

Kapitalmarktbericht Eurozone

Nr. 3: Die EZB ist aus ihrem Dämmer Schlaf erwacht



8. Juni 2022

Konjunktur und Geldpolitik: Der Krieg Russlands in der Ukraine hängt mit der Möglichkeit eines Lieferstopps für russisches Erdgas wie ein Damoklesschwert über der europäischen Konjunktur. Aber auch ohne dieses potenzielle Risiko lastet der Krieg aufgrund zusätzlich angespannter Lieferketten und höherer Energiepreise auf der Wirtschaft. Die Lockerung der Covid-Maßnahmen in bislang abgeriegelten chinesischen Metropolen bringt in den kommenden Wochen jedoch vermutlich eine Besserung hinsichtlich der Vorprodukteknappheit. Inzwischen ist der Dissens im geldpolitischen Rat der EZB über den richtigen Umgang mit der hohen Inflation so groß geworden, dass die bislang zaudernde Präsidentin Lagarde die Flucht nach vorne antrat und per Internetblog Leitzinserhöhungen sowie ein Ende der Anleihekäufe ankündigte.

Euro: Der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar bis Mitte Mai ab, was vor allem mit der bislang laxen Haltung der EZB gegenüber der Inflation bei einem gleichzeitig energischen Vorgehen der US-Fed erklärt werden kann. Das jüngste Erwachen der EZB aus ihrem Dämmer Schlaf wendete das Blatt zugunsten des Euro.

Rentenmarkt: Die neue Marschrichtung der EZB beschleunigte den Ausverkauf am Rentenmarkt, der aufgrund der hohen Inflation ohnehin schon im Gange war. Die mit Blick auf 2023 in den kommenden Monaten vermutlich zunehmenden Konjunktursorgen dürften jedoch renditedämpfend wirken.

Aktienmarkt: Auf die Erholung der Aktienkurse bis Ende März folgte im April und in der ersten Maihälfte ein anhaltender Rückgang der Notierungen, bis zuletzt wieder eine Erholung einsetzte. Insgesamt zeigen die Aktienbörsen aktuell das typische Muster eines Bärenmarktes.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine hat die zuvor gehegte Hoffnung einer kräftigen Konjunkturerholung in der Eurozone nach Lockerung aller verbleibenden Corona-Schutzmaßnahmen einen starken Dämpfer erlitten. Der Krieg in der Ukraine verstärkte den Preisanstieg der Energieprodukte sowie Rohstoffe und verschärfte die ohnehin schon bestehende Materialknappheit. Zusätzlich gerieten die internationalen Lieferketten im April und Mai durch die strikte Null-Covid-Strategie in China und Lockdowns in wichtigen chinesischen Wirtschaftszentren (u.a. Shanghai) unter Druck. Die Industrieproduktion war davon besonders betroffen und sank im März um 1,8% im Vergleich zum Vormonat, so stark wie seit der ersten Corona-Welle im Frühjahr 2020 nicht mehr. Für die gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten im ersten Quartal hielten sich die Kriegsfolgen aber noch in Grenzen. Das europäische Bruttoinlandsprodukt (BIP) legte in den ersten drei Monaten des Jahres mit einer unveränderten Rate von 0,3% im Quartalsvergleich zu. Für Deutschland lag die BIP-Wachstumsrate mit 0,2% sogar höher als im Vorquartal, als das BIP vor dem Hintergrund der pandemiebedingten Einschränkungen zur Dämpfung der Omikron-Welle um 0,3% geschrumpft war. Allerdings ging die erhöhte Wirtschaftsdynamik in Deutschland vor allem auf einen Aufbau der Lagerbestände zurück, der Konsum der Privathaushalte verharrte auf dem Niveau des Vorquartals.

Belastung des BIP durch den Ukraine-Krieg hielt sich in Q1 in Grenzen,...

EWU: Verbrauchervertrauen der Europäischen Kommission (vorläufige Werte)



Ein Blick auf das vergangene Quartal zeigt also ein niedriges gesamtwirtschaftliches Wachstum, das vor allem gegen Ende des 1. Quartals durch den Ukraine-Krieg und die chinesischen Lockdown-Maßnahmen gebremst wurde. Für das laufende 2. Quartal deuten die Stimmungsindikatoren auf ein erneut gedämpftes Wachstum hin. Wichtige Konjunkturbarometer wie das Wirtschaftsvertrauen der Europäischen Kommission oder die Einkaufsmanagerindizes von S&P Global befinden sich in einer Abwärtsbewegung, einzelne Indizes wie das Verbrauchervertrauen sind abgestützt und nicht mehr weit von den Tiefständen der Corona-Pandemie entfernt. Vor allem der durch den Ukraine-Krieg verstärkte

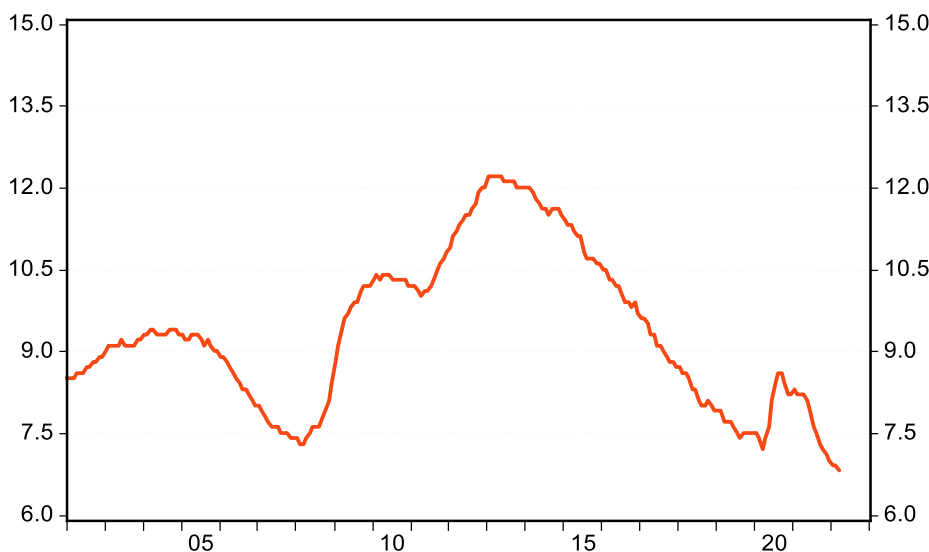
...dürfte sich aber in Q2 stärker zeigen.

