

## Nr. 1: Eurozone könnte Rezession vermeiden



**Konjunktur und Geldpolitik:** Die milden Temperaturen in den vergangenen Wochen haben dazu beigetragen, dass sich die Lage auf dem europäischen Gasmarkt entspannt hat und sich die Konjunkturperspektive aufgehellt hat. Gasrationierungen sind für diesen Winter daher nicht mehr zu erwarten, eine Rezession ist unwahrscheinlich geworden und der Inflationstrend weist steil abwärts. Die erfreuliche Inflationsentwicklung hat die Tauben im EZB-Rat auf den Plan gerufen, die nun bereits für März eine weitere Verlangsamung des Zinserhöhungstempos fordern. Am Markt ist aber sowohl für die morgige als auch für die März-Sitzung ein Zinsschritt um 50 Bp. nahezu vollständig eingepreist.

01. Februar 2023

**Euro:** Der Euro hat im Berichtszeitraum an seine beeindruckende Entwicklung seit Herbst 2022 angeknüpft. Kaum weniger dynamisch als im Oktober und November ging es im Dezember und Januar aufwärts, sodass der Euro nun bei 1,09 US-Dollar handelt. Der Gemeinschaftswährung halfen die optimistischere Konjunkturperspektive sowie die hawkische EZB-Zinssitzung im Dezember. Langsam dürfte die Aufwertungsphase des Euro allerdings zu Ende gehen, da der Markt hinsichtlich Leitzinssenkungen in den USA zu optimistisch erscheint und die spekulativen Euro-Long-Positionen auf ein beträchtliches Niveau angewachsen sind.

**Rentenmarkt:** Kurz vor dem Jahreswechsel hat die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen als Folge einer hawkischen EZB-Sitzung im Dezember sowie befürchteter hoher Anleiheemissionen im neuen Jahr einen zyklischen Höchststand erreicht (bei 2,57%). Mit den fallenden Inflationsraten ging es für die Renditen im neuen Jahr aber wieder abwärts, bevor Mitte des Monats eine Gegenbewegung einsetzte. Für eine Fortsetzung des jüngsten Renditeanstiegs spricht das hohe für 2023 geplante Emissionsvolumen der europäischen Regierungen sowie die gedrosselten Anleihekäufe durch die EZB, die Hoffnungen einer weichen Landung der US-Wirtschaft sowie die anhaltend hohe EWU-Kerninflation.

**Aktienmarkt:** Für viele Aktienanleger war 2022 ein Jahr zum Vergessen. Per Saldo gab der Euro STOXX 50 um 11,7% nach, der deutsche Leitindex DAX verlor sogar 12,3%. Mit dem Start ins neue Jahr sind die Börsianer dank sinkender Energiepreise sowie Inflationsraten und der Abkehr Chinas von der Null-Covid-Politik aber wieder zuversichtlicher geworden. Auf dem nun erreichten Niveau von 4.150 Punkten für den Euro STOXX 50 und 15.000 Punkten für den DAX wird die Luft allerdings dünn. Weiteren Kursgewinnen steht die inzwischen technisch überkaufte Situation im Weg, genauso wie eine weitere Verschärfung der Geldpolitik, die inzwischen attraktiven Anleiherenditen und die verhaltenen Gewinnperspektiven der Unternehmen.

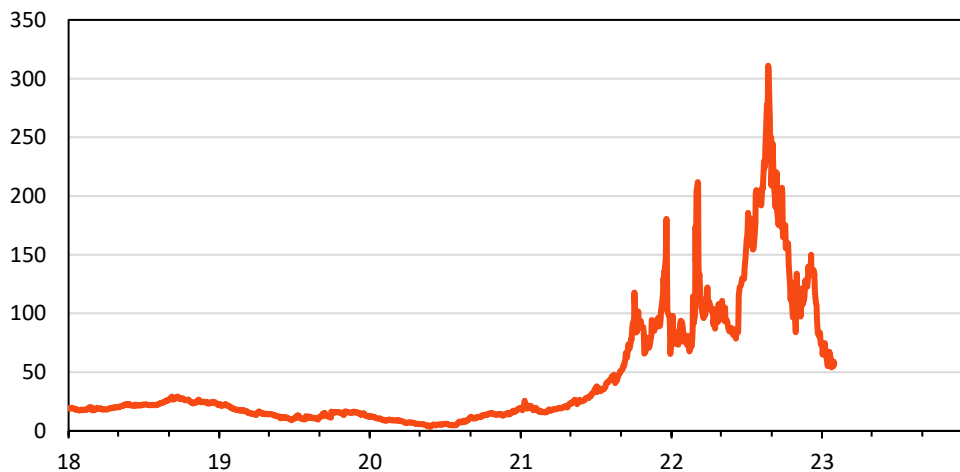
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Die konjunkturelle Lage in der Eurozone hat sich in den letzten Monaten deutlich aufgehellt. Angesichts der recht milden Temperaturen in den zurückliegenden Monaten und Einsparungen der Industrie sowie der Haushalte lag der Energieverbrauch in diesem Winter bislang deutlich unterhalb der Vorjahrswerte. Die Füllstände der europäischen Gasspeicher liegen dadurch Anfang Februar auf einem hohen Niveau von 74%, während sie im Durchschnitt der letzten fünf Jahre zu diesem Zeitpunkt bereits auf etwa 55% gesunken waren. Rationierungen bei der Versorgung mit Erdgas und eine Gasmangelrezession erscheinen daher in diesem Winter nicht mehr wahrscheinlich. Die Entspannung auf dem Energiemarkt dank der milden Witterung lässt sich auch am Preis für Erdgas ablesen. Der 1-Monats-Kontrakt für Erdgas am europäischen Lieferknoten in den Niederlanden bewegt sich aktuell im Bereich von rund 57 Euro je Megawattstunde und damit unter dem Niveau vor Beginn des russischen Einmarsches in die Ukraine vor beinahe einem Jahr. Im August wurde von ein Preis von noch über 300 Euro je Megawattstunde gezahlt.

