstums im zweiten Quartal steht die EWU-Wirtschaft weiter auf der Schwelle zur Rezession. Die verhaltene Entwicklung des Industriesektors, eine sich abzeichnende Konjunkturschwäche in wichtigen Absatzmärkten wie den USA und China, der Arbeitskräftemangel, Wettbewerbsnachteile in wichtigen Zukunftsbranchen, eine restriktivere EZB-Politik bei einer gleichzeitig immer noch hohen Inflation sind zu viele Belastungsfaktoren für ein dynamisches Wirtschaftswachstum. Mittelfristig besteht jedoch die Aussicht, dass nachlassende Preissteigerungsraten und eine anhaltend sehr freundliche Arbeitsmarktlage sich positiv auf die Realeinkommen der Privathaushalte auswirken werden, sodass eine Belebung der Konsumnachfrage neue Wachstumsimpulse liefern können wird.

Die Inflation in der EWU setzte auch im Juli gemäß vorläufigen Berechnungen ihren Abwärtstrend, den sie seit dem Erreichen eines Rekordhochs bei 10,7% im Oktober 2022 begonnen hatte, fort. Jedoch trat jüngst eine deutliche Verlangsamung ein. So sank sie von 5,5% im Juni auf 5,3% im Juli, also nur um 20 Basispunkte. In den beiden Vormonaten hatten die Rückgänge noch 60 und 90 Basispunkte betragen. Weiterhin stellen niedrigere Energiepreise im Vergleich zum Vorjahr die wichtigste Ursache für die rückläufigen Preissteigerungsraten dar. Dies verdeutlicht auch der Blick auf die Kerninflation, die ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet wird. Sie verharrte im Juli bei 5,5% und lag damit nur geringfügig unter ihrem im März erreichten Rekordhoch von 5,7%.

Inflation geht auf hohem Niveau weiter zurück.



Die große Mehrheit der Volkswirte erwartet, dass die Preissteigerungsraten in der EWU weiter fallen werden. Zwar werden die inflationsdämpfenden Basiseffekte bei den Energiepreisen in den kommenden Monaten nachlassen. So lag z.B. der Ölpreis im September 2022 zeitweise auf dem aktuellen Niveau, sodass die Jahresveränderungsrate des Ölpreises schon in gut zwei Monaten nicht mehr negativ ausfallen könnte. Stattdessen dürfte sich die Lage bei dem aktuell größten Preistreiber, den Nahrungsmittelpreisen, zunehmend beruhigen. Ab September kommt noch ein günstiger technischer Effekt hinzu. In Deutschland lief im August 2022 das 9 Euro-Ticket aus, sodass ab September 2023 das nun dauerhaft eingeführte 49 Euro teure Deutschland-Ticket mit im Vorjahresmonaten noch geltenden, „normalen“ Preisen im ÖPNV verglichen wird. Dadurch wird sich ein günstiger Basiseffekt ergeben. Auch bei den in den Preisindizes hoch gewichteten Mieten dürfte als Reaktion auf die zinsinduzierte Schwäche am Immobilienmarkt eine Beruhigung eintreten, auch wenn anekdotisch berichtet wird, dass potenzielle Immobilienkäufer aufgrund der ungünstigen Finanzierungskosten als zusätzliche Nachfrager am Mietmarkt auftreten würden. Zentraler Faktor für den weiteren Inflationsausblick, insbesondere für die bislang so hartnäckig hohe Kerninflation, bleibt aber die Lohnentwicklung. Trotz rezessiver Tendenzen der EWU-Wirtschaft blieb die Arbeitsnachfrage bislang sehr hoch. Freistellungen gibt es nur sehr vereinzelt, sodass die EWU-Arbeitslosenrate weiter auf einem Rekordtief von 6,4% liegt. Diese Arbeitsmarktlage spricht für ein weiter überdurchschnittliches Lohnwachstum, auch weil die Arbeitnehmerschaft inflationsbedingte Reallohnverluste der jüngeren Vergangenheit wieder aufholen will. Im ersten Quartal stiegen die Löhne und Gehälter in der EWU um 4,6%, mit deutlich niedrigeren Raten dürfte aus den genannten Gründen vorerst nicht zu rechnen sein. Selbst unter Einbeziehung eines (eher optimistisch geschätzten) Produktivitätswachstums von 1% ergibt sich damit ein lohnbedingter, fundamentaler Preisdruck von rund 3,5%. Ein Niveau der Kerninflation, das aus Sicht der EZB mit Sicherheit nicht dauerhaft mit ihrem Inflationsziel von 2% kompatibel wäre. Eine Abschwächung des Arbeitsmarkts scheint somit eine Grundvoraussetzung für einen nachhaltigen Rückgang der Inflation zu sein.