Preisanstieg drückt auf die Stimmung der europäischen Privathaushalte, da dieser deren Kaufkraft schmälert. Ein Konsumboom nach Ende der Pandemie unter Verwendung der während der Corona-Lockdowns aufgebauten Ersparnisse ist daher nicht mehr zu erwarten.

Immerhin gibt der Arbeitsmarkt den Haushalten wenig Anlass zur Sorge. Seit Monaten befindet sich die Arbeitslosenquote in einer Abwärtsbewegung und lag im März bei 6,8%, einem Rekordtiefstand seit Einführung des Euro. Während sich Arbeitnehmer angesichts dieser Entwicklung freuen dürften, da sie die Arbeitsplatzsicherheit erhöht, einen Jobwechsel und die Durchsetzung von Gehaltserhöhungen tendenziell erleichtert, bedeutet dies andererseits für Arbeitgeber Schwierigkeiten, offenen Stellen zu besetzen sowie Aufwandssteigerungen. Bislang halten sich die Zuwächse bei den Löhnen zwar in Grenzen. Bis zum vierten Quartal 2021 sind die Tariflöhne in der Eurozone in der Tendenz immer schwächer gewachsen und lagen in den Monaten Oktober bis Dezember nur 1,3% über dem Vorjahresniveau. Im ersten Quartal schnellte die Zuwachsrate jedoch auf 2,8% nach oben und dürfte weiter zulegen, wenn die Inflation nicht rasch spürbar nachgeben wird. Denn die Gewerkschaften werden nicht dauerhaft einen realen Kaufkraftverlust ihrer Mitglieder hinnehmen können, zumal sie vor dem Hintergrund der niedrigen Arbeitslosenquote ohnehin aus einer Situation der Stärke heraus verhandeln.

Arbeitslosigkeit geht weiter zurück und macht Lohnsteigerungen wahrscheinlicher – vor allem wenn die Inflation nicht bald sinkt,...

EWU: Arbeitslosenquote (in %, saisonbereinigt)



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

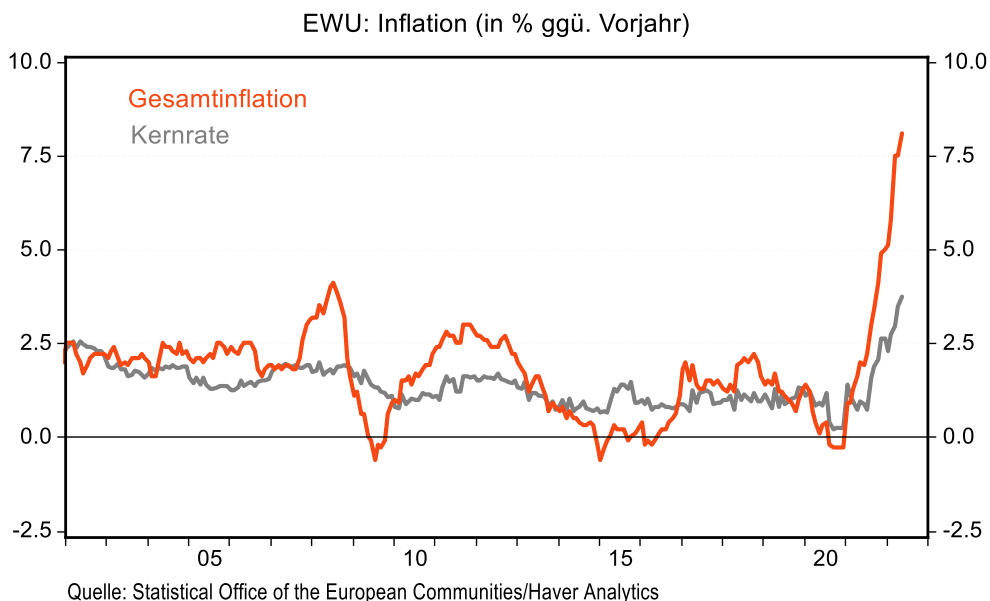
Ein rasches und spürbares Absinken der Inflationsrate ist vorerst nicht zu erwarten. Zwar könnte der Höhepunkt der jährlichen Preissteigerungsrate im Mai mit dem bisherigen Euroland-Rekordwert von 8,1 % erreicht worden sein. Eine Voraussetzung hierfür ist, dass die Energiepreise zukünftig nicht ähnlich stark steigen wie in der jüngeren Vergangenheit. Auf der anderen Seite zeigen die Inflationsdaten von Mai aber auch, dass der Preisauftrieb an Breite gewinnt: Ohne die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel lag die Inflation immer noch bei 3,8% und damit weit über dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB). Für einen fortgesetzten Inflationsdruck sprechen zudem die angespannten internationalen Lieferketten. Diese Problematik hatte sich zuletzt durch die chinesischen Lockdown-Maßnahmen in der Metropole Shanghai und in anderen

...aber ein rascher Rückgang der Inflation ist nicht zu erwarten.