*Entspannung auf dem europäischen Gasmarkt...*

Euro je Megawattstunde Erdgas (gemäß 1-Monats-Kontrakt am europäischen Lieferknoten in den Niederlanden)



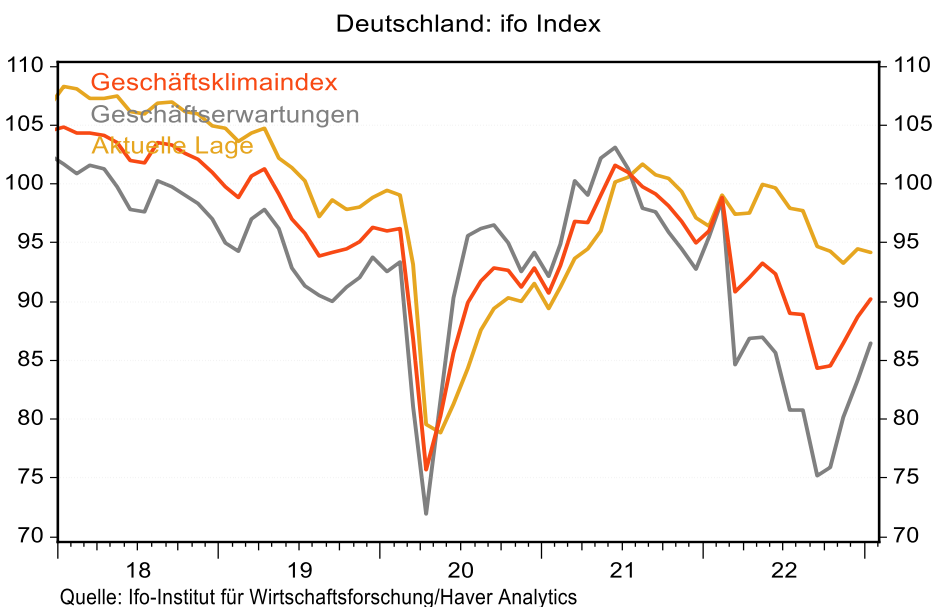
Quelle: Bloomberg

Die niedrigeren Energiepreise haben dazu beigetragen, dass die Inflationssorgen abgenommen haben und sich die Stimmung in Unternehmen sowie Haushalten verbessert hat. Das Wirtschaftsvertrauen der Europäischen Kommission hat dadurch seit Oktober 6,3 Punkte zulegen können, wobei der Verbrauchervertrauen als eine der Unterkomponenten sogar um 7,8 Punkte stieg. Der Composite Einkaufsmanagerindex von S&P Global hat gemäß vorläufiger Daten die Wachstumsschwelle von 50 Punkten wieder überschritten, nachdem er im Oktober noch mit 47,3 Punkten ausgewiesen worden war, und das ifo-Geschäftsklimaindex stieg von 84,3 im September auf 90,2 Punkte im Januar. Besonders stark haben sich die zukunftsgerichteten Erwartungskomponenten der Stimmungsindizes aufwärts bewegt, die Lageeinschätzungen verbesserten sich dagegen nur leicht und befinden sich weiterhin auf einem niedrigen Niveau.

*...trägt zu einer Aufhellung der Wirtschaftsstimmung bei.*

Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Aufhellung kann die noch vor einigen Wochen von zahlreichen Wirtschaftsforschern erwartete Rezession in den Winterquartalen voraussichtlich vermieden werden. Das BIP-Wachstum für die Eurozone für das vierte Quartal lag vorläufigen Daten zufolge bei 0,1% gegenüber dem Vorquartal. Für das erste Quartal könnte das BIP-Wachstum allerdings in den negativen Bereich abrutschen, denn Haushalte dürften sich angesichts der hohen Geldentwertung mit größeren Anschaffungen zurückhalten. Zwar sind die bisherigen Lohnabschlüsse in Deutschland (z.B. in der Metall- und Elektroindustrie) im historischen Vergleich überdurchschnittlich ausgefallen. Sie lagen aber deutlich unter den gegenwärtigen Preissteigerungsraten, sodass Arbeitnehmer Reallohn- und damit Kaufkraftverluste hinnehmen müssen. Staatliche Unterstützungsmaßnahmen (für Deutschland beispielsweise in Form der Gas- und Strompreisbremse) dürften die Einbußen bei den Realeinkommen nicht vollständig kompensieren. Immerhin sollten sich die Sorgen eines Arbeitsplatzverlustes angesichts einer historisch niedrigen Arbeitslosenquote von 6,6% in der Eurozone in Grenzen halten, was die Haushaltsausgaben stabilisiert. Eine dämpfende Wirkung wird wohl auch von den Unternehmensinvestitionen (vor allem wegen den hohen Einkaufskosten sowie den ungünstigen Finanzierungsbedingungen) und der Außenwirtschaft ausgehen. In den USA schwächt sich die Konjunktur bereits seit Monaten ab und in China wütet eine massive Corona-Welle, nachdem die dortige Regierung in einem überraschenden Schritt nahezu alle Corona-Maßnahmen aufgehoben hat. Die chinesische Volkswirtschaft dürfte zwar mittel- und langfristig von der Abkehr der Null-Covid-Politik profitieren, aktuell lähmt aber die hohe Zahl der Corona-Kranken die Wirtschaftsaktivitäten, was über die Handelsbeziehungen auch in der Eurozone Spuren hinterlassen wird.