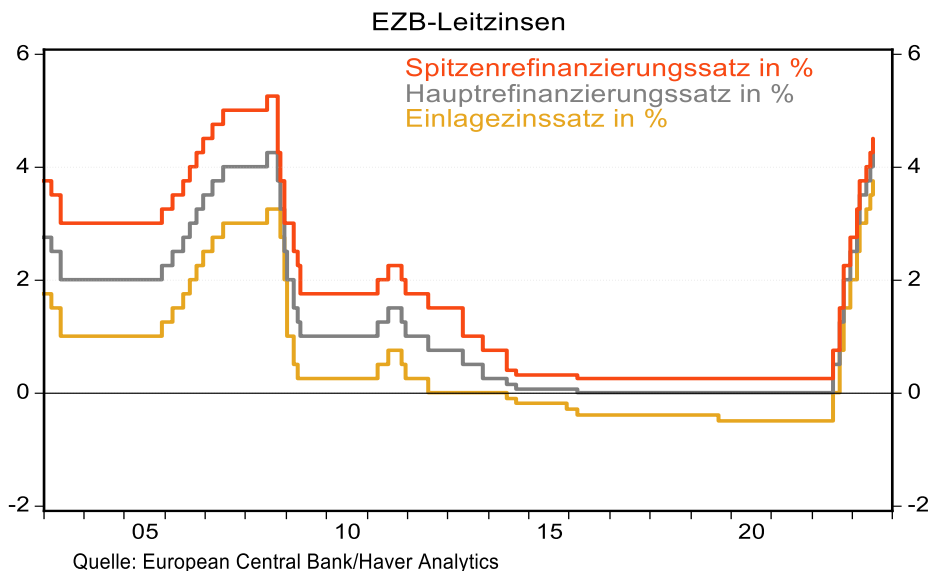
Die Europäische Zentralbank (EZB) setzte auf ihren beiden Sitzungen im Berichtszeitraum (Juni und Juli) ihre Zinserhöhungsstrategie zur Bekämpfung der zu hohen Inflation fort und erhöhte ihre drei Leitzinssätze jeweils um 25 Basispunkte. Ende

Weitere Beruhigung der Inflation zwar erwartet,...

...aber Lohndruck bremst Rückgang der Kerninflation.

EZB erhöhte die Leitzinsen im Juni und Juli weiter.

Juli stand damit der Einlagezinssatz bei 3,75% und der Hauptrefinanzierungssatz bei 4,25%. Begründet wurde der Juli-Schritt mit der Beobachtung, dass die Inflation zwar falle, aber gemessen am EZB-Ziel von 2% noch zu lange zu hoch bleiben würde, sodass die Geldpolitik noch verschärft werden müsse, um eine geordnete und zeitnahe Zielerreichung gewährleisten zu können.



In der anschließenden Pressekonferenz war EZB-Präsidentin Lagarde im Unterschied zur vorherigen Presserunde im Juni bemüht, keine Vorfestlegung zum Zinsentscheid bei der nächsten Sitzung im September zu geben. Stattdessen verwies sie darauf, dass die weitere EZB-Politik datenabhängig sei, also von den aktuell vorliegenden Konjunktur- und insbesondere Inflationsdaten abhängen. Sehr deutlich wurde dies, als sie auf die Frage einer Journalistin ausdrücklich darauf hinwies, dass sie dieses Mal explizit *nicht* sage, dass die EZB „noch ein Stück Arbeit vor sich habe“. Mit dieser Floskel hatte sie zuvor immer weiter anstehende Leitzinsanhebungen signalisiert. Zudem verwies sie auf die Änderung im EZB-Kommuniqué, wonach die Leitzinsen nicht mehr auf ein ausreichend restriktives *gebracht*, sondern nur noch dort *gehalten* werden müssten. Die EZB sieht also im Juli im Unterschied zum Juni mit dem letzten Zinsschritt nun ein für die 2%-Zielerreichung ausreichend restriktives Niveau als erreicht an. Dies spricht dafür, dass die europäische Notenbank nun bereit ist, falls die weiteren Daten gemäß ihrer Erwartungen ausfallen, die Wirkung der vollzogenen Zinsanhebungen auf Wirtschaft und Inflation passiv abzuwarten. Damit scheint die Phase „quasi-automatischer“ Leitzinserhöhungen der EZB vorüber zu sein und ein sich nahendes Ende des Erhöhungszyklus abzuzeichnen. In Bezug auf die nächste EZB-Sitzung im September interpretieren die Finanzmärkte die Lagarde-Aussagen dahingehend, dass die EZB entweder die Zinsen ein weiteres Mal um 25 Basispunkte anheben wird, falls die Inflation nicht weiter fällt, oder nach neun Anhebungen in Folge erstmals wieder auf einen Zinsschritt verzichten könnte. Letzterem Fall wird derzeit eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit zugebilligt.

