

Nr. 6: Eurozone steuert auf Rezession zu



13. Dezember 2022

Konjunktur und Geldpolitik: Mit BIP-Wachstumsraten von 0,3% bzw. 0,4% (gegenüber dem Vorquartal) haben sich sowohl die europäische als auch die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal überraschend robust gezeigt. Im Winterhalbjahr dürften beide Wirtschaftsräume aber in eine Rezession abrutschen, da die hohe Inflation die Kaufkraft der Privathaushalte schmälert und die bekannten angebotsseitigen Belastungsfaktoren (z.B. Lieferkettenprobleme) fortbestehen. Die EZB hat vor dem Hintergrund der hohen Inflation die Leitzinsen Ende Oktober (erneut) um 75 Basispunkte angehoben und dürfte den Zinszyklus am Donnerstag mit einem etwas verlangsamten Tempo (+50 Basispunkte) fortsetzen.

Euro: Der monatelang gemiedenen Gemeinschaftswährung gelang im Berichtszeitraum ein beeindruckendes Comeback sowohl in der handelsgewichteten Betrachtungsweise (+3,5%), vor allem aber gegenüber dem US-Dollar (+8%). Während der US-Dollar durch Spekulationen auf eine geldpolitische Wende in den USA sowie eine abnehmende Risikoaversion unter Druck geriet, profitierte der Euro von den überraschend robusten Wirtschaftsdaten in der Eurozone. Weiteres (begrenzt) Potential ergibt sich für den Euro vor allem angesichts der vielversprechenden charttechnischen Situation, der Saisonalität sowie der Aussicht auf ein Quantitative Tightening durch die EZB.

Rentenmarkt: Am Rentenmarkt sind die Renditen kurzlaufender Bundesanleihen erstmals seit Jahren über das Renditeniveau von Bundesanleihen mit langer Restlaufzeit geklettert, sodass die Zinsstrukturkurve einen inversen Charakter einnimmt. Da die Konjunkturschwäche gegen einen stärkeren Renditeanstieg am langen Ende spricht und weitere Leitzinserhöhungen am kurzen Ende Auftrieb verschaffen dürften, könnte die Inversität der Kurse vorerst bestehen bleiben oder sich sogar noch weiter intensivieren.

Aktienmarkt: Die europäischen Aktienmärkte haben im Oktober und November eine beeindruckende Kursrallye hingelegt. Angetrieben durch Spekulationen auf eine baldige Zinswende in den USA sowie durch die Entspannung auf dem europäischen Energiemarkt haben der Euro STOXX 50 und der DAX um etwa 18% zugelegt. Die Kursverluste seit Jahresbeginn belaufen sich dadurch nur noch auf rund -6% für den Euro STOXX 50 und -10% für den DAX.

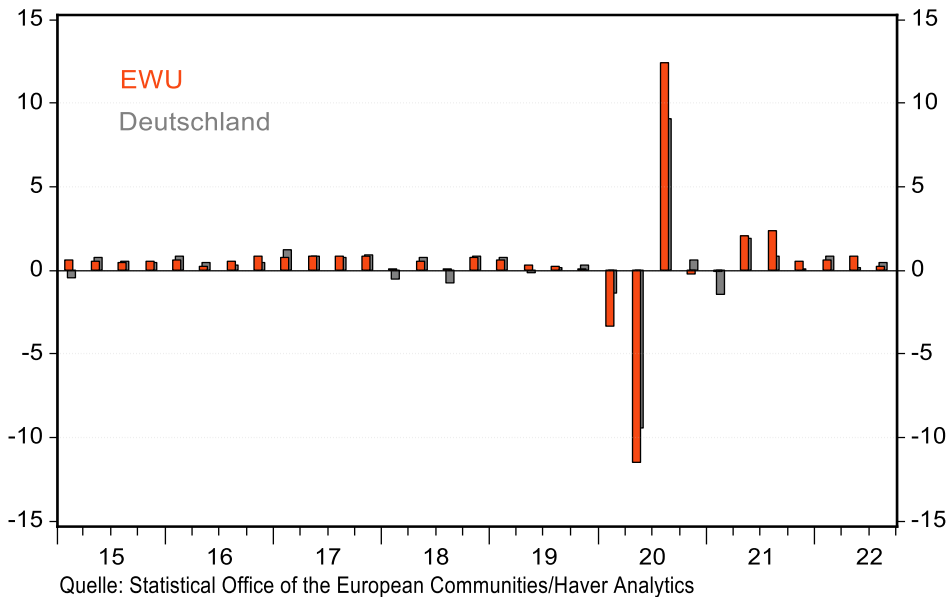
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die europäische und die deutsche Wirtschaft haben sich im dritten Quartal in einem schwierigen Umfeld behauptet. Zahlreiche Belastungsfaktoren wie der Ukraine-Krieg, die rekordhohe Inflation, die noch nicht gänzlich überwundene Corona-Pandemie sowie Lieferengpässe bremsen zwar die wirtschaftliche Dynamik, konnten aber nicht verhindern, dass die Wirtschaftsaktivitäten sowohl in der Eurozone als auch in Deutschland im Sommerquartal zunahmen. So stieg das Bruttoinlandsprodukt (BIP) für die Eurozone um 0,3% und für Deutschland um 0,4% gegenüber dem Vorquartal an. Das BIP für die Eurozone lag damit 2,3% höher als im Vorjahr, für Deutschland erhöhte sich das BIP um 1,2%. Vor allem für Deutschland hatten Konjunkturforscher mit einer deutlich geringeren Jahresrate von 0,7% gerechnet. Die Analystenschätzungen für die Quartalsrate in der Eurozone hatten bei 0,1% gelegen. Gegenüber dem Vorquartal hatten Analysten sogar mit einem schrumpfenden BIP für Deutschland gerechnet. Dabei unterschätzten die Ökonomen vor allem die Widerstandsfähigkeit des Konsums der Privathaushalte (+1,0% gegenüber dem Vorquartal für Deutschland bei erwartet +0,3). Trotz starker Preissteigerungen und hoher Unsicherheiten in Bezug auf die zukünftige Energieversorgung haben die Konsumenten die Aufhebung beinahe aller Corona-Restriktionen offenbar genutzt, um beispielsweise mehr zu reisen und auszugehen.