*Rezession dürfte in der EWU vermieden werden,...*



In Deutschland erscheint hingegen das Auftreten einer sog. technischen Rezession, also zwei Quartale mit Rückgängen der Wirtschaftsleistung in Folge, inzwischen als sehr wahrscheinlich. So hat das Statistische Bundesamt, das ursprünglich mit einer Seitwärtsbewegung des deutschen BIP im abschließenden Jahresviertel 2022 gerechnet hatte, inzwischen einen Rückgang von -0,2% bekanntgegeben. Da auch im ersten Jahresviertel 2023 mit hoher Wahrscheinlichkeit ein Absinken der gesamtwirtschaftlichen Gütererzeugung zu erwarten ist, wäre

*...in Deutschland ist eine technische Rezession aber wahrscheinlich.*

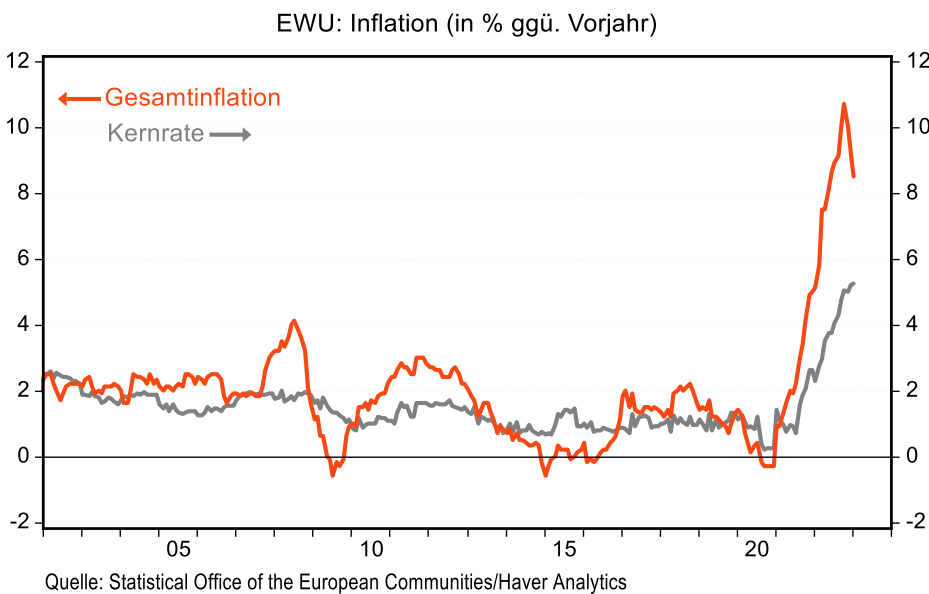
die Definition einer technischen Rezession in Deutschland im Unterschied zur EWU erfüllt.

Während die Aussichten für das laufende Quartal also gedämpft ausfallen, dürfte bereits im zweiten Quartal eine gewisse Erholung einsetzen und auch im dritten Quartal ist ein positives Wirtschaftswachstum wahrscheinlich. Die Dynamik dürfte allerdings aufgrund der zahlreichen Belastungen (vor allem durch die hohe Inflation, das hohe Leitzinsniveau, den Ukraine-Krieg, die unsichere Energieversorgung im kommenden Winter und die globale Wachstumsschwäche) gering ausfallen, sodass wir für das Gesamtjahr eine Stagnation erwarten.

*2023 ist letztlich nur mit einer Stagnation zu rechnen.*

Die Entspannung auf dem Energiemarkt hat aber nicht nur zu einem verbesserten Konjunkturausblick beigetragen, sondern hatte auch einen positiven Einfluss auf die Inflationsentwicklung. In den vergangenen drei Monaten ist die Inflation von 10,1% im November auf zunächst 9,2% im Dezember und 8,5% im Januar gesunken. Bei der Kernrate zeichnet sich aber noch keine Entspannung ab. Dieses, ohne die volatilen Energieprodukte und Lebensmittel berechnete und für die Inflationserwartungen wichtigere Inflationsmaß erhöhte sich im Dezember von 5,0% auf 5,2% und verharrte im Januar auf diesem Niveau.

*Gesamtinflation zuletzt niedriger, aber Kerninflation höher.*



Für die kommenden Monate ist mit einer rückläufigen Gesamtinflation zu rechnen, da Basiseffekte bei den Energiepreisen sowie staatliche Maßnahmen, wie die in Deutschland geplante Strom- und Gaspreisbremse, dämpfend wirken werden. Für das Gesamtjahr rechnen wir für die Eurozone mit einer Inflationsrate von 6,0% und für Deutschland von 7,0%. Die Kernrate dürfte aber viel langsamer fallen, da deren Treiber intakt bleiben. Bei den Löhnen, ein Posten, der als Schlüsselindikator für die (Kern-)Inflationsentwicklung gilt, rechnet die EZB in diesem Jahr beispielsweise mit einem kräftigen Wachstum. Während die Lohnzuwächse seit Beginn der Corona-Pandemie relativ moderat waren und sich derzeit nahe am historischen Trend befinden, dürften sie in den kommenden Quartalen deutlich höher ausfallen. Dafür spricht der robuste Arbeitsmarkt, die Erhöhung der Mindestlöhne in einigen Mitgliedsstaaten sowie ein gewisser Aufholprozess zwischen den Löhnen und der Inflation. Das erwartete schwächere Wirtschaftswachstum dürfte kaum helfen, die Lohnzuwächse zu begrenzen, da der Fachkräfte-

