

Nr. 5: EZB nun auch mit Jumbo-Zinsschritt



Konjunktur und Geldpolitik: Stimmungsindikatoren und andere monatliche Konjunkturdaten deuten darauf hin, dass sich das BIP-Wachstum im dritten Quartal von zuvor 0,8% deutlich abschwächen wird. Für das Winterhalbjahr hat sich die Konjunkturperspektive auch angesichts des Lieferstopps russischen Erdgases durch die Nord-Stream-1-Pipeline weiter eingetrübt. Die EZB hat dennoch die Leitzinsen deutlich angehoben und rückt die Inflationsbekämpfung immer stärker in den Fokus.

7. Oktober 2022

Euro: Der Euro hat in den vergangenen beiden Monaten seine Abwärtsbewegung fortgesetzt und handelte gegenüber dem US-Dollar zwischenzeitlich auf dem tiefsten Niveau seit 20 Jahren. Dabei waren es größtenteils dieselben Faktoren wie schon in den Monaten zuvor, die die Gemeinschaftswährung belasteten: die entschlosseneren Leitzinserhöhungen in den USA, die Energiekrise in Europa und die Safe-Haven-Zuflüsse nach Amerika. Dazu kam die Wahl in Italien, die zwar das erwartete Ergebnis brachte, das Vertrauen in die italienischen Staatsfinanzen und den Euro aber nicht gerade stärkte.

Rentenmarkt: Der Rentenmarkt war in den vergangenen Monate geprägt von einer steilen Aufwärtsbewegung der Renditen. Kurzlaufende Staatsanleihen waren dabei besonders betroffen, da umfassendere Leitzinserhöhung eingepreist wurden, aber auch bei 10-jährigen Bundesanleihen erhöhte sich die Rendite deutlich von 0,82% auf nun 2,19%. Zwischenzeitlich lag die Rendite sogar auf dem höchsten Stand seit mehr als elf Jahren.

Aktienmarkt: Höhere Anleiherenditen und die Sorge vor einer bevorstehenden Rezession haben den Aktienmärkten im Berichtszeitraum zugesetzt. Im August ging es für den DAX und den Euro STOXX 50 um 4,8% bzw. 5,0% abwärts, im September belief sich der Rückgang sogar auf 5,6% bzw. 5,5%. Die heftigen Kursgewinne zu Beginn des neuen Monats, als angesichts von Entspannungssignalen auf dem US-Arbeitsmarkt die Hoffnung aufkeimte, dass eine geldpolitische Wende greifbar werden könnte, zeigte, wie sehnsüchtig die Aktienindizes auf eine Pause der Leitzinserhöhungen warten. Momentan deutet jedoch weder die Rhetorik der Fed noch der EZB darauf hin, sodass noch tiefere Indexstände in kommenden Monaten wahrscheinlich sind.