Städten verschärft, und es bleibt abzuwarten, ob und wie schnell sich ein positiver Effekt durch die jüngsten Lockerungen bemerkbar macht. Die Entwicklung der Produzentenpreise deutet jedenfalls darauf hin, dass der Inflationsdruck an den vorgelagerten Stellen im Herstellungsprozess enorm ist. Der entsprechende Index stieg im April auf 37,2 % nach 36,9 % im März.

Einen dämpfenden, aber nur vorübergehenden Einfluss auf die Inflationsentwicklung dürften die Maßnahmen der europäischen Regierungen zur Abmilderung des Preisschocks ausüben. Hierzu gehört der als „iberische Ausnahme“ bezeichnete Ausstieg Spaniens und Portugals aus dem EU-Binnenmarkt für Gas für zunächst zwölf Monate. Dabei wird der Erdgaspreis, der in beiden sozialistisch regierten Staaten einen Referenzwert für den Strompreis darstellt, auf 50 Euro je Megawattstunde gedeckelt (Marktpreis aktuell 80 Euro). In Italien, Belgien und den Niederlanden wurde die Mehrwertsteuer auf Erdgas, Strom und Heizenergie gesenkt. Und in Deutschland soll bekanntlich die Absenkung der Energiesteuer (vormals Mineralölsteuer) auf Benzin um 29,55 Cent je Liter und Diesel um 14,04 Cent je Liter sowie das Neun-Euro-Ticket für den öffentlichen Nahverkehr Entlastung bringen. Anders gewendet ließe sich sagen, dass die Inflation ohne diese fiskalischen Maßnahmen noch höher wäre.

Fiskalische Maßnahmen dämpfen die Inflation.



Die dennoch sehr hohe Teuerung erhöhte den Ruck auf die EZB, ihre ultra-expansive Geldpolitik zu beenden. Im Vergleich zu anderen Notenbanken geht sie ohnehin nur sehr zögerlich vor. In den USA hat die Fed in diesem Jahr bereits zweimal die Leitzinsen erhöht, im Mai sogar – erstmals seit zwanzig Jahren – um einen 50 Basispunkte umfassenden Schritt. Außerdem haben die Fed-Notenbanker beschlossen, das Bilanzvolumen zu reduzieren (quantitative tightening, „QT“) und signalisiert, dass die Leitzinsen auch bei den kommenden Sitzungen um 50 Basispunkte angehoben werden. Darüber hinaus erklärte US-Notenbankpräsident Powell, dass die Zinsen über das neutrale Niveau hinaus steigen könnten, sollte dies notwendig sein, um die Inflation wieder einzufangen und dass die Zinsen solange erhöht werden würden, bis es „klare und überzeugende“ Belege dafür gäbe, dass der Inflationsdruck nachlasse.

Die EZB zögert,...

...und die Fed macht vor, wie Inflationsbekämpfung funktioniert.

In Europa fehlte diese Entschlossenheit in der Inflationsbekämpfung lange Zeit. Spät gestanden EZB-Vertreter ein, dass die Inflation nicht nur vorübergehend sei, sondern sich zu einem ernstem Problem entwickelt. Der Zeitpunkt für ein erwartetes Ende der Nettoanleihekäufe und eine erste Leitzinserhöhung verschob sich dadurch zwar nach und nach bis auf den Beginn des dritten Quartals nach vorne. Aber erst Ende Mai schien die Dringlichkeit bei EZB-Präsidentin Christine Lagarde angekommen zu sein, beziehungsweise sie beugte sich dem Druck der Ratsmitglieder aus stabilitätsorientierten Ländern wie Österreich (Robert Holzmann) und Lettland (Mārtiņš Kazāks). Statt auf die am 9. Juni anstehende Pressekonferenz im Anschluss an die Sitzung des EZB-Rats zu warten und damit den gewohnten Kommunikationsweg zu nutzen, veröffentlichte sie am 23. Mai einen Blog-Beitrag auf der Webseite der EZB. Darin versuchte sie einerseits, die Schuld für die hohe Inflation von sich zu weisen und geht auf Faktoren wie die Umkehrung der „Hyper-Globalisierung“ und den Ukraine-Krieg ein. Einen Zusammenhang mit dem seit Jahren hohen Wachstum der Geldmenge sieht sie offenbar nicht.

Andererseits bekräftigte Lagarde ihre Bereitschaft, die Nettoanleihekäufe zu Beginn des dritten Quartals zu beenden, die Leitzinsen bei der Juli-Sitzung zu erhöhen und die Phase der negativen Leitzinsen vor dem Ende des dritten Quartal beenden zu wollen. Noch bemerkenswerter war aber, dass sie für die Zeit danach Leitzinserhöhungen in Richtung des neutralen Niveaus (das zwischen 1% und 1,5% liegen soll) in Aussicht stellte und sich klar zum mittelfristigen Inflationsziel von 2% bekannte. Sie unterstrich dies mit den Worten „we will take whatever steps are needed to do so“ (übersetzt etwa: „wir werden alle notwendigen Schritte unternehmen, dies zu erreichen“), was an die legendäre „whatever it takes“-Rede des früheren EZB-Präsidenten Draghi erinnerte, die dazu beitrug, die durch die Euro-Krise verunsicherten Märkte zu beruhigen.