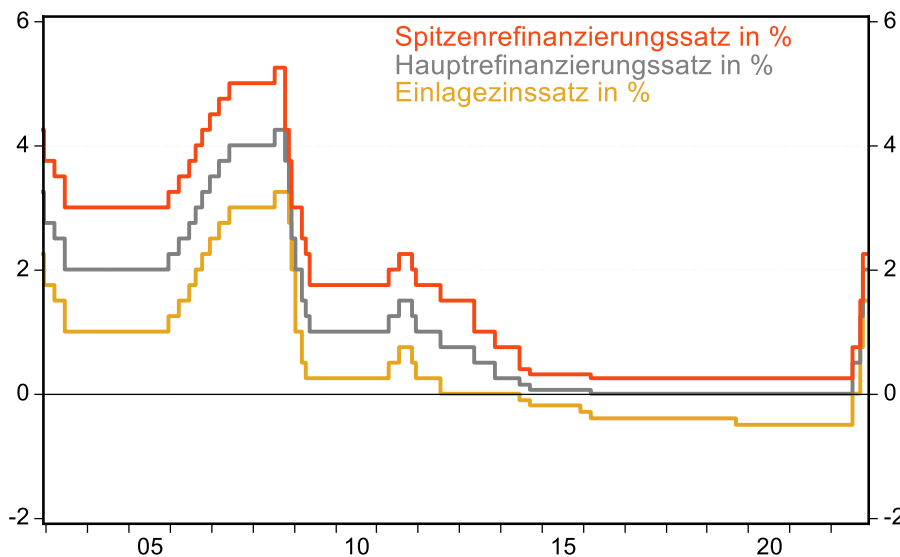
*Gesamtinflation dürfte dank Basiseffekten weiter fallen.*

mangel Unternehmen dazu veranlassen wird, Arbeitskräfte zu halten und ihnen attraktive Gehälter zu zahlen.

Der auf hohem Niveau nachlassende Inflationsdruck hat die EZB-Währungshüter bei ihrer letzten Sitzung im Dezember dazu veranlasst, die Zinsen in einem reduzierten Umfang von 50 Basispunkten weiter anzuheben. EZB-Präsidentin Christine Lagarde wies aber darauf hin, dass die EZB ihre Inflationsprognosen angehoben hat. Für den Durchschnitt des angebrochenen Jahres rechnet die EZB nun mit 6,3% und selbst für das Jahr 2025 – dem Ende des Prognosehorizonts – werden 2,3% prognostiziert, ein Wert, der oberhalb des Zielwertes von 2% liegt. Angesichts dieses Inflationsausblicks geht die EZB-Präsidentin davon aus, dass weitere signifikante Zinserhöhungen notwendig sein werden. Die Vorstellungen der Ratsmitglieder über den Umfang der nächsten Zinsschritte gehen allerdings auseinander. Während eine Anhebung der Leitzinsen auf der morgigen Sitzung um 50 Basispunkte sehr wahrscheinlich ist, halten die Tauben im EZB-Rat bereits auf der März-Sitzung eine weitere Verlangsamung der Zinserhöhung für angebracht und verweisen auf die spürbar gesunkene EWU-Inflationsrate. Die Falken im EZB-Rat präferieren dagegen eine Anhebung um 50 Basispunkte (was auch den Vorstellungen von EZB-Präsidentin Lagarde entsprechen würde), da die Inflation weiterhin deutlich oberhalb der Zielrate verharrt. Neben ihrer Leitzinspolitik gab die EZB im Dezember bekannt, dass sie fällig werdende Anleihen, die sie im Rahmen des Asset Purchase Programms gekauft hatte, ab Anfang März 2023 nicht mehr vollständig reinvestieren werde. Pro Monat soll der Anleihebestand dadurch um 15 Mrd. Euro sinken, was angesichts einer Bilanzsumme von über 8.800 Mrd. Euro ein sehr vorsichtiges Vorgehen darstellt. Genauere Informationen zum Abbau der Notenbankbilanz sollen auf der morgigen EZB-Sitzung bekanntgegeben werden.

*EZB setzt Zinserhöhungen im Dezember fort und signalisiert weitere signifikante Erhöhungen.*

EZB-Leitzinsen



Quelle: European Central Bank/Haver Analytics

Die Konjunkturperspektive hat sich in den vergangenen Wochen deutlich aufgehellt. Der milde Winter trägt dazu bei, dass der Verbrauch von Strom und Gas niedriger ist und die Füllstände der Gasspeicher höher sind als in den Vorjahren. Gasrationierungen und eine Gasmangelrezession in diesem Winter sind dadurch sehr unwahrscheinlich geworden. Trotz dieser Verbesserungen bestehen allerdings zahlreiche Belastungsfaktoren fort (vor allem

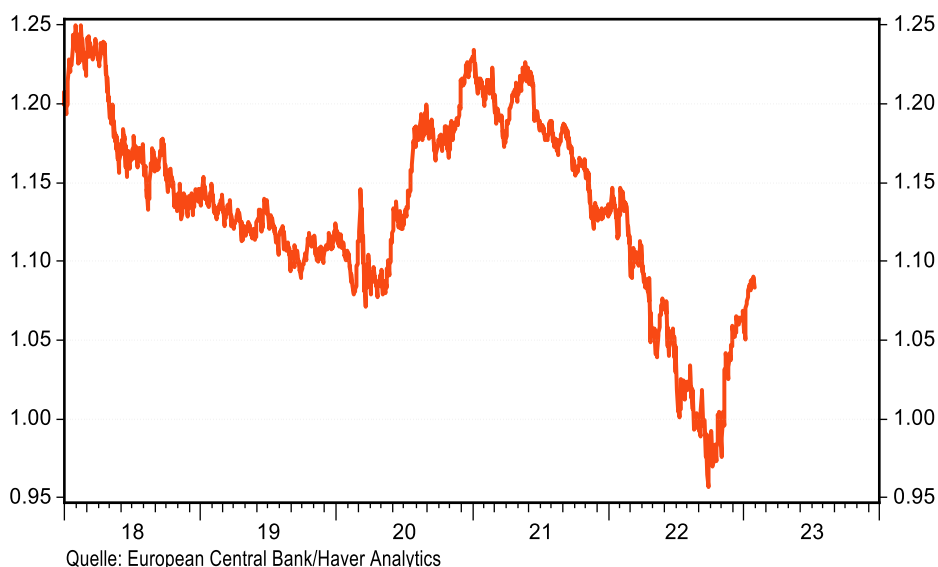
durch die hohe Inflation, umfangreiche Zinserhöhungen und die globale Wachstumsschwäche), sodass für das Gesamtjahr eine Stagnation der europäischen Volkswirtschaft zu erwarten ist. Die Entspannung auf dem europäischen Energiemarkt mit den deutlich gesunkenen Preisen für Strom und Gas hatte auch einen positiven Einfluss auf die Inflationsrate und stimmt mit Blick auf den weiteren Inflationsverlauf auch für die kommenden Monate zuversichtlich. Im EZB-Rat gehen die Meinungen auseinander, wie auf die jüngst veröffentlichten tendenziell erfreulichen Wirtschafts- und Inflationsdaten reagiert werden soll. Während sich für die morgige Zinssitzung noch eine breite Mehrheit für einen weiteren Zinsschritt um 50 Basispunkte finden sollte, sprachen sich einige taubenhaftige Vertreter der EZB bereits für die März-Sitzung für eine erneute Verlangsamung des Zinserhöhungstempos aus. An den Finanzmärkten ist allerdings für März ein weiterer Zinsschritt um 50 Basispunkte nahezu vollständig eingepreist.