Positives BIP-Wachstum im 3. Quartal vor allem dank privater Konsumausgaben.

EWU: BIP-Wachstum im Quartalsvergleich (in %)

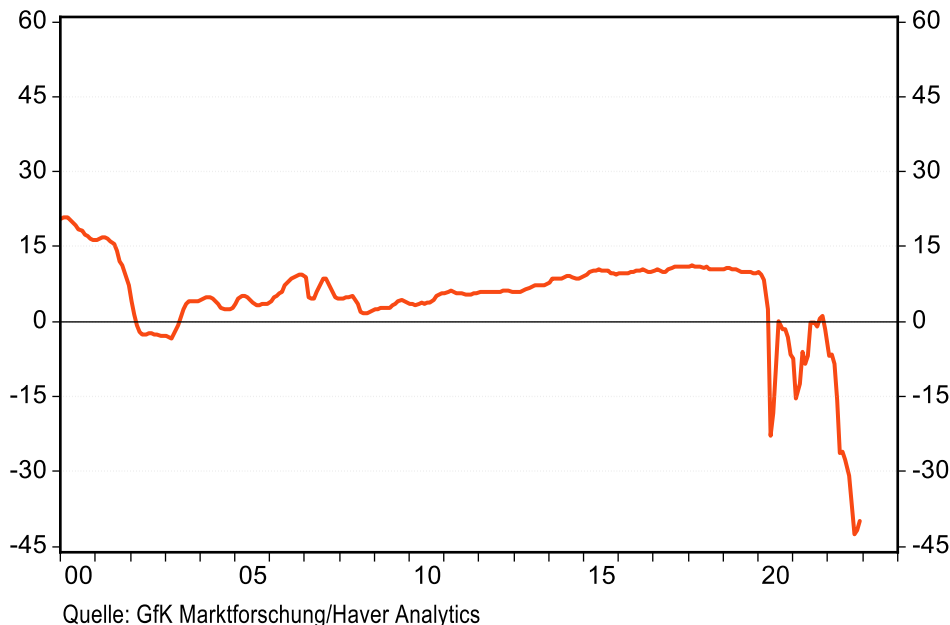


Diese pandemiebedingten Nachholeffekte sind allerdings nicht nachhaltig und für das Winterhalbjahr nicht zu erwarten. Stattdessen müssen sich Haushalte trotz staatlicher Unterstützungsmaßnahmen (in Deutschland beispielsweise die Energiepreisbremse für Gas, Fernwärme und Strom) auf steigende Energie- sowie Lebenshaltungskosten einstellen, da höhere Preise für Energieprodukte entlang den Wertschöpfungsketten auf andere Güter weitergewälzt werden (beispielsweise Lebensmittel). Die Verbraucherstimmung ist vor diesem Hintergrund eingebrochen und sowohl das von der Europäischen Kommission ermittelte Verbrauchertrauen für die Eurozone als auch der GfK-Konsumklimaindex für Deutschland

Das Winterhalbjahr dürfte durch Konsumzurückhaltung angesichts hoher Inflation geprägt sein.

(siehe unten) befinden sich auf einem historisch sehr niedrigen Niveau und deuten auf eine gedämpfte Ausgabenbereitschaft der Haushalte hin.

Deutschland: GfK-Konsumklimaindex



In den Unternehmen dominiert ebenfalls der Pessimismus, wie die Einkaufsmanagerindizes von S&P Global oder auch der ifo-Geschäftsklimaindex (für Deutschland) belegen. Dabei sind vor allem die vorausschauenden Komponenten der Indizes abgesackt. Die Zukunftserwartungen der deutschen Unternehmen befinden sich trotz einer leichten Erholungsbewegung im November auf einem ähnlich niedrigen Niveau wie 2009 zur Zeit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Wie die Privathaushalte leiden auch die Unternehmen unter den hohen Energiekosten. Nicht wenige Unternehmen, insbesondere der energieintensiven Branchen, haben bereits ihre Produktion heruntergefahren, da diese unrentabel geworden ist. Neben den individuellen Geschäftserwartungen dürfte vor allem die „Großwetterlage“ bestehend aus rekordhoher Inflation, Ukraine-Krieg, Corona-Lockdowns in China zu hoher Verunsicherung beigetragen haben. Zusammen mit den verschärften Finanzierungsbedingungen durch die gestiegenen Zinsen dürften Unternehmen Investitionen nur noch sehr zurückhaltend tätigen.