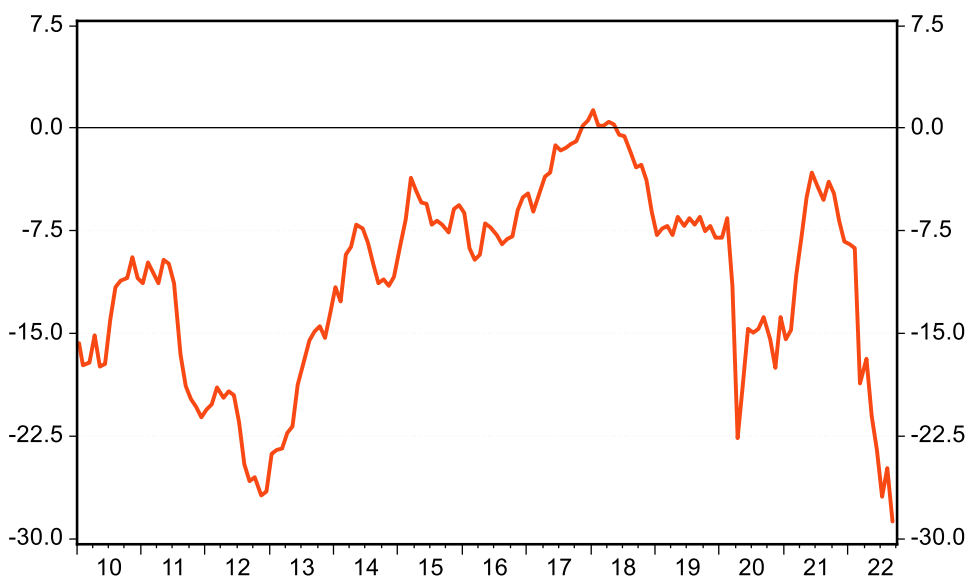
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die letzten verfügbaren Daten zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Eurozone beziehen sich auf das zweite Quartal. Damals war die europäische Wirtschaft noch um 0,8% gegenüber dem Vorquartal gewachsen und hatte vor allem von der Aufhebung von Corona-Restriktionen profitiert, was die Konsumausgaben für kontaktintensive Dienstleistungen beflügelte. Erste Daten zum dritten Quartal (aus der sogenannten Schnellschätzung) werden erst am 31. Oktober dargestellt, aber umfragebasierte Frühindikatoren sowie monatliche Daten zur Wirtschaftsaktivität deuten auf einer erhebliche konjunkturelle Verlangsamung hin.

Wirtschaftswachstum schwächt sich ab.

EWU: Verbrauchervertrauen der Europäischen Kommission (vorläufige Werte)



Quelle: European Commission/Haver Analytics

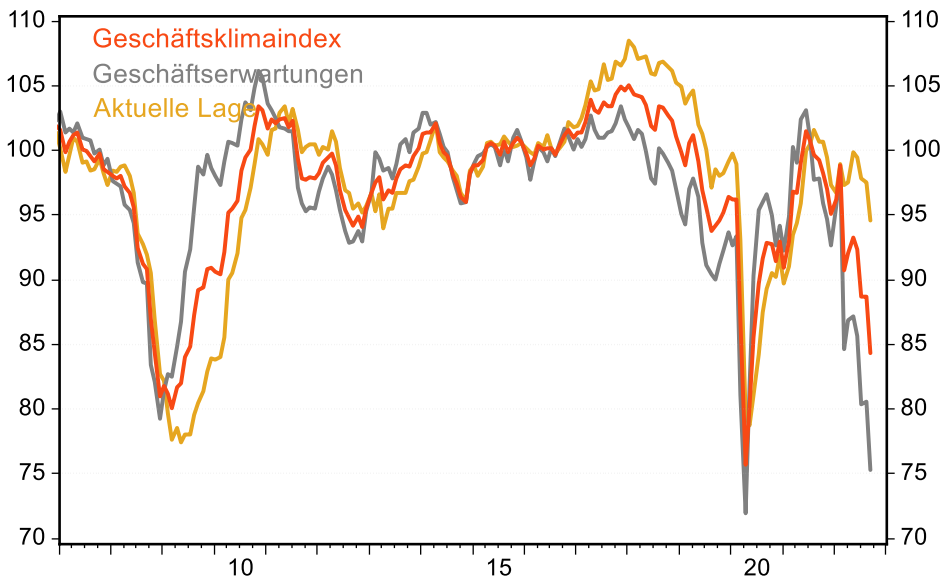
So hat der aggregierte Einkaufsmanagerindex von S&P Global für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor zuletzt die Wachstumsschwelle von 50 Punkten unterschritten und damit rezessive Tendenzen signalisiert. Gleichzeitig hat das Verbrauchervertrauen der Europäischen Kommission ein neues Allzeittief erreicht und für Deutschland befindet sich die ifo-Konjunkturuhr nun im Krisenquadranten mit einer unterdurchschnittlichen Lage- und Erwartungseinschätzung von 94,5 bzw. 75,2 Punkten.

ifo-Konjunkturuhr im Krisenquadranten.