## Euro

Die Signale von Christine Lagarde auf der EZB-Sitzung im Dezember hinsichtlich weiterer spürbarer Zinserhöhungen haben Marktteilnehmer dazu veranlasst, ihre Einschätzung über die Entwicklung der Leitzinsen zu überdenken. Die Erwartungen bezüglich des Zinshöhepunktes (der sogenannten Terminal Rate) verschob sich um 50 Basispunkt nach oben, sodass in der Spitze nun ein Niveau von 3,4% erwartet wird. Der Euro, der über weite Strecken des vergangenen Jahres gemieden wurde und sich erst seit Ende Oktober wieder in einer Aufwärtsbewegung befindet, konnte von der Neubepreisung zwar nicht unmittelbar profitieren, es gelang ihm jedoch, das Niveau bei rund 1,065 US-Dollar zu festigen und das Jahr mit einem Stand bei rund 1,07 US-Dollar zu beenden. Für den Euro, der Anfang Januar 2022 noch bei 1,12 notiert hatte, dann aber abwertete und im September nur noch bei 0,96 US-Dollar handelte, nahm ein schwaches Jahr damit ein versöhnliches Ende.

*Versöhnliches  
Jahresende für  
den Euro.*

Euro/US-Dollar Wechselkurs



Im neuen Jahr wurde die beeindruckende Aufwertungsphase nur kurz unterbrochen und setzte sich dann fort, sodass der Euro aktuell knapp unter 1,09 US-Dollar handelt. Getragen wurde der Euro in den vergangenen Wochen von der eingangs erwähnten Aufhellung der europäischen Konjunkturperspektive und der Aufhebung der Null-Covid-Politik in China, was die europäische Wirtschaft mittelfristig auf eine Entspannung der Lieferkettenprobleme sowie stärkere Nachfrageimpulse aus der Volksrepublik hoffen lässt.

*Aufwärts-  
bewegung setzt  
sich im neuen  
Jahr fort...*

In den kommenden Monaten könnte der Euro seine Aufwärtsbewegung fortsetzen. Das Potenzial dürfte jedoch bald ausgereizt sein, sodass wir für das Jahresende eine Spanne zwischen 1,10 und 1,15 US-Dollar prognostizieren. Profitieren dürfte der Euro vor allem von der Geldpolitik, da die Fed noch vor der EZB eine Zinspause einlegen und schließlich auch Zinssenkungen vornehmen dürfte. Allerdings erscheinen die Markterwartungen hinsichtlich der ersten Zinssenkung der Fed Mitte des Jahres zu optimistisch. Die Fed-Währungshüter haben wiederholt bekräftigt, dass die Inflationsbekämpfung absolute Priorität habe und Zinssenkungen erst im kommenden Jahr zu erwarten sind. Sollten die Märkte in den kommenden Wochen und Monaten langsam zu der Einsicht gelangen, dass sich die Fed tatsächlich an ihre Forward Guidance hält, dürfte das Auspreisen der Zinssenkungserwartungen den US-Dollar stützen. Außerdem wird das Potenzial durch das inzwischen hohe Niveau an spekulativen Euro-Long-Positionen auf dem Devisenmarkt begrenzt. Insbesondere Investoren, die frühzeitig auf den Euro gesetzt haben und nun über Buchgewinne verfügen, könnten diese mitnehmen, wenn die Euro-Aufwertung ins Stocken gerät.

*...dürfte  
allerdings bald  
ein Ende  
erreichen.*

**Am Devisenmarkt hat der Euro in den vergangenen Wochen seine Aufwärtsbewegung fortgesetzt und handelt nun bei 1,09 US-Dollar. Im Dezember profitierte er vor allem von den Ergebnissen der EZB-Zinssitzung (als weitere signifikante Zinserhöhungen in Aussicht gestellt wurden), im Januar von der verbesserten Konjunkturperspektive. Langsam dürfte die Aufwärtsbewegung jedoch ein Ende erreichen, da die an den Märkten eingepreisten Zinssenkungen der Fed vermutlich zu optimistisch sind und die Positionierungsdaten nicht mehr viel Phantasie für eine weitere Euro-Aufwertung bieten.**