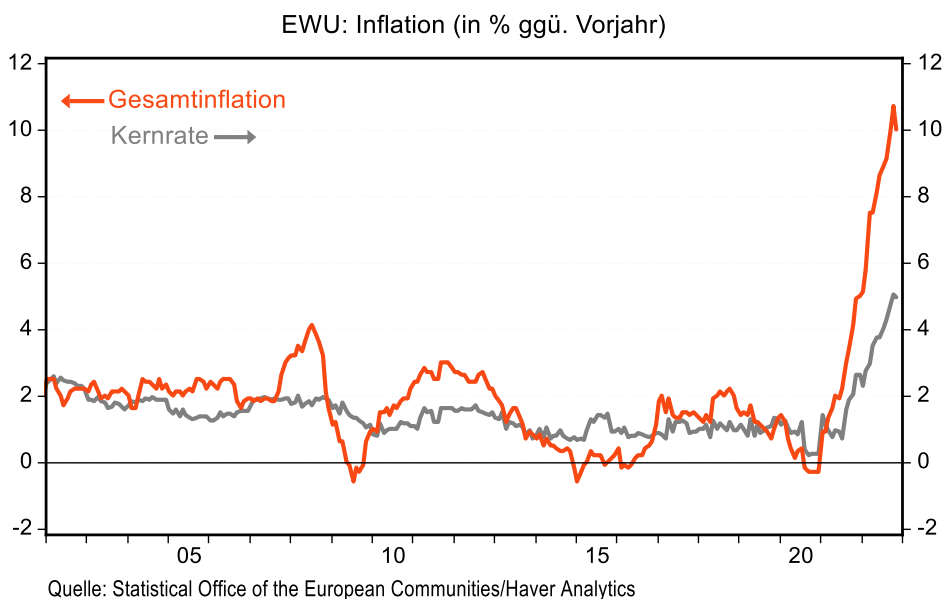
In den Unternehmen dominiert der Pessimismus.

Erheblich eingetrübt haben sich auch die globalen Wachstumsaussichten. Die OECD rechnet für 2023 nur noch mit einem Wachstum von 2,2% nach voraussichtlich 3,2% in diesem Jahr und 6,0% im durch Corona-Nachholeffekte geprägten Jahr 2021. Die Nachfrage nach Exportgütern dürfte im kommenden Jahr also ebenfalls gedämpft ausfallen. Positive Wachstumsbeiträge sind dagegen durch die Staatsausgaben zu erwarten, die in Deutschland beispielsweise durch Entlastungsprogramme der Haushalte sowie das neue Sondervermögen für die Bundeswehr Auftrieb geben könnten.

Der Außenhandel dürfte als Wachstumsmotor ausfallen.

Zusammenfassend rechnen wir mit einem schrumpfenden BIP im Winterhalbjahr sowohl für die Eurozone als auch Deutschland. Erst zur Jahresmitte 2023 dürften die Wachstumsraten dann wieder positiv ausfallen, was aber vermutlich nicht reichen wird, um die Jahreswachstumsrate über die Null-Prozent-Marke zu hieven. Die erwartete Rezession dürfte aber deutlich

weniger gravierend ausfallen als in den Krisen-Jahren 2009 oder 2020 als das BIP um 3,8% (5,7% für Deutschland) bzw. 6,1% (3,7% für Deutschland) zurückgegangen war. Auch wenn sich die Stimmungsindikatoren auf einem ähnlich niedrigen Niveau befinden wie in den vorangegangenen Krisenjahren, sprechen mehrere Faktoren für das Szenario einer leichten Rezession. So dürfte die Arbeitslosigkeit nur in begrenztem Umfang ansteigen, da Unternehmen angesichts des Fachkräftemangels versuchen dürften, ihr Personal zu halten. Außerdem dürften steigende Nominallöhne und fallende Inflationsraten den Kaufkraftverlust der Haushalte im kommenden Jahr etwas dämpfen.



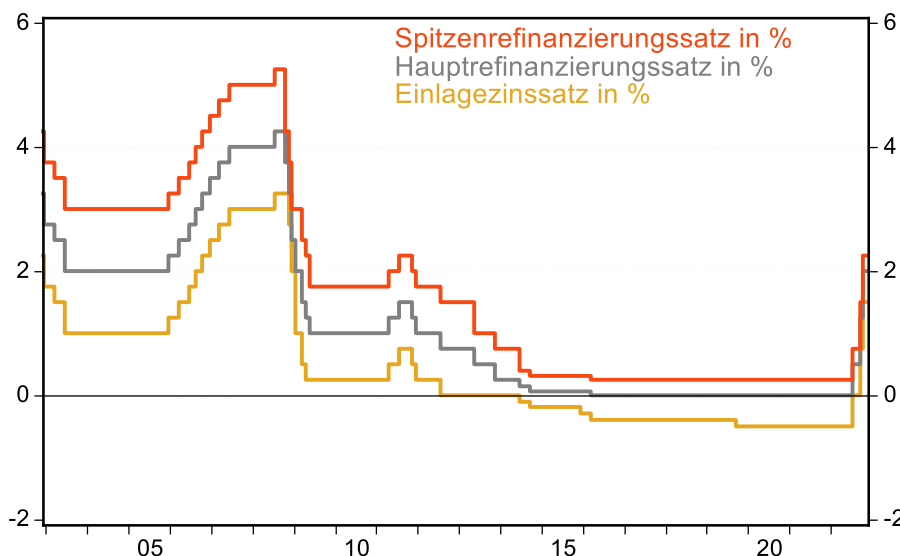
Bislang müssen Haushalte aber massive Kaufkraftverluste durch die hohe Inflation verkraften. Im Oktober lagen die Verbraucherpreise 10,6% über dem Vorjahresniveau und im November lag der Wert nach einem leichten Rückgang noch immer bei 10,0%. Ökonomen sind sich unschlüssig, ob die Inflation ihren Höhepunkt damit überschritten hat. Der Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank (EZB) Philip Lane beispielsweise gab jüngst an, es sei „wahrscheinlich zu früh für ein Urteil“ darüber, ob die Teuerung ihren Zenit erreicht hat. Ob dies bereits der Höhepunkt ist, oder ob er 2023 erreicht werde, sei noch ungewiss. Der unterliegende Preisdruck blieb jedenfalls hoch. Die Kerninflationsrate, die ohne die volatilen Lebensmittel- und Energiepreise berechnet wird, verharrte bei 5,0% und vorerst ist nicht mit einer Entspannung zu rechnen. Denn zahlreiche Unternehmen haben ihre gestiegenen Produktionskosten noch nicht vollständig an ihre Kunden weitergereicht, planen dies laut einer ifo-Umfrage aber noch zu tun. Außerdem sind die Tariflöhne zuletzt angestiegen und dürften weiter anziehen, was den Druck auf die Kerninflationsrate erhöht. Bei der Gesamtinflationsrate machen die extremen Schwankungen bei den Energiepreisen die Prognose schwierig. Sofern die Energiepreise nicht weiter ansteigen, werden Basiseffekte dafür sorgen, dass die Inflation im Verlauf des kommenden Jahres spürbar sinken wird. Dazu kommen die in mehreren europäischen Ländern beschlossenen Preisbremsen für Erdgas und Strom, die für Entlastungen der Privathaushalte sorgen sollen.