EZB schaltet den Autopilot ab.

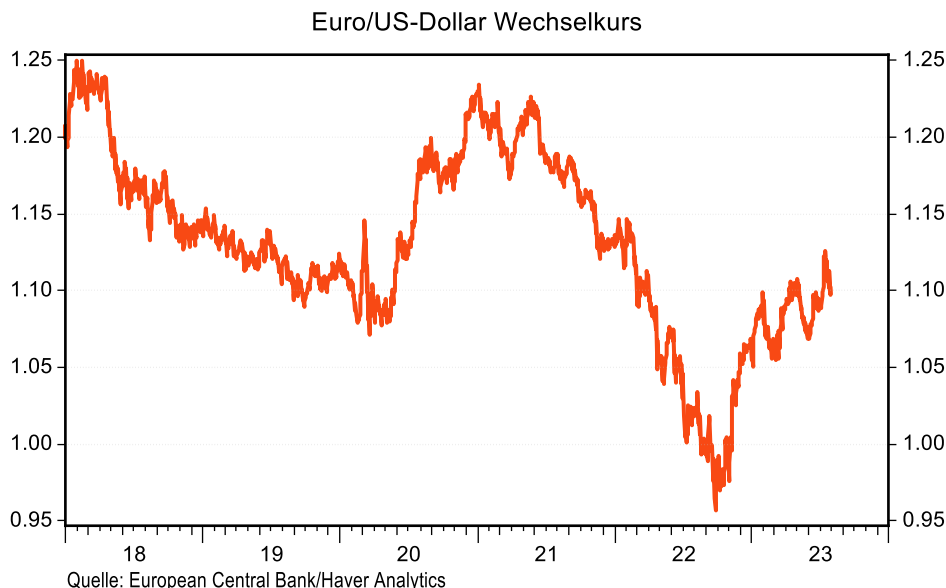
Die Inflation in der EWU setzte zuletzt ihre rückläufige Tendenz zwar fort, aber zum einen fiel der Rückgang im Juli nur noch gering aus und zum anderen blieb das Niveau mit über 5% weiterhin besorgniserregend hoch. Grundsätzlich ist ein weiterer Rückgang der Preissteigerungsraten zu erwarten. Jedoch lassen die begünstigenden Basiseffekte bei den Energiepreisen im

zweiten Halbjahr nach und die Lohnsteigerungsraten sprechen für eine anhaltend ausgeprägte Hartnäckigkeit der Kerninflationsrate. Ob der Inflationsrückgang im Ergebnis ausreichend deutlich sein wird, damit die EZB bei ihrer nun explizit datenabhängigen Zinspolitik tatsächlich auf weitere Leitzinsanhebungen verzichten können wird, wird sich damit erst noch erweisen müssen.

Euro

Der Euro, der Ende Mai noch auf Werte im Bereich von 1,07 US-Dollar abgewertet hatte, ging in den folgenden Wochen in eine nennenswerte Gegenbewegung über und wertete bis Mitte Juli auf knapp über 1,12 US-Dollar auf. Eine wichtige Ursache für die Euro-Stärke waren deutlich fallende Inflationsraten in den USA (mit 3% liegt diese signifikant unterhalb der Rate von 5,3% in der EWU), wodurch sich Spekulationen auf ein Ende der Leitzinserhöhungen in den USA deutlich verstärkten, worunter der US-Dollar spürbar litt. Fehlende Euro-Anschlusskäufe nach dem Überschreiten der Marke von 1,12 US-Dollar sowie überraschend gute US-Konjunkturdaten (z.B. US-Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal, Auftragsengänge, usw.), die ein Ende der US-Leitzinsanhebungen zumindest wieder etwas in Frage stellten, lösten dann eine erste Gegenbewegung zu Gunsten des Greenbacks aus. Diese verstärkten sich noch, als die EZB ihrerseits nach der Juli-Sitzung Signale aussandte, dass weitere Leitzinsanhebungen in der EWU nun nicht mehr quasi-automatisch erfolgen würden, sondern dass sich die Zinspolitik im Falle eines erwarteten günstigeren Inflationsverlaufs ab sofort passiv verhalten könnte. Als Reaktion auf diese EZB-Kommunikation gab der Euro phasenweise wieder unter die Schwelle von 1,10 US-Dollar nach.

Geldpolitik und Konjunkturdaten prägen Wechselkursgeschehen.