## Rentenmarkt

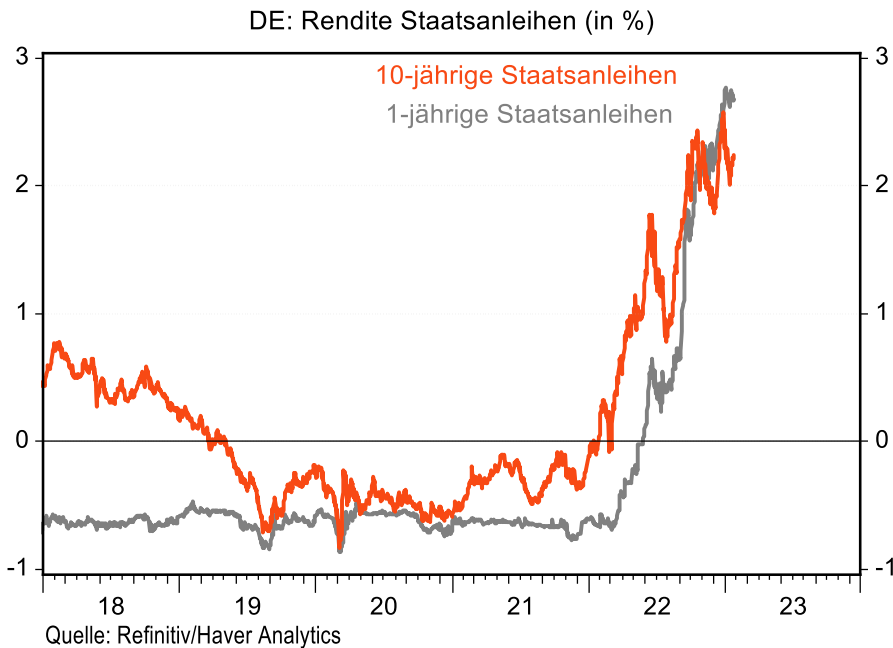
Am europäischen Rentenmarkt hat sich bei 10-jährigen Bundesanleihen im Dezember ein beeindruckender Renditeanstieg vollzogen. Von 1,79% ging es bis 2,57% aufwärts, wobei die Rendite am letzten Handelstag des Jahres nicht nur den höchsten Wert des Jahres, sondern auch des gesamten Leitzinserhöhungszyklus markierte. Mit dem Jahreswechsel setzte dann aber eine Wende ein, die die Rendite wieder unter 2,0% drückte. Nach einer Gegenbewegung in den letzten Tagen liegt die Rendite nun bei 2,3% wieder etwas höher.

*10-Jahres-Bund-  
rendite kann  
zyklisches Hoch  
bei 2,57% nicht  
halten.*

Stärkere Kursbewegungen zum Jahreswechsel sind nicht ungewöhnlich, da sich die Handelsaktivitäten in den Tagen nach Weihnachten in Grenzen halten. Bereits ein vergleichsweise geringes Volumen ist in diesem Umfeld dann ausreichend, um die Rendite bzw. die Kurse zu beeinflussen. Der Renditeanstieg im Dezember dürfte aber vor allem die Konsequenz der EZB-Sitzung gewesen sein, auf der Präsidentin Christine Lagarde – wie bereits weiter oben beschrieben – die Notwendigkeit weiterer signifikanter Zinserhöhungen hervorhob. Daneben könnte

*Renditeanstieg im  
Dezember durch  
hawkische EZB  
und Erwartung  
hoher Emissions-  
tätigkeit in 2023.*

Rentenhändler im Dezember auch die Aussicht auf eine hohe geplante Emissionstätigkeit zum Start in das neue Jahr verunsichert (und von Käufen abgehalten) haben. Die Bundesregierung muss beispielsweise 2023 ein Nettorekordvolumen (also nach Abzug der fälligen Anleihen) von über 120 Mrd. Euro an Bundesanleihen emittieren, um ihren Finanzbedarf zu decken. Für die gesamte Eurozone gehen Finanzexperten sogar von einem Nettovolumen an Staatsanleihen von 500 Mrd. aus.



Im neuen Jahr hat sich die Erwartung einer sehr hohen Emissionstätigkeit bestätigt. Innerhalb von lediglich vier Tagen und damit so schnell wie nie zuvor haben europäische Emittenten ein Volumen von 99 Mrd. Euro begeben. Bis Mitte Januar wuchs das Gesamtvolumen sogar auf über 500 Mrd. Zwar geht ein erheblicher Teil der Anleiheemissionen auf Banken zurück, die wohl auch deswegen Finanzmittel aufnehmen, weil sie in Kürze ihre während der Corona-Krise aufgenommen günstigen EZB-Kredite zurückzahlen müssen. Aber auch zahlreiche staatliche Akteure finden sich auf der Emittentenliste. Die Befürchtung, die Anleger im Dezember noch hemmte, nämlich, dass das hohe Anleiheangebot keine Käufer finden würde, bewahrheitete sich aber nicht und die meisten Anleiheemissionen waren überzeichnet, nicht zuletzt da die Anleihekurse bis Ende Dezember stark gefallen waren. Eine im Januar angebotene 30-jährige EU-Anleihe war beispielsweise 10-fach überzeichnet.

*Hohes Emissionsvolumen trifft im Januar auf noch höhere Nachfrage,...*

Die Nachfrage nach Anleihen dürfte Anfang Januar vor allem durch den Rückgang der Inflationsraten einen Schub erhalten haben. Für die Eurozone ist diese seit Oktober in einer Abwärtsbewegung und gab im Dezember von 10,0% auf 9,2% nach. In den USA wurde der Inflationspeak bereits im Juni überschritten, sodass die Anleger immer zuversichtlicher wurden, dass mit der Inflation der stärkste Gegenwind im Vorjahr nun immer mehr an Einfluss verlieren wird.

*...die durch den Inflationsrückgang verstärkt wurde.*

Nachdem Mitte Januar die 2%-Renditemarke bei 10-jährigen Bundesanleihen getestet aber nicht nachhaltig unterschritten wurde, steigen die Renditen wieder. Dabei dürfte auf dem aktuellen Niveau bei 2,3% das Ende der Aufwärtsbewegung



noch nicht erreicht worden sein, insbesondere wenn die EZB-Präsidentin Lagarde auf der morgigen Sitzung Anlegern in Erinnerung rufen wird, dass die Inflation weiterhin zu hoch ist und weitere signifikante Zinserhöhungen zu erwarten sind. Außerdem wird die Emissionstätigkeit weiterhin für ein umfangreiches Anleiheangebot sorgen, während die EZB ihre Nachfrage nach Anleihen drosseln wird. In Bezug auf die Teuerungsrate dürfte eine nennenswerte Entspannung bei der Kerninflation weiter auf sich warten lassen und die Hoffnung, dass der US-Wirtschaft eine weiche Landung gelingen wird, spricht ebensowenig für einen nachhaltigen Rückgang der Langfristrenditen.