Neben den Stimmungsdaten liefern auch die Daten zur Industrieproduktion und den Einzelhandelsumsätzen Hinweise auf eine Konjunkturabschwächung. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe gab im Juli um 2,3% gegenüber dem Vormonat nach und lag damit zudem unter dem Niveau des Vorjahres. Die europäischen Einzelhändler verzeichneten im Juli ein Minus von 0,4% und im August einen Rückgang um 0,3%. Das BIP dürfte vor diesem Hintergrund im dritten Quartal in der Eurozone nur noch leicht zugelegt haben, in Deutschland dürfte es bereits geschrumpft sein.

Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze sinken.

Deutschland: ifo Index



Quelle: Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung/Haver Analytics

Für das nun anstehende Winterhalbjahr hat sich die ohnehin trübe Perspektive durch den vollständigen Lieferstopp russischen Erdgases durch die Nord Stream 1-Pipeline und deren Sprengung weiter verschlechtert. Die Gasspeicher in Europa sind inzwischen zwar gut gefüllt. Ohne Einsparungen wird es dennoch kaum gelingen, eine Gasmangellage mit Gasrationierungen zu vermeiden. Während Privathaushalte als geschützte Gruppe keine Einschränkungen bei der Energieversorgung fürchten müssen, würde eine Rationierung in der Industrie unweigerlich zu einer geringeren Produktion führen. Aber auch ohne Rationierungen sind Produktionskürzungen zu erwarten, da die Aufrechterhaltung des laufenden Betriebs für einige Firmen angesichts hoher Energiepreise nicht mehr rentabel sein wird. Über die Lieferketten dürfte sich die Auswirkung der eingeschränkten Gasversorgung verschärfen. In den Dienstleistungsbereichen werden die pandemiebedingten Nachholeffekte auslaufen und die Haushalte dürften sich angesichts sinkender Realeinkommen und einer hoher Unsicherheit in Bezug auf die Nebenkostenabrechnungen zurückhalten. Zusätzlichen Gegenwind erhält die europäische Wirtschaft durch die steigenden Zinsen, die sowohl bei Verbrauchern als auch bei Unternehmen die Ausgabenbereitschaft einschränken und insbesondere den Bausektor belasten.

Im Vergleich der großen europäischen Volkswirtschaften dürften die Auswirkungen der Energiekrise in Deutschland besonders gravierend sein. Bereits jetzt hat laut einer Umfrage des Bundesverbands der deutschen Industrie (BDI) jedes zehnte Industrieunternehmen die Produktion zurückgefahren oder gestoppt, über die Hälfte der Unternehmen sieht die steigenden Energiepreise als große Herausforderung an und jedes Dritte als existenzgefährdend. Die Produktionskürzungen sowie die Umstellung von Betrieben von Erdgas zu alternativen Energieträgern hat zwar bereits erhebliche Einsparungen von etwa 20% gebracht. Da bei Privathaushalten das Einsparpotential geringer ist, könnten – je nachdem wie kalt der Winter wird – Gasrationierungen notwendig sein. Eine Rezession dürfte sich vor diesem Hintergrund kaum vermeiden lassen.