Inflation geht auf hohem Niveau nur leicht zurück.

Als Maßnahme gegen die hohe Inflation hat die EZB auf ihrer jüngsten Sitzung Ende Oktober alle drei Leitzinssätze um jeweils 75 Basispunkte nach oben geschleust, den Einlagezinssatz auf 1,5%, den Hauptrefinanzierungssatz auf 2,0% und die sogenannte Spitzenfazilität auf 2,25%. Nach diesem dritten großen Leitzinsschritt geht der für die Zinsentscheidungen verantwortliche EZB-Rat davon aus, dass die Zinsen weiter erhöht werden, da angestrebt wird, dass die Inflation zeitnah zu ihrem mittelfristigen Zielwert bei 2% zurückkehrt. In welchem Umfang die Leitzinsen bei der am 15. Dezember anstehenden Ratssitzung angehoben werden sollen, wird laut den offiziellen EZB-Statements von der Datenlage abhängen. Die Finanzmärkte rechnen – insbesondere nach der leichten Abschwächung der EWU-Inflationsrate – mit einem etwas geringeren Zinsschritt um 50 Basispunkte. Laut den jüngsten Statements wäre dies auch der präferierte Zinsschritt für mehrere Notenbanker, unter anderem für den französischen Notenbankpräsidenten Francois Villeroy de Galhau, den irischen Notenbankchef Gabriel Makhlouf und seinen Landsmann Lane, die darauf hinweisen, dass die Leitzinsen bereits um 200 Basispunkte angehoben wurden und man nun die Wirkung dieser Maßnahme abwarten solle. Zudem gab EZB-Präsidentin Christine Lagarde bereits bei der letzten Sitzung an, der Rat müsse sich auf der Sitzung am 15. Dezember mit den steigenden Rezessionsrisiken beschäftigen, was ebenfalls für einen etwas reduzierten Zinsschritt spricht. Zum Abbau der aufgeblähten EZB-Bilanz gab es Ende Oktober keine Neuigkeiten, darüber soll am 15. Dezember beraten werden. Dagegen hat sich der EZB-Rat Ende Oktober darauf geeinigt, die Mindestreserven, die bislang zum Hauptrefinanzierungssatz (bislang 1,25%, jetzt 2,0%) verzinst wurden, ab dem 21. Dezember nur noch zum grundsätzlich niedrigeren Einlagensatz (jetzt 1,5%) zu verzinsen. Außerdem änderte die EZB rückwirkend die Regeln für die sogenannten dritten zielgerichteten Langfristender (TLTRO III), mit denen die Notenbank den Geschäftsbanken zinsvergünstigte Kredite zur Verfügung stellt. Ab dem 23. November wird dafür der durchschnittliche Hauptrefinanzierungssatz berechnet. Damit will die EZB die Geschäftsbanken zu einer vorteiligen Rückzahlung der TLTRO-Kredite bewegen und zumindest eine erste Reduzierung ihrer Bilanzsumme bewirken.

EZB setzt Zinserhöhungszyklus fort.