Der Ukraine-Krieg und strikte Corona-Maßnahmen in China haben die wirtschaftlichen Aktivitäten in der Eurozone gegen Ende des ersten Quartals ausgebremst und werden auch im laufenden Quartal ihre Spuren hinterlassen. Vor allem die hohen Rohstoffpreise und Lieferengpässe stellen eine erhebliche Belastung für den Industriesektor dar und dämpfen die Stimmung und die Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Dazu kommt die Unsicherheit rund um einen möglichen vollständigen Lieferstopp russischen Erdgases. Im Dienstleistungssektor profitieren Unternehmen dagegen von dem Wegfall der Corona-Maßnahmen, wobei die Hoffnung auf einen Konsumboom enttäuscht werden dürfte, da Privathaushalte als Folge der anhaltend hohen Inflation unter Kaufkraftverlusten leiden. Mit einem raschen Absinken der Inflation rechnet inzwischen nicht einmal mehr die EZB. Stattdessen bekräftigte sie zuletzt ihre Bereitschaft, die Inflation einzudämmen. Voraussichtlich wird der geldpolitische Rat auf seiner Sitzung in dieser Woche das Ende der Anleihekäufe per Ende Juni beschließen und EZB-Chefin Lagarde dürfte die Märkte nun auch offiziell per Pressekonferenz darauf vorbereiten, dass auf der im Juli folgenden Sitzung eine Anhebung des Einlagensatzes um 25 Basispunkte auf dann minus 0,25 % ansteht.

*EZB-Chefin
Lagarde verschlief
die Entwicklung,...*

*...und muss nun
ungewöhnliche
Wege gehen.*

*EZB-
Leitzinserhöhungen
ab Juli sehr
wahrscheinlich.*

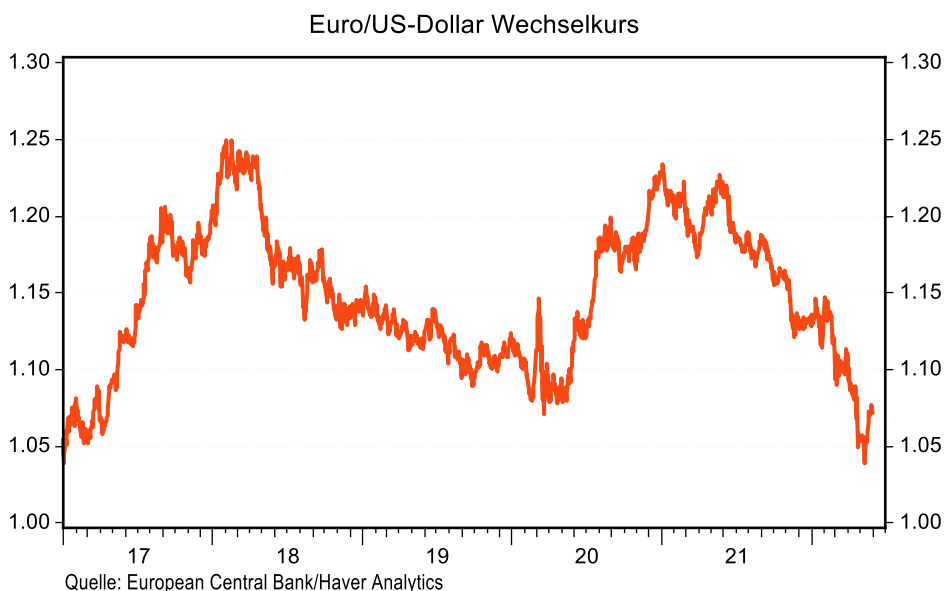
Euro

Im Berichtszeitraum seit Anfang April setzte sich die seit Monaten bestehende Abwärtsbewegung des Euro gegenüber dem US-Dollar zunächst fort, sodass die Gemeinschaftswährung von 1,106 US-Dollar Anfang April auf unter 1,04 US-Dollar Mitte Mai fiel. Als Belastungsfaktor für den Euro erwies sich unter anderem weiterhin der Ukraine-Krieg, da er die EWU-Wirtschaft stärker beeinträchtigt als die USA. Dies liegt zum einen an umfangreicheren Verbindungen zu russischen und ukrainischen Unternehmen. Vor allem aber droht Europa eine Rezession, sollten russische Gaslieferungen eingestellt werden. Dass angesichts des Ukraine-Kriegs auch Safe-Haven-Zuflüsse in den US-Dollar eine Rolle für die Wechselkursbewegung gespielt haben, kann zwar nicht ausgeschlossen werden. Dagegen spricht allerdings, dass der japanische Yen und der Schweizer Franken, die beiden anderen wichtigen Fluchtwährungen, gegenüber dem US-Dollar im Berichtszeitraum deutlich abwerteten.

Der Grund hierfür wie auch für die Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro war natürlich die divergente Geldpolitik der Währungsräume. Während die Fed in den USA ein entschlossenes Vorgehen gegen die hohe Inflation signalisierte, verhielt sich die EZB bislang zögerlich, sodass der Renditevorsprung US-amerikanischer kurzlaufender Staatsanleihen stieg. Im April betrug die Renditedifferenz zwischen 2-jährigen US-Treasuries und Bundesanleihen mit derselben Laufzeit über 250 Basispunkte. Und ähnlich wie die EZB gibt sich auch die Bank of Japan eher zurückhaltend, während die Schweizerische Nationalbank vermutlich einfach nur der EZB-Politik folgt.

Der US-Dollar wertete zunächst gegenüber dem Euro auf,...

...was auf die divergente Geldpolitik zurückgeführt werden kann,...



Seit Mitte Mai befindet sich der Euro jedoch im Aufwind, was im Wesentlichen darauf zurückzuführen ist, dass die EZB wie oben ausgeführt signalisierte, die Inflationsbekämpfung stärker in den Fokus zu rücken. Bereits zuvor hatte der niederländische Notenbankchef Claas Knot als erstes EZB-Ratsmitglied eine Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte ins Spiel gebracht. Und auch wenn Knot einen derartigen Zinsschritt nicht als seine Präferenz verstanden wissen wollte, war dies ein Weckruf für die Devisenmärkte. Weitere Unterstützung für den Euro gab es auch durch andere Falken im EZB-Rat, wie Holzmann und Kazäks, die schließlich

...doch zuletzt wendete sich das Blatt.

ebenfalls eine Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte in Betracht zogen beziehungsweise dies sogar befürworteten.