*Trübe
Perspektive für
das
Winterhalbjahr.*

*Auswirkungen der
Gaskrise sind für
Deutschland
besonders
gravierend und
dürften zu einer
Rezession
führen.*

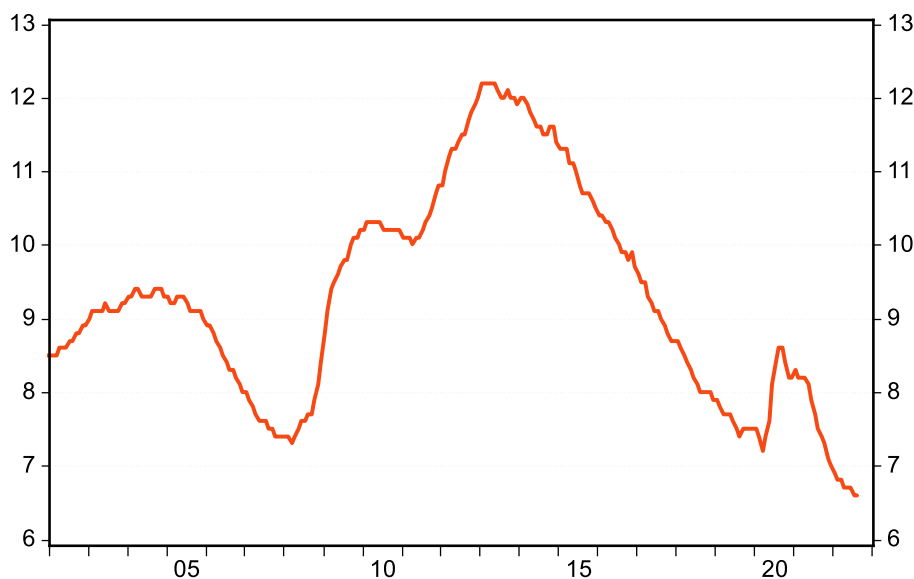
In anderen Ländern der Eurozone war die Abhängigkeit von russischen Gasimporten geringer, dementsprechend niedriger fallen jetzt die Folgen der Energiekrise aus. In Italien beispielsweise müsste der Gasverbrauch Schätzungen zufolge lediglich um 10% reduziert werden, um durch den Winter zu kommen, gegenüber einer 20 prozentigen Einsparnotwendigkeit in Deutschland. In Frankreich und Spanien, den beiden anderen großen europäischen Volkswirtschaften, sind Gasrationierungen nicht zu erwarten, allerdings belasten die höheren Energiepreise auch dort die Realeinkommen und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen.

In anderen Ländern belasten vor allem die höheren Energiepreise.

Trotz der eingetrübten Konjunkturaussichten dürfte das EWU-BIP im laufenden Jahr dank der robusten Entwicklung im ersten Halbjahr spürbar wachsen. In ihrer Gemeinschaftsdiagnose rechnen die führenden deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute mit einem EWU-BIP-Wachstum von 3,0% für dieses Jahr, die EZB prognostiziert eine Rate von 3,1%. Im Durchschnitt des kommenden Jahres soll die Wirtschaftsleistung dann nur noch um voraussichtlich 0,3% zunehmen (EZB-Prognose: 0,9%), wobei das Wachstum vor allem durch eine Erholung in der zweiten Jahreshälfte gelingen soll, wenn Strom- und Gaspreise annahmegemäß wieder sinken. Für Deutschland sind die Konjunkturforscher pessimistischer. Die Wachstumsrate für die hiesige Wirtschaft soll 2022 nur bei 1,4% liegen, im kommenden Jahr wird eine Rate von -0,3% erwartet.

EZB rechnet für 2022 mit 3,1% Wachstum, für 2023 mit nur noch 0,9%.

EWU: Arbeitslosenquote (in %, saisonbereinigt)