In den kommenden Monaten könnte der Euro/US-Dollar-Wechselkurs heftigeren Schwankungen ausgesetzt sein. Ursache ist, dass inzwischen beide relevante Notenbanken, die EZB und die Fed, explizit darauf hingewiesen haben, dass die weitere Zinspolitik strikt datenabhängig sei. Daher wird der Devisenmarkt in den kommenden Wochen sehr nervös auf jede Veröffentlichung von bedeutenden Konjunkturdaten (insb. Inflation, Wachstum und Arbeitsmarkt) aus beiden Regionen

Kurschwankungen könnten demnächst zunehmen.

schauen und versuchen, die geldpolitischen Implikationen abzuleiten. Denn es ist unverändert davon auszugehen, dass die (erwartete) geldpolitische Divergenz zwischen beiden Währungsblöcken die Kursrichtung im Euro/US-Dollar-Verhältnis bestimmen wird. Daher dürfte der Euro verstärkt auf überraschend gute US-Daten mit Kursschwäche reagieren und entsprechend mit einer kräftigen Aufwertung bei enttäuschenden US-Daten (äquivalente Effekte sind natürlich bei EWU-Konjunkturdaten zu erwarten).

Dabei zeichnet sich derzeit ab, dass Inflationsdaten eher für den Euro sprechen. Denn die Preissteigerungsraten fallen in der EWU deutlich höher aus als in den USA (aktuell 5,3% vs. 3,0%) und insbesondere die Kerninflation erweist sich bislang in der EWU als sehr hartnäckig. Der Markt könnte daher allmählich zu der Überzeugung kommen, dass die EZB eher als die Fed zu weiteren Leitzinsanhebungen gezwungen sein könnte. Auf der anderen Seite könnte die Veröffentlichung von Wachstumsdaten eher dem US-Dollar nützen. Denn die US-Konjunktur erweist sich bislang als erstaunlich resistent gegenüber der strafferen Fed-Politik. Zwar fällt das Wachstum nicht dynamisch aus, aber es ist anhaltend positiv. Die von einer großen Zahl von Volkswirten erwartete Rezession zeichnet sich bisher nicht einmal ansatzweise ab. Anders ist das Erscheinungsbild der EWU-Wirtschaft, die seit dem Herbst 2022 an der Rezessionsschwelle steht. Im Ergebnis könnte der Konjunkturverlauf die Fed doch noch zu weiteren Zinserhöhungen bewegen, während die EZB zur Vermeidung eines Wachstumseinbruchs doch von weiteren Leitzinsschritten absehen könnte. Unter Abwägung aller Argumente erachten wir kurzfristig eine moderate Euro-Stärke für das wahrscheinlichste Szenario. Denn vorerst dürften die Inflationsgefahren in der EWU aus Sicht der Geldpolitik und des Devisenmarkts die Konjunkturrisiken überwiegen, sodass eher eine weitere Anhebung der Euro- als der US-Zinsen wahrscheinlich erscheint. Die Hürde für einen weiteren Zinsschritt der Fed dürfte hingegen sehr hoch liegen. Dieser latente Zinsvorteil dürfte vorerst den Euro unterstützen. Mittelfristig, im Jahresverlauf 2024, wäre dann u.E. aber ein grundlegender Trendwechsel beim Euro/US-Dollar-Wechselkurs nicht überraschend. Denn im Verlauf des nächsten Jahres dürfte die EWU-Inflation zumindest so weit fallen, dass eine weitere EZB-Zinsanhebung vom Tisch sein wird. In diesem Umfeld dürfte dann der strukturelle Wachstumsvorsprung der USA wieder die Oberhand gewinnen und den US-Dollar stärken.

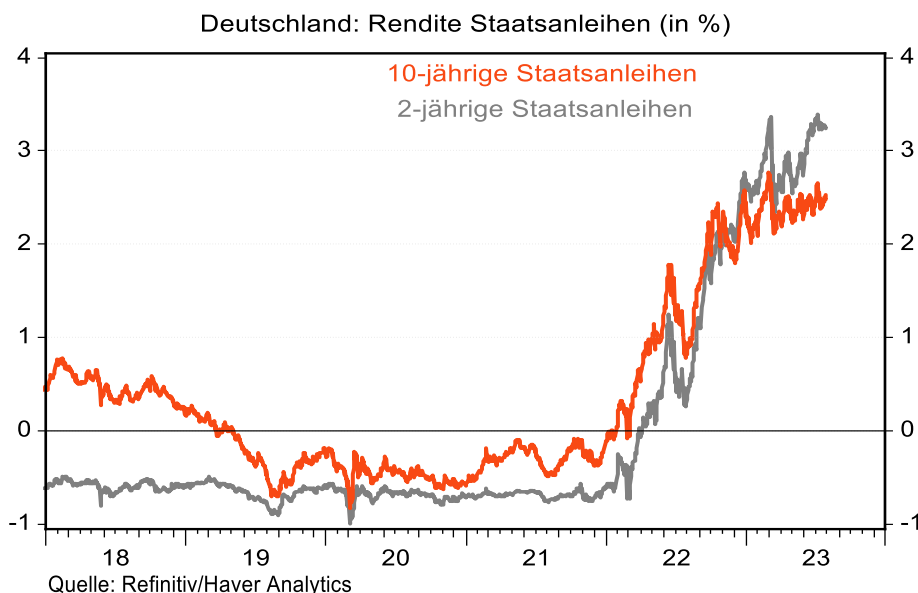
Kurzfristig eher Euro-Stärke, mittelfristig eher schwächerer Euro erwartet.