EZB-Leitzinsen



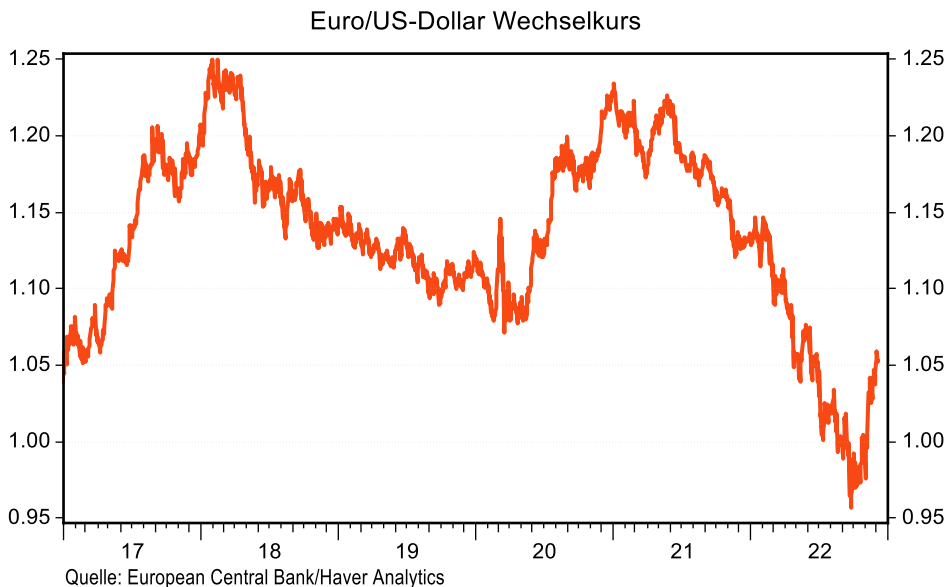
Quelle: European Central Bank/Haver Analytics

Vor dem Hintergrund einer rekordhohen Inflationsrate hat die EZB Ende Oktober die Leitzinsen um 75 Basispunkt angehoben und signalisiert ihren Zinserhöhungskurs fortzusetzen. Allerdings könnte sich bereits auf der am Donnerstag anstehenden Ratssitzung eine Mehrheit für ein verlangsamtes Zinserhöhungstempo aussprechen. Die Befürworter einer Erhöhung um 50 Basispunkte möchten die Wirkung der höheren Leitzinsen zunächst abwarten und verweisen zudem auf die sich eintrübende konjunkturelle Lage. Ein entschlossenes Vorgehen gegen die überschießende Inflation sieht allerdings anders aus. Die US-Notenbank beispielsweise hat ihre Leitzinsen im laufenden Zinszyklus bereits um 375 Basispunkte angehoben, obwohl die Inflation in den USA niedriger ist als hierzulande. Mit einer zu zögerlichen Reaktion riskiert die EZB, dass sich die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure erhöhen, was das Ziel der EZB, die Inflationsrate wieder auf 2% zu senken, erschweren und den wirtschaftlichen Schaden erhöhen würde.

Euro

Zwischen Jahresbeginn und Ende September hat der Euro gegenüber dem US-Dollar beinahe 14% an Wert verloren, vor allem dank eines aggressiven Leitzinserhöhungspfads der Fed, dem die EZB nur zögerlich und weniger umfassend folgte. Daneben profitierte der US-Dollar von seinem Status als Krisenwährung und davon, dass die US-Wirtschaft weniger stark vom Krieg in der Ukraine betroffen ist.

*Starke US-Dollar
Aufwertung bis
Ende September.*

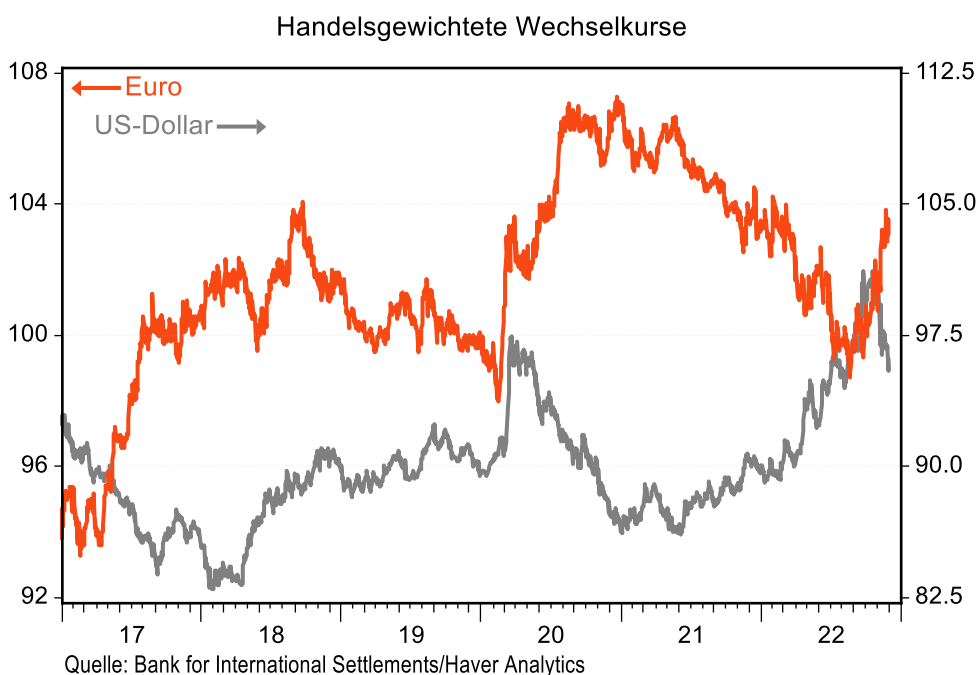


Im Oktober und vor allem im November gelang der zuvor gemiedenen Gemeinschaftswährung aber ein beeindruckendes Comeback. Ausgehen von einem Niveau bei 0,98 US-Dollar Anfang Oktober passierte der Euro Ende Oktober zunächst die Parität und konnte sich in den vergangenen Wochen deutlich darüber behaupten. Aktuell wird der Wechselkurs bei rund 1,05 US-Dollar angegeben, was einer Aufwertung von rund 8% entspricht und bedeutet, dass der Euro etwa die Hälfte seiner im laufenden Jahr erlittenen Verluste aufholen konnte.