*Aufwärtspotenzial bei Bundrendite dürfte noch nicht erschöpft sein.*

**Im Dezember ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bis auf ein Niveau von 2,57% geklettert, was sich aber im Januar als nicht nachhaltig erwies. Die Befürchtung der Rentenhändler, eine hohe Emissionstätigkeit könnte 2023 die Kurs drücken, erwies sich als unbegründet. Unterstützt durch das hohe Renditeniveau und die fallende Tendenz bei der Inflationsrate waren zahlreiche Anleiheemissionen der vergangenen Wochen vielfach überzeichnet und die Rendite von Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit fiel bis auf 2%. Inzwischen setzte aber bereits wieder eine Gegenbewegung ein und es ist nicht unwahrscheinlich, dass die Rendite vom aktuellen Niveau bei 2,3% in den kommenden Wochen und Monaten noch etwas weiter steigen wird. Dafür sprechen die Angebot- und Nachfragebedingungen, die hohe Kerninflation sowie die Hoffnung auf eine weiche Landung der US-Wirtschaft. Im weiteren Jahresverlauf könnten dann die Argumente für einen Renditerückgang an Einfluss gewinnen. Vor allem dürften Basiseffekte zu einer weiteren spürbaren Verringerung der Inflation führen, was die EZB dazu veranlassen sollte, ihren Leitzinserhöhungszyklus zu beenden.**

## Aktienmarkt

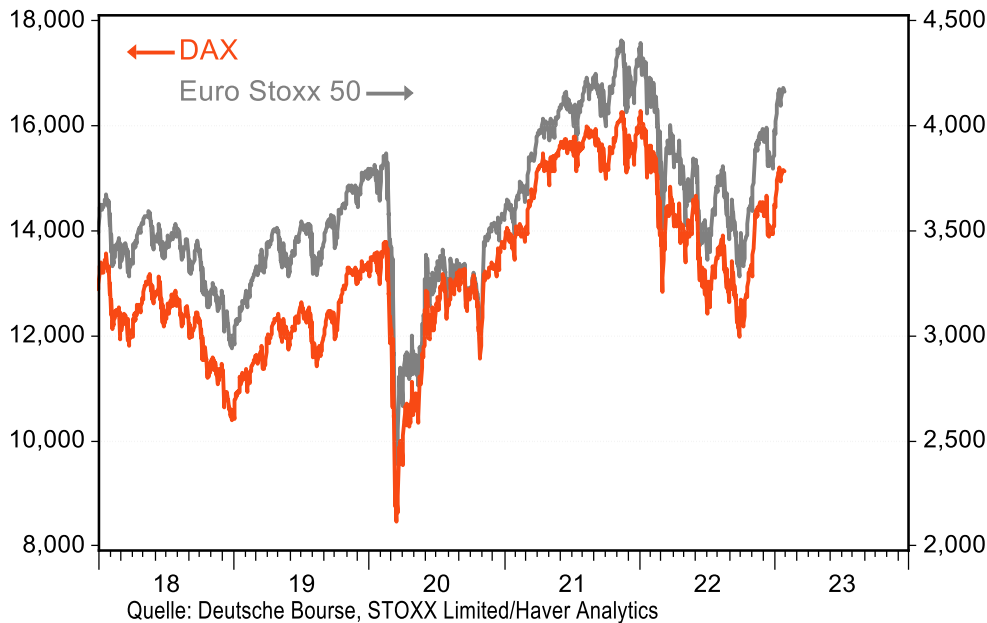
Das Börsenjahr 2022 dürfte nur bei wenigen Investoren in guter Erinnerung bleiben. Der Ukraine-Krieg, Corona-bedingte Lieferkettenprobleme, die hohe Inflation, die geldpolitischen Straffung sowie die konjunkturelle Verlangsamung belasteten die Aktienmärkte und bescherten dem Euroraum die schlechteste Jahresperformance seit 2018. So gab der deutsche Leitindex DAX insgesamt 12,3% nach und der Euro STOXX 50 verlor 11,7%. Noch stärker abwärts ging es für einige US-amerikanische (S&P 500 -19,4%, NASDAQ -33,1%) und chinesische Aktienindizes (Hang Seng -15,5%, Shanghai -21,6%).

*2022 brachte massive Kursverluste in Europa, den USA und Asien.*

Die zahlreichende Belastungsfaktoren des Vorjahres bestehen zwar auch in diesem Jahr fort, haben aber an Schrecken verloren. So sind die Energiepreise spürbar gesunken, was gerade bei Industrieunternehmen für Aufatmen sorgt und die Inflation bewegt sich abwärts. Europäische Exportunternehmen dürften zudem auf eine konjunkturelle Erholung der chinesischen Wirtschaft hoffen, nachdem die dortige Parteispitze eine Ende der Null-Covid-Politik beschlossen hat. Kurzfristig lähmt zwar die massive Corona-Welle die chinesischen Wirtschaftsaktivitäten und verschärft die Lieferkettenprobleme, mittelfristig ist aber durch die Öffnung ein Nachfrageimpuls (auch für europäische Exportunternehmen) und eine Entspannung der Lieferketten zu erwarten. Vor diesem Hintergrund haben die Aktienmärkte im Januar haussiert. Von 3.800 Punkten erhöhte sich der Euro STOXX 50 Index bis auf aktuell rund 4.150 Punkte und der DAX stieg von knapp 14.000 Punkten zum Jahreswechsel auf über 15.000 Punkte an.