Der US-Dollar hatte dem wenig entgegenzusetzen. Der aggressive Leitzinserhöhungskurs, den die Fed zur Inflationsbekämpfung plant, ist bereits länger bekannt und von den Märkten eingepreist. Zudem kamen Zweifel auf, ob der Fed mit ihrem geldpolitischen Kurs ein Soft-Landing gelingen würde oder ob sie die US-Wirtschaft damit stattdessen in eine Rezession stürzt. Vor diesem Hintergrund gelang es dem Euro, seinen Tiefstand von unter 1,04 US-Dollar zu verlassen und zwischenzeitlich bis fast auf 1,08 US-Dollar aufzuwerten (aktuell 1,07 US-Dollar).

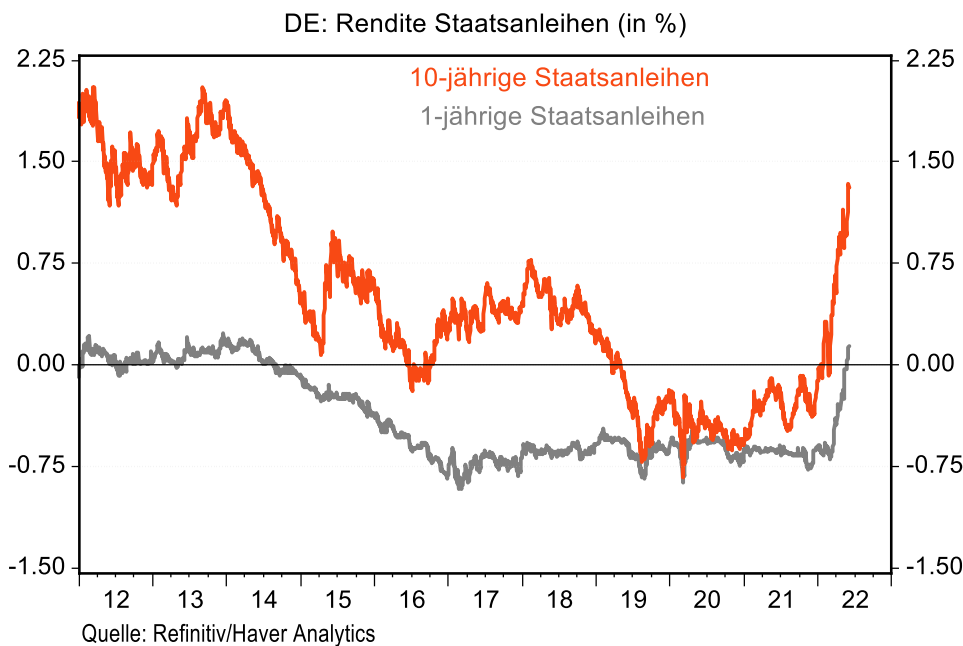
*Das Aufwertungs-
potenzial für den
US-Dollar ist
begrenzt.*

Der lange währende Höhenflug des US-Dollars fand Mitte Mai bei 1,035 US-Dollar ein zumindest vorläufiges Ende. Da die EZB nach langem Zögern nun doch eine deutlich weniger lockere Geldpolitik in Aussicht stellte, erholte sich der Euro und wechselt aktuell zu 1,07 US-Dollar. Nun fehlt dem Währungspaar nicht mehr viel, um in die von uns prognostizierte Spanne zwischen 1,10 und 1,15 US-Dollar für Ende 2022 einzuschwenken. Ob der Euro kurzfristig nochmal einen Schub erhält, hängt vor allem von den Beschlüssen der EZB-Sitzung am Donnerstag und dem „Wording“ ab. An den Kapitalmärkten sind inzwischen Leitzinserhöhungen um 125 Basispunkte bis zum Jahresende eingepreist, was Zinsschritte auf jeder Sitzung impliziert. Die Gemeinschaftswährung würde vermutlich nur dann einen umfassenden Schub erhalten, wenn sich die Markterwartungen vollständigen erfüllen und sich die Anzeichen für noch umfangreichere Zinserhöhung verdichten würden.