Am Devisenmarkt bestimmt weiter die erwartete geldpolitische Divergenz zwischen der EZB und der Fed die Wechselkursrelation des Euro zum US-Dollar. Überraschend starke US-Konjunkturdaten und der Übergang der EZB zu einer zukünftig datenabhängigen Zinspolitik schwächten dabei den Euro. Hartnäckig hohe Inflationsraten in der EWU und unerwartet deutlich fallende US-Preissteigerungsraten ließen den Euro hingegen aufwerten. In den nächsten Monaten dürfte der Devisenmarkt noch heftiger auf aktuelle Konjunktur- und Inflationsdaten reagieren, da sich dadurch der geldpolitische Ausblick für beide relevante Zentralbanken jederzeit ändern kann. U.E. spricht dies kurzfristig eher noch für eine gewisse Euro-Stärke, bevor im Jahresverlauf 2024 eher der US-Dollar profitieren dürfte.

Rentenmarkt

Die europäischen Anleihemärkte entwickelten sich im Berichtszeitraum ohne große Überraschungen in weiterhin ruhigen Bahnen. So stieg z.B. im kurzfristigen Laufzeitenbereich die Verzinsung zweijähriger Bundesanleihen vor dem Hintergrund der Leitzinsanhebung der EZB von 2,72% Ende Mai auf 3,07% Ende Juli. Im langfristigen Laufzeitenbereich setzte sich die Seitwärtsbewegung innerhalb des seit Monaten etablierten Renditebands im Ergebnis fort. Konkret bewegte sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zuletzt zumeist in einer sehr engen Range zwischen 2,30% und 2,55%. Nur Anfang Juli sorgte die Nachricht eines überraschend hohen Stellenzuwachses am US-Arbeitsmarkt kurzzeitig für einen Sprung der Rendite in den Bereich von knapp unter 2,7%, bevor ein deutlich geringerer Stellenaufbau im offiziellen US-Arbeitsmarktbericht und eine kräftig fallende US-Inflation rasch wieder zu einer Gegenbewegung und einer Rückkehr der Verzinsung in gewohnte Bahnen führten.

Anhaltend ruhige Entwicklung an den Anleihemärkten.



In den nächsten Wochen erscheint eine weitere Seitwärtsbewegung der Renditen von Bundesanleihen das wahrscheinlichste Szenario. Dabei dürfte nun auch die Verzinsung kurz laufender Anleihen, die bislang noch einen moderaten Aufwärtstrend ausgewiesen hatte, in eine Seitwärtsbewegung übergehen. Hierfür verantwortlich zeichnet die Zinspolitik der EZB. Nachdem diese zukünftig nicht mehr auf jeder geldpolitischen Sitzung eine Anhebung der Leitzinsen vornehmen wird und eventuell bereits den letzten Schritt vollzogen haben könnte, fehlt zukünftig das wichtigste Argument für steigende Kurzfristzinsen. Bei den Langfristzinsen ist angesichts der derzeit fest etablierten Konjunktur- und Inflationserwartungen kein Ausbruch aus dem etablierten Seitwärtsband zu erwarten. Allerdings könnte demnächst die Volatilität innerhalb dieses Renditebandes zunehmen. Denn die nun bestehende Datenabhängigkeit der EZB bedeutet, dass auch die Anleihemärkte jede wichtige Veröffentlichung von Konjunktur- und Inflationsdaten sehr aufmerksam verfolgen werden. Abweichungen der Daten, die die erwartete Inflations- und Konjunkturentwicklung in Frage stellen könnten, dürften folglich zu verstärkten Ausschlägen bei den Anleihekursen führen. Nur wenn in der EWU Preisdaten gemeldet würden, die aus Sicht des Marktes weitere Leitzinsanhebungen der EZB

Vorerst weiter ruhige Entwicklung erwartet.

wahrscheinlich machen würden, droht wohl ein Ausbruch aus dem etablierten Renditeband nach oben. Mittelfristig sprechen jedoch die zu erwartende Inflationsberuhigung, rezessive Tendenzen in der EWU-Wirtschaft und die spätestens Ende 2024 zunehmenden Spekulationen auf anstehende Leitzinssenkungen der EZB eher für ein Verlassen des Renditebandes nach unten.