*Comeback des
Euro im Oktober
und November.*

Einen wichtigen Beitrag zu dieser bemerkenswerten Euro-Aufwertung lieferte erneut die Geldpolitik. US-Notenbanker signalisierten in den zurückliegenden Wochen recht deutlich, den Umfang der Leitzinserhöhungen auf der morgen anstehenden Zinssitzung zu reduzieren, sodass die Märkte nicht nur einen Zinsschritt um 50 Basispunkt einpreisten, sondern darauf setzten, dass sich die Fed dem Ende ihres Leitzinserhöhungszyklus annähert. Der US-Dollar geriet dadurch unter Druck, da sich der Renditeabstand US-amerikanischer und europäischer Staatsanleihen verringern dürfte. Vor allem wenn die Fed – wie von den Märkten antizipiert – bereits Mitte 2023 beginnen wird, die Leitzinsen zu senken, ein Schritt, der von der EZB erst später erwartet wird. Als Safe-Haven-Währung geriet der US-Dollar aber nicht nur wegen des Rendite-Effekts unter Druck. Die Risikoaversion, lange Zeit ein Treiber der US-Dollar-Stärke, nahm durch die Hoffnung auf eine geldpolitische Wende in den USA ab und befeuerte risikoreiche Anlagen wie Aktien und belastete gleichzeitig Safe-Haven-Anlagen wie den US-Dollar. Schließlich gelang es den europäischen Staaten, ihre Gasspeicher nahezu vollständig zu befüllen. Dadurch sank das Risiko von befürchteten Gasrationierungen und einer dadurch verursachten Wirtschaftskrise deutlich ab. Auch von dieser Entwicklung konnte der Euro profitieren. Dass außerdem eine ausgeprägte US-Dollar-Schwäche entscheidend für die EUR-USD-Wechselkursentwicklung war, darauf deutet auch der von der Bank for International Settlements berechnete handelsgewichtete Wechselkurs des US-Dollars hin. Dieser synthetische Wechselkurs stellt die bilateralen Wechselkurse zu den wichtigsten Handelspartnern der USA dar und wertete im Berichtszeitraum um 4,6% ab.

US-Dollar leidet unter erwarteter Zinswende in den USA.



Während der US-Dollar also auch in der multilateralen Betrachtung an Wert verlor, stieg der handelsgewichtete Euro um 3,5%, was darauf hindeutet, dass weitere Faktoren eine Rolle spielten. Wie bereits im letzten Kapitel dargestellt, entwickelte sich die Konjunktur in der Eurozone deutlich besser als erwartet. Eine Rezession im Winterhalbjahr dürfte sich zwar kaum vermeiden lassen, aber sie dürfte weniger stark ausfallen als noch vor einigen Monaten befürchtet. Vor allem durch Gasrationierungen bedingte Produktionskürzungen im Winter sind unwahrschein-

Euro profitiert von überraschend robuster Konjunktur-entwicklung.

licher geworden. Damit verbunden hat auch die Sorge abgenommen, dass die EZB aufgrund von Konjunkturrisiken die Leitzinsen weniger stark anheben könnte.

Der Euro hat im Berichtszeitraum in der handelsgewichteten Betrachtungsweise vor allem aber gegenüber dem US-Dollar eine beeindruckende Entwicklung hingelegt. Einerseits half der Gemeinschaftswährung, dass Faktoren, die viele Monate lang positiv auf den US-Dollar gewirkt hatten (wie die Fed-Geldpolitik und die Risikoaversion), nun zu einer US-Dollarabwertung beitrugen. Andererseits unterstützten europäischen Konjunkturdaten. Der Euro hat nun zwar einiges an Boden gegenüber dem US-Dollar gutgemacht, es gibt aber durchaus Gründe für weitere Kursgewinne. So hat der Wechselkurs Ende November seine 200-Tage-Linie überschritten, was in der Charttechnik als wichtiges Kaufsignal gilt. Außerdem spricht die Saisonalität für einen erfolgreichen Jahresausklang, denn in den letzten fünf Jahren hat das Wechselkurspaar im Dezember immer Gewinne verzeichnen können. Mittelfristig könnte der Euro vom Beginn des Quantitative Tightenings durch die EZB profitieren und davon, dass die EZB die Zinsen vermutlich noch etwas länger anheben wird als die Fed, sofern sich die konjunkturelle Lage nicht deutlich verschlechtert.