Rentenmarkt

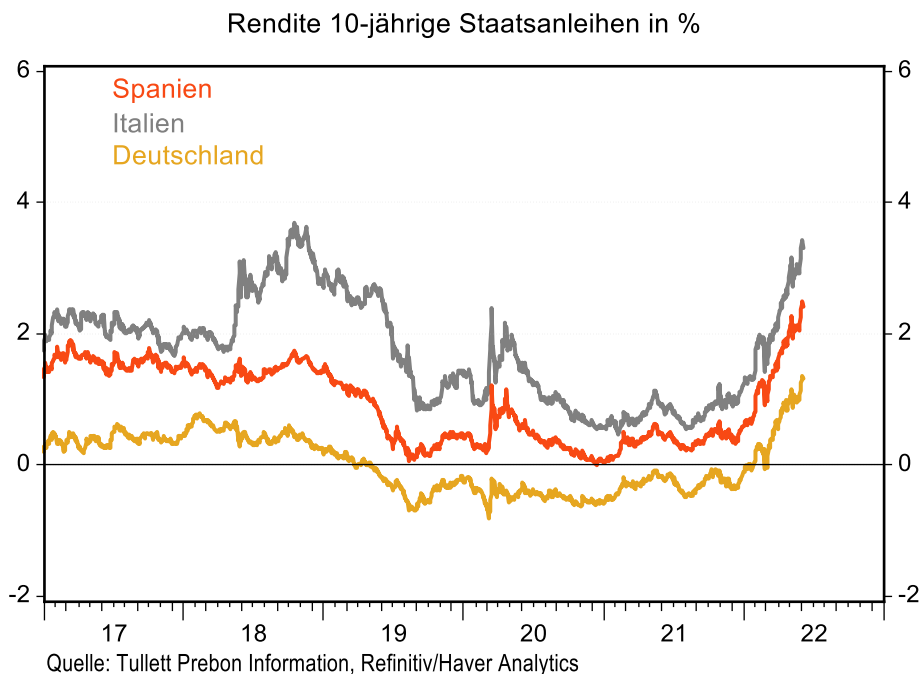
Die in Aussicht gestellte geldpolitische Straffung in der Eurozone und die sehr hohen Inflationsraten haben europäischen Staatsanleihen in den vergangenen Wochen stark zugesetzt und deren Renditen in Höhen getrieben, die zumindest in den letzten Jahren als ambitioniert galten. Dabei vollzog sich der Renditeanstieg nahezu über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg. Lediglich extrem kurslaufende Staatsanleihen, die sehr stark vom Leitzinsniveau beeinflusst werden, waren davon ausgeschlossen. Für die Bundrenditen bedeutete dies ein Anstieg von -0,42 % auf 0,16 % im einjährigen Bereich seit Anfang April und einen Anstieg von 0,56% auf 1,35 % bei Staatsanleihen mit einer 10-jährigen Restlaufzeit. Sowohl einjährige als auch für zehnjährige Bundrendite haben damit den höchsten Stand seit 2014 erklommen.

*Die Renditen sind
zuletzt deutlich
gestiegen,...*



In der EWU-Peripherie war der Renditeanstieg sogar noch stärker ausgeprägt. So stieg die Rendite von 10-jährigen italienischen Staatsanleihen von 2,11 % auf 3,38 %, sodass sich der Zinsabstand gegenüber Bundesanleihen von 154 auf 204 Basispunkte erhöhte. Bei spanischen Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit erhöhte sich die Rendite von 1,50% auf 2,48% und der Spread weitete sich von 95 auf 110 Basispunkte aus.

...und die Spreads haben sich ausgeweitet,...



Auch wenn die Renditen einiger europäischer Staatsanleihen zuletzt mehrjährige Höchststände erreicht haben, hat die Entwicklung am Rentenmarkt in den letzten Wochen auch gezeigt, dass sich Investoren zunehmend Sorgen um die konjunkturellen Auswirkungen der gestrafften Geldpolitik – vor allem im Zusammenspiel mit dem Ukraine-Krieg und den chinesischen Lockdowns –

...obgleich Konjunktursorgen bestehen.

machen. Kurzfristig sprechen die hohen Inflationsraten und der in Kürze beginnende Leitzinserhöhungszyklus für weiter anziehende Renditen. Gegen Jahresende dürfte sich der Blick der Marktteilnehmer verstärkt auf dann aufgrund des statistischen Basiseffektes sinkende Inflationsraten und die sich durch eine restriktive Geldpolitik abschwächende Konjunkturdynamik in den USA richten. Damit wird eine moderate Gegenbewegung bei den Staatsanleihenrenditen wahrscheinlicher.

Die hohe und immer noch steigende Inflation zusammen mit dem deutlichen geldpolitischen Richtungsschwenk der EZB seit dem Blog-Eintrag von Präsidentin Lagarde gaben den Renditen in den letzten Wochen die Marschrichtung nach oben vor. Eine zwischenzeitliche Konsolidierungsphase in der zweiten Maihälfte wurde Anfang Juni jäh durch die Lockerungen der Corona-Maßnahmen in China beendet. Hierdurch verbessern sich die Konjunkturaussichten für die Volksrepublik, was über den Wirkungskanal einer höheren Rohstoffnachfrage die Inflationsproblematik verstärkt und damit wieder die Notwendigkeit einer strafferen Geldpolitik in der Eurozone. Kurzfristig dürfte sich hieran nichts ändern, doch mit Blick auf das Jahresende 2022 und das Jahr 2023 könnten Anzeichen einer Konjunkturabschwächung, die in den USA schneller als in Europa einsetzen dürften, renditedämpfend wirken. Im Falle des Nebenszenarios einer europäischen Energiemangelrezession im Zuge des Ukraine-Krieges würden die Anleihenrenditen vermutlich sogar sehr zügig sinken, da dann Anleihen als „sichere Häfen“ gefragt wären. Die vielleicht spannendste Frage am europäischen Rentenmarkt ist daneben die mögliche Reaktion der EZB auf die gestiegenen Peripherie-Spreads. Das von der EZB mehrmals nebulös angekündigte Anti-Fragmentierungs-Instrument bleibt bis jetzt nur eine geldpolitischer Bluff.

Aktienmarkt

Die Entwicklung an den Aktienmärkten in den vergangenen zwei Monaten kann grob gesprochen in zwei Phasen eingeteilt werden. Doch zur Erlangung eines besseren Überblicks lohnt es sich, noch einmal den Jahresbeginn 2022 in das Gedächtnis zu rufen: Im Januar und Anfang Februar bewegten sich die Aktienkurse deutlich nach unten, da sich immer mehr eine zügige geldpolitische Straffung in den USA abzeichnete. Sie belastete auch in Europa die Aktienkurse und insbesondere Technologietitel mit ihrer teilweise hohen Bewertung und einer erst für die fernere Zukunft prognostizierten Profitabilität.