Die Rentenmärkte weisen in der Summe weiterhin eine recht ruhige Entwicklung auf. Nachdem der Leitzinserhöhungszyklus der EZB vorerst pausiert oder gar bereits beendet ist, dürfte nun auch der Aufwärtstrend der kurzfristigen Zinssätze in eine Seitwärtsbewegung übergehen und sich den Langfristzinsen anschließen. Auch wenn somit bei den Renditen vorerst per Saldo keine gravierenden Niveauverschiebungen zu erwarten sind, könnte die kurzfristige Volatilität aufgrund der nun expliziten Datenabhängigkeit der Geldpolitik zunehmen. Mittelfristig sprechen die erwartete Inflationsberuhigung, eine schwache Konjunktorentwicklung und die Perspektive auf wieder fallende Leitzinsen für ein Verlassen der Renditebandbreite nach unten.

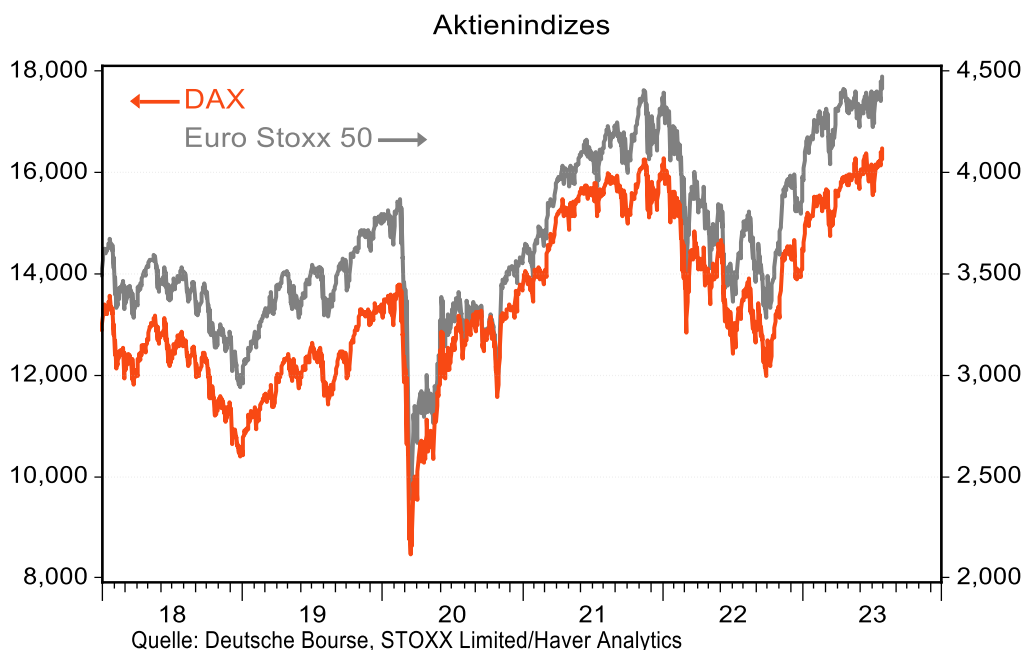
Aktienmarkt

Die europäischen Aktienmärkte wiesen in den beiden Monatsberichten Juni und Juli grundsätzlich eine ruhige Entwicklung innerhalb der bereits seit dem Frühjahr bestehenden Bandbreite aus. Diese lag z.B. beim Euro STOXX 50 im Bereich zwischen 4.200 und 4.400 Punkten oder beim DAX in einer Kursrange von 15.500 bis rund 16.300 Punkten. Für einen etwas größeren Ausschlag innerhalb dieser Kursbänder sorgte Anfang Juli lediglich eine überraschend hohe Zahl neugeschaffener Stellen am US-Arbeitsmarkt, wodurch Ängste vor weiter steigenden Leitzinsen aufkamen, was wiederum am Aktienmarkt für Verkaufsdruck sorgte. Als nur einen Tag später der offizielle US-Arbeitsmarktbericht einen deutlich geringeren Stellenzuwachs auswies und auch die US-Inflation niedriger ausfiel, verfliegen die Zinsängste wieder sehr rasch und die Aktienkurse erholten sich vollständig.