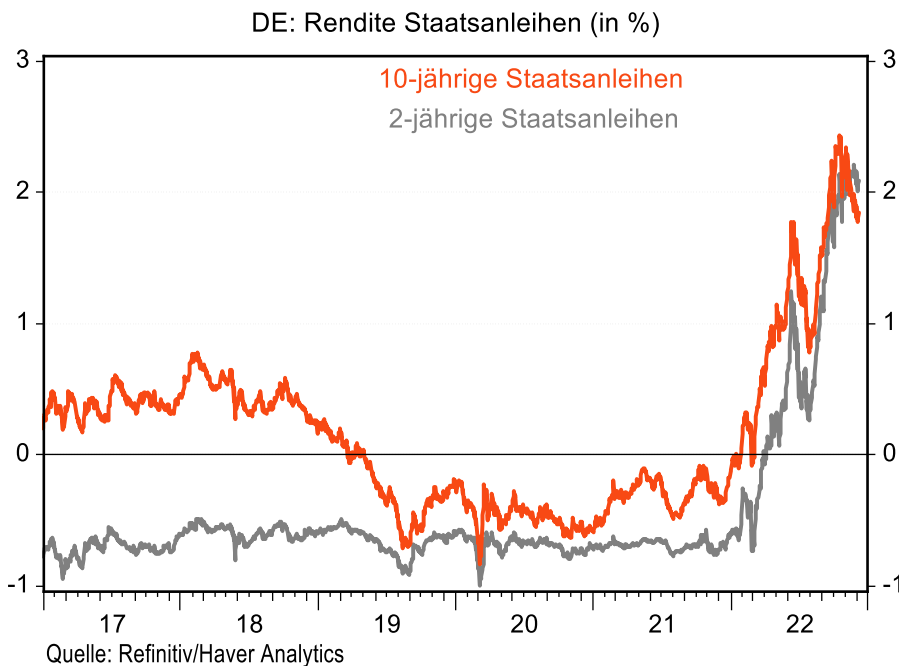
Rentenmarkt

Am Markt für deutsche Staatsanleihen vollzog sich in den vergangenen Wochen eine Entwicklung wie sie zuletzt im Zuge der Wiedervereinigung vor über 30 Jahren zu beobachten war. Anfang November stieg die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen über diejenige 10-jähriger Anleihen, sodass die Bundkurve – in den Worten von Rentenhändlern – einen inversen Charakter annahm. Die Inversität ist zwar bislang noch nicht weit fortgeschritten und momentan rentieren 2-jährige Bundesanleihen lediglich 22 Basispunkte über den 10-jährigen Bonds. Dennoch wird die Inversität der Zinsstrukturkurve an den Finanzmärkten aufmerksam verfolgt, da sie an den Märkten typischerweise als Vorbote für eine bevorstehende Rezession gedeutet wird. Für die USA gibt es keinen treffsichereren Rezessionsindikator: Jede Rezession der vergangenen Jahrzehnte in den USA folgte auf eine Phase einer inversen Zinsstrukturkurve.

Zu dieser seltenen Konstellation einer inversen Zinsstrukturkurve kommt es vor allem wenn ein restriktiver geldpolitischer Kurs auf eine konjunkturelle Abschwächung trifft. Die Renditen kurzlaufender Staatsanleihen, die primär am Kurs der Notenbanken hängen, sind in den vergangenen Wochen zwar nicht mehr mit derselben Dynamik angestiegen wie noch im August und September. Vor dem Hintergrund der oben erläuterten Ergebnisse der jüngsten Notenbanksitzung haben sie aber Anfang November einen zyklischen Hochpunkt erreicht und legten seit Anfang Oktober immerhin von 1,62% auf 2,18% zu. Am langen Ende, das stärker von den Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Wachstums- und Inflationsraten und weniger von den Leitzinsen geprägt wird, haben die Renditen ebenfalls ein Jahres- bzw. Mehrjahreshoch erreicht. Von diesem Ende Oktober erreichten Höchststand ging es jedoch im November deutlich zurück, da sich die Erwartungen einer Rezession in der Eurozone im laufenden Winterhalbjahr verfestigten. Per Saldo sank die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von 2,11% Anfang Oktober auf aktuell 1,95%, sodass der Renditespread zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Bundesanleihen von 29 auf -24 Basispunkte fiel.

Inverse Zinsstrukturkurve...

...dürfte vorerst bestehen bleiben und sich sogar noch intensivieren.



Die in den vergangenen Wochen zu beobachtende Verflachung der Zinsstrukturkurve dürfte vorerst bestehen bleiben und sich sogar noch intensivieren. Die Konjunkturschwäche spricht gegen einen stärkeren Zinsanstieg am langen Ende, während weitere Erhöhungen der Leitzinsen durch die EZB tendenziell die Renditen an kurzen Ende unterstützen dürfen.