Ab Mitte Februar beschleunigte sich die Abwärtsbewegung durch die politische Krise und den russischen Angriffskrieg in der Ukraine, wobei die europäischen Leitindizes am 7. März angesichts der damals ihren Höhepunkt erreichenden Angst vor einem neuen Weltkrieg ihre bisherigen Jahrestiefstände markierten. Die in der Folgezeit versöhnlichen Töne aus Moskau, wonach ein Einsatz von Atomwaffen nicht beabsichtigt wäre, führten bis Ende März zu einer markanten Erholungsbewegung.

Doch im April und Anfang Mai setzte sich der im Januar begonnene Abwärtstrend der europäischen Indizes fort. Und im Chartbild (siehe nächste Seite) erscheint der durch den Ukraine-Krieg induzierte Kurssturz und die Erholungsphase nur als

Seit Jahresanfang zeigt der Trend nach unten,...

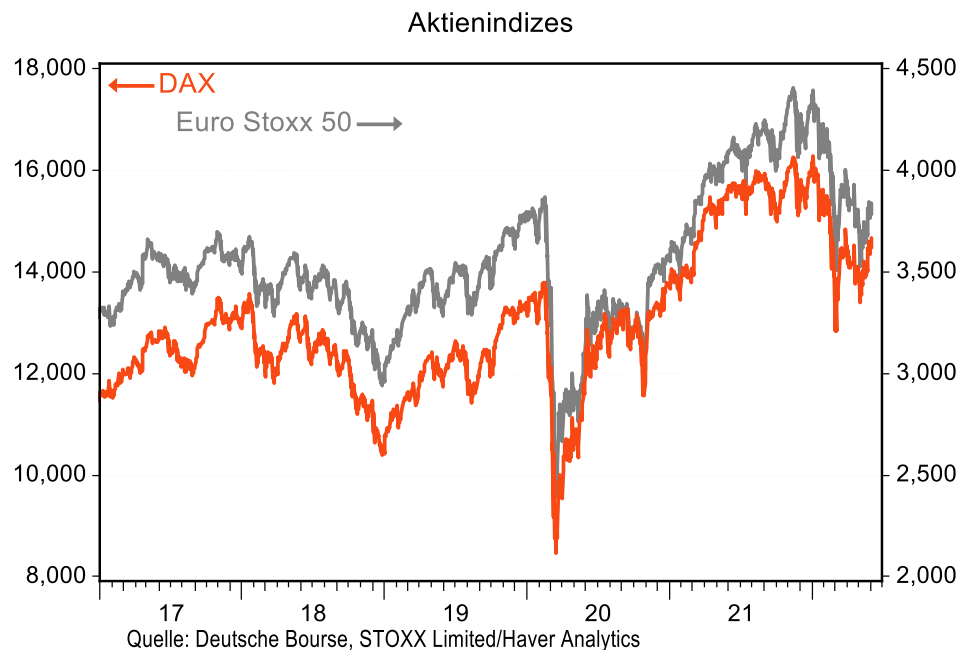
...und der Ukraine-Krieg stellte nur eine kurze Unterbrechung dar.

Der Mai war durch Verluste geprägt.

kurzfristige Abweichung vom übergeordneten, nach unten gerichteten Trend. Mit Blick auf die europäischen Indizes wurde das neue Verlaufstief am 9. Mai erreicht, als in Moskau des Sieges über Deutschland im Zweiten Weltkrieg gedacht wurde und bei der erwarteten Ansprache des russischen Präsidenten Putin die Ankündigung einer Generalmobilmachung befürchtet wurde. Da diese ausblieb, erholten sich die Kurse wieder, wobei der Abwärtstrend in den USA noch ein paar Tage länger anhält.

Ab Ende Mai beziehungsweise Anfang Juni sorgte der Vorschlag des regionalen Notenbankpräsidenten von Atlanta, Raphael Bositc, im Spätsommer in den USA eine Zinserhöhungspause einzulegen für einen weltweiten, leichten Anstieg der Aktienkurse. Hierzu trugen auch die bereits angesprochenen Lockerungsmaßnahmen in China bei. Mit einem Stand von rund 3.800 Punkten befindet sich der Euro Stoxx 50 gleichwohl rund 13 % unterhalb des bisherigen Jahreshöchststandes von Anfang Januar. Der DAX verlor per Saldo immerhin noch 10 %, wobei er gemessen vom Tiefstand Anfang März rund 17 % hinzugewann.

Zuletzt zeigten sich die Aktienmärkte erholt.



Während der Krieg in der Ukraine und der Ankündigungseffekt des geldpolitischen Bremsmanövers in den USA bereits weitgehend von den Aktienmärkten eingepreist wurden, sind mit Blick auf die kommenden Monate verschiedene relevante Einflussfaktoren denkbar, die entweder noch völlig unbekannt sind oder deren Auswirkungen für den Markt noch nicht oder nicht vollständig in den Kursen eskomptiert wurden. Zu den potenziell positiven Kurstreibern gehört beispielsweise ein Friedensschluss in der Ukraine, der es dem Westen ermöglichen würde, die Sanktionen gegen Russland aufzuheben, womit auch die Risikoprämien auf die Rohstoffe und insbesondere Erdgas sowie Erdöl entfallen würden. Ein denkbare Szenario hierfür wäre die Ablösung von Putin an der Staatsspitze Russlands, die auf den ersten Blick wenig wahrscheinlich wirkt, aber angesichts von Gerüchten über ernsthafte Gesundheitsprobleme des Potentaten auch nicht völlig ausgeschlossen werden sollte.

Ein Regimewechsel in Moskau wäre vermutlich positiv,...