Ende Juli / Anfang August konnten die führenden europäischen Aktienindizes dann endlich die Bandbreite nach oben durchbrechen, sodass z.B. der DAX ein neues Allzeithoch bei über 16.500 Punkten markierte. Zwei Auslöser scheinen diese Bewegung initiiert zu haben: Zum einen die beiden Notenbank-Sitzungen der US-Notenbank und der EZB in der letzten Juliwoche. Beide Zentralbanken erhöhten ihre Leitzinsen um weitere 25 Basispunkte und erreichten damit langjährige Spitzenniveaus. Positiv wurde von den Aktienmärkten jedoch aufgenommen, dass beide Institutionen auf ihren Pressekonferenzen verdeutlichten, dass weitere Zinsanhebungen ab jetzt kein Automatismus mehr seien, sondern einzig von den aktuellen Konjunktur- und Inflationsdaten abhängen wären. Die Aktienmärkte interpretierten dies – eventuell etwas zu großzügig und zu voreilig – als Ende der Leitzinserhöhungszyklen und honorierten diese Aussichten mit steigenden Aktienkursen. Zum anderen verlief die aktuelle Berichtssaison der Unternehmen zum Geschäftsverlauf im zweiten Kalenderquartal erneut besser als befürchtet. Auch dies sorgte für neue positive Kursimpulse.

Wenig Bewegung bei den führenden Börsenindizes.

DAX dennoch mit neuem Rekordstand.



Diese Börseneuphorie und neue Rekordstände sorgen bei einigen Teilnehmern angesichts gravierender Belastungsfaktoren wie dem anhaltendem Ukraine-Krieg, einer insbesondere in der EWU hartnäckig hohen Inflation, deutlich angehobenen Leitzinsen oder rezessiven Tendenzen der europäischen Wirtschaft für Verwunderung. In der Börsenhistorie hatte durchaus bereits das Auftreten eines Einzelnen dieser Faktoren für ausgeprägte Schwächephasen an den Aktienmärkten ausgereicht. Verschiedene Erklärungen lassen sich dieses Mal für die Robustheit der Aktienmärkte finden. So wird an den Börsen in die Zukunft geschaut und versucht, zukünftige ökonomische Entwicklungen vorwegzunehmen. In diesem Sinne scheinen die Marktteilnehmer aktuell bereit zu sein, durch die derzeit hohe Inflation und das erhöhte Leitzinsniveau hindurchzuschauen. Für diese Argumentation spricht, dass an den Future-Märkten für 2024 bereits wieder Leitzinssenkungen der Fed und der EZB eingepreist sind, die Finanzmärkte also von einer zeitnahen Leitzinsschwäche ausgehen. Gemäß dieser Zukunftshypothese könnte man auch die Aktienmarktschwäche in den ersten neun Monaten 2022 als Vorwegnahme der bis ins laufende Jahr hinein erfolgenden geldpolitischen Straffung interpretieren. Dieser Logik folgend antizipieren die Aktienmärkte aktuell somit nur ein zeitnah wieder günstigeres monetäres Umfeld.

Auch die schwache konjunkturelle Entwicklung der EWU-Wirtschaft scheint die Aktienmärkte nicht zu schrecken. Das Argument der Vorwegnahme zukünftiger Entwicklungen greift hier nicht, denn die Wachstumsaussichten sind ebenfalls eher verhalten. Stattdessen konzentrieren sich die Aktieninvestoren auf die Entwicklung der Unternehmensgewinne statt auf die Gesamtkonjunktur. Und hier ergibt sich ein freundlicheres Bild. Denn einem Großteil der Unternehmen ist es gelungen, trotz schwachem BIP-Wachstum, hoher Inflation, steigenden Löhnen, Arbeitskräftemangel und gestiegenen Zinsen ihre Gewinne weiter zu erhöhen oder zumindest die reduzierten Gewinnschätzungen der Analysten zu übertreffen. Im Ergebnis ist z.B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des DAX als wichtigster Bewertungsmaßstab für Aktienmärkte trotz des Rekordstandes des Index gegenwärtig im historischen Vergleich auf unterdurchschnittlichem Niveau. Anders ausgedrückt:

Erklärungsansätze für Rekordstände an den Aktienmärkten.

Europäische Aktien trotz Index-Rekorde günstig bewertet.

Trotz der widrigen Rahmenbedingungen sind europäischen Aktien im langfristigen Vergleich derzeit günstig und damit attraktiv.

Das angespannte geopolitische Umfeld und der anhaltende Ukraine-Krieg belasten die Aktienkurse derzeit auf den ersten Blick auch nicht spürbar. Man könnte jedoch das derzeit unterdurchschnittliche KGV europäischer Aktien als „Risikoabschlag“ interpretieren. Zumindest befindet sich z.B. das KGV der Börsenbarometer in den USA, die weniger durch den Ukraine-Krieg beeinträchtigt ist, eher etwas oberhalb der langjährigen Durchschnittswerte. Allerdings lässt sich dieser Bewertungsunterschied im kontinentalen Vergleich wohl besser mit der deutlich höheren Gewichtung „teurer“ Technologieaktien in den US-Indizes als in den europäischen Pendanten begründen. Eine weitere mögliche Erklärung für die politische Robustheit der Aktienmärkte ist eine Ähnliche wie im vorigen Absatz. Solange die Gewinne der Unternehmen und die zukünftigen Gewinnerwartungen nicht leiden, besteht aus Börsensicht kein nachhaltiger Grund für Kursabschläge. Tatsächlich ist es so, dass Aktienwerte aus Branchen, die direkt und für längere Zeit unter den Auswirkungen des Ukraine-Kriegs leiden (z.B. aus dem Chemiesektor), Kursrückgänge zu verzeichnen haben. Diese werden aber aus Indexsicht bislang von anderen Branchen, z.B. vom hochgewichteten Bankensektor, der von erhöhten Zinsen profitiert, kompensiert.