Aktienmarkt

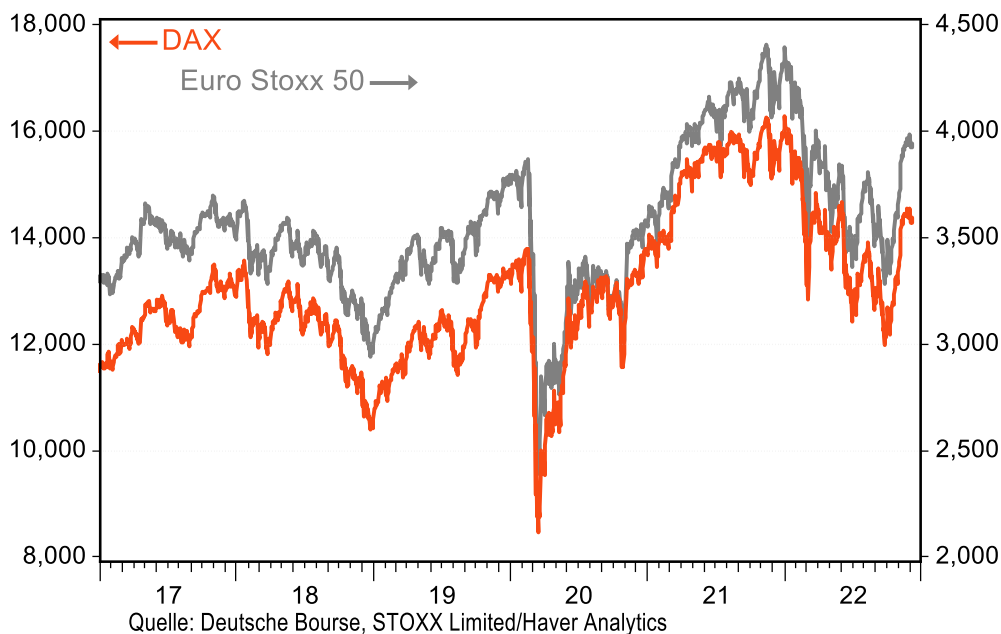
Auf die verheerende Entwicklung in den ersten drei Quartalen des Jahres, in den sich die Verluste für den Euro STOXX 50 und den DAX auf 20-25% summierten, folgte eine rasante Erholung im Oktober und November. Auch wenn sich die Inflationsraten weiterhin auf einem hohen Niveau befinden und möglicherweise in der Eurozone ihren Zenit noch nicht überschritten haben, setzten Anleger darauf, dass die Notenbanken in nicht mehr allzu ferner Zukunft den Zinserhöhungszyklus beenden und in eine Zinspause oder sogar zu Zinssenkungen übergehen würden. Daneben hat zur Beruhigung beigetragen, dass die europäischen Gaspreise von ihren im Sommer erreichten Höchstständen spürbar nachgaben und es den EU-Staaten gelang, ihre Gasspeicher komplett zu füllen. Das Schreckensszenario einer Energiekrise mit Gasrationierungen gegen Ende des Winter ist dadurch unwahrscheinlich geworden und die Rezession, die für das Winterhalbjahr befürchtet wird, könnte nun doch spürbar milder ausfallen, als noch vor einigen Monaten erwartet. In der Folge stiegen der Euro STOXX 50 und der DAX im Berichtszeitraum seit Anfang Oktober jeweils um etwa 18% an, sodass die Kursverluste seit Jahresbeginn nur noch bei -6% für den Euro STOXX 50 und -10% für den DAX liegen.

Die dynamische Aufwärtsbewegung dürfte sich aber nicht fortsetzen und ist in den letzten Wochen bereits in eine Konsolidierungsphase übergegangen. Es scheint, als ob Investoren bereits wieder in Frage stellen, ob ihre Hoffnung auf eine baldige Zinswende nicht verfrüht gewesen war. Immerhin befindet sich die Inflation

Aktienmärkte erholen sich im Oktober und November.

weiterhin auf einem sehr hohen Niveau und der Arbeitsmarkt zeigt bislang kaum Schwäche. Stattdessen belegen die Tarifabschlüsse der letzten Monaten, dass die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale gestiegen ist. Auch die befürchtete Rezession, die mit Einbußen bei den Unternehmensgewinnen einhergehen dürfte, könnte Anleger dazu veranlassen, spätestens zur Berichtssaison ihre Aktienpositionen zu überdenken und außerhalb Europas verschärft sich zudem in China die Corona-Krise. Zwar wurden die Corona-Regel in der Volksrepublik nach heftigen Bürgerprotesten gelockert, die Infektionszahlen steigen aber weiter und dürften die Lieferkettenprobleme in nicht allzu ferner Zukunft verschärfen. Dieser pessimistischen Sichtweise kann jedoch entgegen gehalten werden, dass europäische Aktien gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis auf einem historisch unterdurchschnittlichen Niveau bepreist werden und der Anlegerblick sich bald bereits auf die konjunkturelle Erholung nach der Rezession richten könnte.

Aktienindizes



Die Aktienmärkte sind zuletzt nach einer starken Rallye im Oktober und November in eine Konsolidierungsphase übergegangen. Eine Jahresend-rallye kann aber noch nicht ausgeschlossen werden, denn mit der Veröffentlichung der US-Inflationsrate steht in Kürze ein wichtiges Ereignis an. Die Inflationsdaten für Oktober waren erfreulich niedrig ausgefallen und hatten einen Kurssprung ausgelöst. Außerdem stehen diese Woche die Notenbanksitzungen in den USA und Europa an, die ebenfalls das Potential haben, die Märkte zu bewegen. Zinserhöhungen um 50 Basispunkte gelten zwar als ausgemachte Sache. Die durch den Aktienkursanstieg der letzten Monate verursachte Lockerung der Finanzkonditionen könnte die Notenbanken aber dazu veranlassen, wieder etwas falkenhafter aufzutreten (zumindest verbal).

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

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

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e
EWU	2,3	1,9	2,5	1,0	1,4	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	-2,4	1,12	1,22	1,14	1,08	1,13
- DE	7,6	7,0	7,4	4,2	5,2	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-0,4	-	-	-	-	-
UK	-2,7	-2,5	-2,6	-4,8	-4,3	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	-3,6	1,30	1,37	1,35	1,24	1,28
USA	-2,1	-3,0	-3,7	-3,7	-3,1	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	-5,7	-	-	-	-	-
Japan	3,4	2,9	2,9	1,4	2,2	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	-2,1	110	103	115	145	140

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)				
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2019	2020	2021	2022e	2023e
EWU	0,0	0,0	0,0	2,5	3,5	-0,19	-0,26	-0,18	2,25	1,75
UK	0,75	0,1	0,25	3,5	4,0	0,82	0,20	0,97	3,5	3,0
USA	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	4,75-5,0	1,92	0,91	1,51	4,3	3,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,04	0,07	0,25	0,25

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

	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	31.10.
CRB-Index**	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	274,1
Ölpreis (Brent)*	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	94,8

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.