Positiv wäre auch eine Abkehr Chinas von der Null-Covid-Politik, die andernfalls weiterhin immer wieder für Friktionen sorgen kann. Problematisch hieran wäre allerdings das bereits oben aufgrund der jüngsten chinesischen Lockerungsschritte wieder aufkeimende Inflationsproblem, was die Aktienmärkte aufgrund der dann vermutlich noch restriktiveren Geldpolitik belasten könnte. Eine auf wundersame Weise rückläufige Inflationsrate wäre selbstverständlich ebenfalls positiv für die Aktienkurse.

...oder eine Abkehr von der chinesischen Null-Covid-Politik,...

Derzeit überwiegt jedoch die Liste der möglichen negativen marktbeeinflussenden Themen, weshalb wir auch im weiteren Verlauf des Jahres 2022 von einer schwierigen Entwicklung an den Aktienbörsen ausgehen. Ein russischer Gaslieferstopp oder ein von europäischer Seite als notwendig erachteter Boykott würde voraussichtlich unweigerlich zu einer schweren Rezession in der Eurozone führen. Hieran ändern auch die Bemühungen der Politik nichts, die Abhängigkeit von russischem Gas durch die Lieferung von Gas aus Katar oder Fracking-Gas aus den USA zu verringern. Die Errichtung der hierfür notwendigen technischen Infrastruktur dürfte noch Jahre dauern, und bei den Erfolgsmeldungen der letzten Wochen aus Brüssel und Berlin zu neuen Erdgasquellen handelt es sich im Wesentlichen nur um Politpropaganda. Auch wenn manche Aktienkurse bereits unter der Energieverteuerung litten, ist eine Rezession infolge eines „Abdrehens des Gashahns“ noch nicht substantziell eingepreist.

...aber das Risiko eines Gaslieferstopps bleibt...

Ebenfalls bekannt, aber möglicherweise noch nicht vollständig eskomptiert sind umfangreiche Leitzinserhöhungen der EZB bis in den neutralen Bereich bei 1,0 % bis 1,5 % oder darüber hinaus, der Abbau der Bilanz der Fed, der bereits Ende 2018 starke Spuren an den Märkten hinterließ, sowie die zu erwartende Konjunkturabkühlung in den USA ab ungefähr 2023.

...ebenso wie andere Probleme.

Denkbar ist auch eine Wiederkehr der Corona-Pandemie im Herbst 2022 mit einem neuen Virustyp oder eine größere Verbreitung bisheriger Varianten, gegen den die Wirksamkeit der im letzten Winter verabreichten Impfungen nicht mehr ausreicht. Die Vorbereitung einer größeren Impfkampagne im Spätsommer als vorausschauende Maßnahme scheint die Politik in Europa und auch in anderen Weltregionen jedenfalls zu verschlafen. Ein zusätzliches Risiko besteht in der Gefahr von Friktionen im weltweiten Finanzsystem, die durch die Leitzinserhöhungen, den allgemeinen Renditeanstieg und den Abbau der Überschussliquidität geschaffen werden könnten. In der Vergangenheit traf die Daumenregel oftmals zu, wonach die US-Notenbank die Leitzinsen so lange anhebt, bis irgendwo auf der Welt eine Krise ausbricht, beispielsweise die Emerging Markets-Krise in den 1990er Jahren oder die Subprime-Krise in den 2000er Jahren. Insofern würde es nicht überraschen, wenn demnächst Probleme an einer Stelle der Wirtschaft auftauchen, die bislang kaum beachtet worden war.

Kommt im Herbst eine neue Corona-Welle...

...oder eine neue Finanzkrise?

Die geldpolitische Straffung birgt gewisse Risiken, aber auch ohne die oben angedeuteten weitgehend unbekanntem Problemszenarien scheinen mit Blick auf die kommenden Monate die Belastungsfaktoren für die Aktienmärkte zu überwiegen. Im Hauptszenario gehen wir deshalb von einem leichten Kursrückgang aus, der vor allem durch die Geldpolitik und eine Konjunkturabkühlung getrieben wird. Taktische Einstiegschancen sehen wir vor allem nach kurzen und intensiven Ausverkaufsphasen.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	1,9	1,4	-6,5	5,3	2,75	1,8	1,2	0,3	2,6	7,0	8,2	7,6	8,0	7,7	6,8
- Deutschland	1,1	1,1	-4,9	2,9	2,3	1,7	1,4	0,5	3,1	7,0	5,2	5,0	5,9	5,7	5,0
UK	1,3	1,4	-9,7	7,4	3,5	2,5	1,8	0,9	2,6	7,5	4,1	3,8	4,5	4,6	4,0
USA	2,9	2,3	-3,4	5,7	2,5	2,4	1,8	1,2	4,7	7,0	3,9	3,7	8,1	5,4	3,7
Japan	0,6	0,0	-4,7	1,7	2,2	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,0	2,4	2,4	2,8	2,8	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	3,0	2,4	2,2	2,6	2,7	-0,5	-0,6	-7,2	-7,7	-3,4	1,15	1,12	1,22	1,14	1,13
- Deutschland	7,8	7,4	6,9	6,8	6,9	1,9	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-	-	-	-	-
UK	-3,7	-3,1	-3,7	-3,4	-3,4	-2,2	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	1,28	1,30	1,37	1,35	1,29
USA	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,5	3,4	3,3	3,5	3,3	-2,7	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	110	110	103	115	130

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)				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,25	0,24	-0,19	-0,26	-0,18	0,8
UK	0,75	0,75	0,1	0,25	2,0	1,28	0,82	0,20	0,97	1,8
USA	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	2,5-2,75	2,68	1,92	0,91	1,51	2,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,03	0,0	0,04	0,07	0,2

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Deposit Rate; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

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

Rohstoffe

	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	08.06.
CRB-Index**	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	327,1
Ölpreis (Brent)*	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	121,7

Angaben jeweils zum Periodenende

* 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.