*Zeichnet sich 2023 eine nachlassender Einfluss der Belastungsfaktoren ab?*

## Aktienindizes



Auf diesem Niveau wird die Luft für weitere kurzfristige Kursgewinne allerdings dünn. Die europäischen Indizes befinden sich nach der jüngsten Rallye nun im überkauften Bereich, was tendenziell eher für eine technische Gegenbewegung spricht und die langsam an Fahrt gewinnende Berichtssaison wird vermutlich nicht ausreichend Impulse liefern, um die Kurse weiter nach oben zu treiben. Zumindest in den USA liegen die bisher veröffentlichten Unternehmensberichte größtenteils nur leicht über den Erwartungen der Analysten. Im Gegensatz zu den US-Unternehmen dürfte der Wechselkurs für die europäischen Unternehmen immerhin einen positiven Einfluss auf die Quartalsdaten gehabt haben. Der Euro hat zwar in den letzten Monaten stark aufgewertet, lag aber im vierten Quartal etwa 12% unter dem Niveau des Vorjahres. Geschäfte, die in US-Dollar abgewickelt wurden, sind für die Unternehmen dadurch profitabler geworden, was nicht nur Exporte in die USA betrifft, sondern auch solche mit Bestimmung Asien, für die als Transaktionswährung häufig ebenfalls der US-Dollar eingesetzt wird. Gedämpft wird der Einfluss des US-Dollars aber durch Absicherungsgeschäfte und dadurch, dass bei einigen Unternehmen auch eine Teil der Produktionskosten in US-Dollar anfällt. Der Rückenwind, den die Unternehmensgewinne aus dem stärkeren US-Dollar erhalten, dürfte sich daher vermutlich kaum auf die Kurse übertragen, insbesondere da der Wechselkurseffekt in den Analystenschätzung berücksichtigt sein dürfte und es bereits absehbar ist, dass er in den nächsten Quartalen nachlassen wird.

Im weiteren Jahresverlauf dürften die Unternehmensbilanzen für dieses Jahr ebenfalls kaum das Potenzial haben, eine Welle der Euphorie auszulösen. Für 2023 gehen die Analysten für den Euro STOXX 50 von einem Gewinn pro Aktien von 332 Euro aus nach 328 Euro, die für 2022 wahrscheinlich erscheinen. Dies würde zwar nur ein Wachstum von 1,2% entsprechen – was im historischen Vergleich niedrig wäre – angesichts der erwarteten Stagnation der EWU-Wirtschaft in diesem Jahr erscheinen die Analystenerwartungen aber ambitioniert und könnten in den kommenden Monaten nach unten angepasst werden müssen, was Druck auf die Kurse ausüben könnte. Außerdem sei an dieser Stelle noch erwähnt, dass diese

*Potenzial für weitere Kursgewinne ist begrenzt.*

*Gewinnwachstum für 2023 hält sich in Grenzen und könnte zu hoch sein.*

Gewinnprognosen nominale Werte sind, sodass die Gewinne „real“ (also unter Berücksichtigung der Inflation) sogar zurückgehen sollten.

Weiterer Gegenwind für die Aktienkurse geht 2023 von den inzwischen attraktiven Anleiherenditen aus. Nach Jahren, in denen die Rendite bonitätsstarker Anleihen nahe Null lag, bieten Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zwei Jahren momentan eine Rendite zwischen 2,6% für Bundesanleihen und 3,1% für italienische Staatsanleihen. Bei Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating kann sogar eine Rendite von 4,0% bis 4,5% erzielt werden. Die wichtigen europäischen Aktienindizes bieten Dividendenrenditen, die dazwischen liegen. Für den Euro STOXX 50 wird ein Wert von 3,3% ausgewiesen und für den DAX von 3,4%.

*Aktien verlieren gegenüber Anleihen an Attraktivität.*

Stabilisierend dürften 2023 dagegen die unterdurchschnittlichen Bewertungen wirken. Nach den im Vorjahr erlittenen Kursverlusten stellen sich die Bewertungskennzahlen nun deutlich niedriger dar und locken langfristig orientierte Anleger. Der DAX beispielweise weist aktuell ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (basierend auf den Gewinnschätzungen für 2023) von 12,2 auf, während dieser Wert zum Jahreswechsel 2021/2022 noch bei 14,4 lag. Für den Euro STOXX 50 sank das Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15,4 auf nun 12,7. Im langfristigen Durchschnitt weisen beide Indizes ein KGV von 13,1 auf.

*Stabilisierend wirken die unterdurchschnittlichen Bewertungen.*

**Mit dem Rückgang der Energiepreise, der sinkenden Inflationsrate sowie der Lockerung der chinesischen Corona-Politik hat sich die Anlegerstimmung mit dem Jahreswechsel aufgehellt. Nach Kursgewinnen in Höhe von 8,5% für den DAX und 9,8% für den Euro STOXX 50 befinden sich beide Indizes nun im überkauften Bereich. Selbst positive Gewinnüberraschungen bei der nun in Europa anstehenden Berichtssaison für das vierte Quartal dürften daher kaum in der Lage sein, die Aktienkurse weiter anzutreiben und angesichts der erwarteten Stagnation der EWU-Wirtschaft dürfte es für die Unternehmen auch nicht leicht werden, die prognostizierte Gewinnentwicklung für das Gesamtjahr 2023 zu übertreffen. Weiterer Gegenwind für die Aktienkurse geht 2023 von den inzwischen attraktiven Anleiherenditen aus, während die 2022 gesunkenen Bewertungen stabilisierend auf die Kurse wirken.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

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

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

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

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

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

### G3 (+UK) Zinsen

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

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> EWU: Hauptrefinanzierungssatz; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

### Rohstoffe

	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	31.01
CRB-Index**	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	277,7	278,1
Ölpreis (Brent)*	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	85,9	84,5

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.