Stabile Unternehmensgewinne sorgen für Robustheit der Aktienmärkte.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Stimmung an den europäischen Aktienmärkten derzeit trotz auf den ersten Blick eher ungünstigen Rahmenbedingungen sehr gut ist, sodass sich die führenden Indizes nahe oder sogar auf neuen Rekordniveaus bewegen. Beste Erklärung für diese eventuell etwas erstaunliche Entwicklung ist die Beobachtung, dass die Aktienmärkte bereits eine wieder freundlichere Zukunft mit erwartet niedrigerer Inflation, sinkenden Leitzinsen, sich aufhellenden Konjunkturperspektiven und einem sich stabilisierenden politischen Umfeld eskomptieren, also vorwegnehmen. Ob sich dieser Optimismus in dieser Form tatsächlich einstellen wird, wird sich in den kommenden Monaten erweisen. Zumindest bei den Inflations- und insbesondere den Leitzins-erwartungen erscheinen gewisse Zweifel berechtigt zu sein. Die Kerninflationsrate in der EWU zeigt sich bislang auf (zu) hohem Niveau deutlich hartnäckiger als erhofft. Dies könnte die EZB doch noch zu weiteren Leitzinsanhebungen zwingen. Zumindest die an den Finanzmärkten eingepreisten Erwartungen erster Leitzinssenkungen bereits Mitte nächsten Jahres erscheinen sehr aggressiv. Auch die bislang aus Analystensicht erfreulich stabile Gewinnentwicklung der Unternehmen könnte noch enttäuschen, wenn das Wirtschaftswachstum als Folge der restriktiven EZB-Politik doch noch stärker unter Druck geraten würde, als es die Finanzmärkte aktuell erwarten. Schließlich ist die Geopolitik jederzeit für weitere negative Nachrichten gut.

Im Ergebnis besteht aus Sicht der Aktienmärkte in der näheren Zukunft durchaus Enttäuschungspotenzial. Solange sich dieses jedoch nicht materialisiert, ist mit anhaltenden, moderaten Kursgewinnen an den europäischen Aktienmärkten zu rechnen. Wird aber nur eine der optimistischen Markterwartungen verfehlt, droht eine spürbare Kurskorrektur.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	1,6	-6,3	5,4	3,5	0,8	1,2	0,3	2,6	8,4	6,0	7,6	8,0	7,7	6,7	6,4
- DE	1,1	-4,1	2,6	1,9	0,0	1,4	0,5	3,1	6,9	6,0	5,0	5,9	5,7	5,3	5,7
UK	1,6	-10,1	7,6	4,1	0,3	1,8	0,9	2,6	9,0	7,5	3,8	4,5	4,6	3,7	4,0
USA	2,3	-2,8	6,0	2,1	0,9	1,8	1,2	4,7	8,0	4,5	3,7	8,1	5,4	3,6	4,3
Japan	-0,4	-4,3	2,2	1,0	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,5	1,7	2,4	2,8	2,8	2,6	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	2,3	1,6	2,3	-0,7	0,6	-0,6	-7,1	-5,4	-3,8	-3,7	1,12	1,22	1,14	1,07	1,13
- DE	7,6	7,1	7,7	4,2	4,7	1,5	-4,3	-3,7	-2,6	-3,7	-	-	-	-	-
UK	-2,7	-3,2	-1,5	-5,6	-5,6	-2,2	-13,0	-8,3	-6,3	-5,8	1,30	1,37	1,35	1,21	1,28
USA	-2,1	-2,9	-3,6	-3,6	-3,6	-5,7	-14,0	-11,6	-5,5	-6,3	-	-	-	-	-
Japan	3,4	2,9	3,9	2,1	2,1	-3,0	-9,1	-6,2	-7,8	-6,4	110	103	115	131	140

¹ Jahresdurchschnitt

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

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

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2019	2020	2021	2022	2023e	2019	2020	2021	2022	2023e
EWU	0,0	0,0	0,0	2,5	4,25	-0,19	-0,26	-0,18	3,2	2,15
UK	0,75	0,1	0,25	3,5	5,75	0,82	0,20	0,97	3,67	4,0
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	0,9

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

	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	31.07.
CRB-Index**	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	282,2
Ölpreis (Brent)*	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	85,6

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.