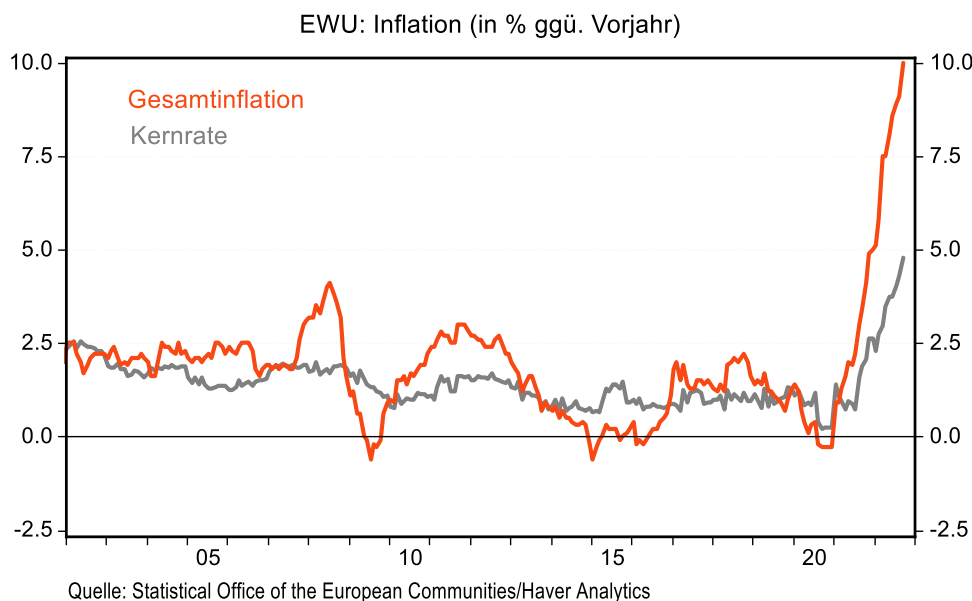
Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Konjunkturell stabilisierend wirkt der Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote liegt in der Eurozone bei 6,6% auf einem historischen Tiefstand und auch wenn zu erwarten ist, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften bei einer Wachstumsverlangsamung nachlassen wird, dürften die Firmen wegen des Fachkräftemangels bestrebt sein, ihre Angestellten zu halten. Die Arbeitslosenquote sollte also nur moderat ansteigen und der Arbeitsmarkt insgesamt recht widerstandsfähig bleiben.

Dabei stützt der Arbeitsmarkt die Konjunktur.

Die konjunkturelle Lage für die Eurozone hat sich in den vergangenen Monaten spürbar eingetrübt und im Winterhalbjahr dürfte sich die

Wachstumsverlangsamung fortsetzen. Einzelne Länder wie Deutschland dürften angesichts der Energiekrise sogar in eine Rezession rutschen.



Die Gaspreise haben durch den russischen Nord-Stream-Lieferstopp einen Sprung nach oben vollzogen und – auch wenn sie zuletzt wieder etwas nachgegeben haben – die Inflationsproblematik verschärft. Im September hat die Inflationsrate bei 10,0% einen Höchststand markiert. Der Großteil der Teuerung geht zwar auf das Konto höherer Energiepreise, es wird aber immer klarer, dass die Inflation an Breite gewinnt. Die Lebensmittelpreise stiegen im September um 11,8% und die Kernrate erhöhte sich auf 4,8%. Bei einer Stabilisierung der Energiepreise und der erwarteten konjunkturellen Verlangsamung ist im kommenden Jahr mit einer nachlassenden Inflationsrate zu rechnen, ein Rückgang auf das von der Europäischen Zentralbank angestrebte Niveau bei 2% ist vorerst aber nicht zu erwarten. So setzte sich der Preisanstieg auf Ebene der Produzentenpreise zuletzt fort und es gibt weiterhin viele Firmen, die ihre höheren Einkaufspreise noch nicht vollständig an die Konsumenten weitergereicht haben. Außerdem werden die Gewerkschaften bei den anstehenden Tarifverhandlungen zumindest einen teilweisen Inflationsausgleich fordern, sodass die Löhne steigen dürften. Sogar die EZB, die bislang durch ihre niedrigen Inflationsprognosen aufgefallen ist, rechnet für 2023 nun mit einer Inflationsrate von 5,5% bzw. 3,4% für die Kernrate und auch im Jahr 2024 geht die EZB von einer Inflationsrate über ihrer Zielmarke (konkret: 2,3%) aus.

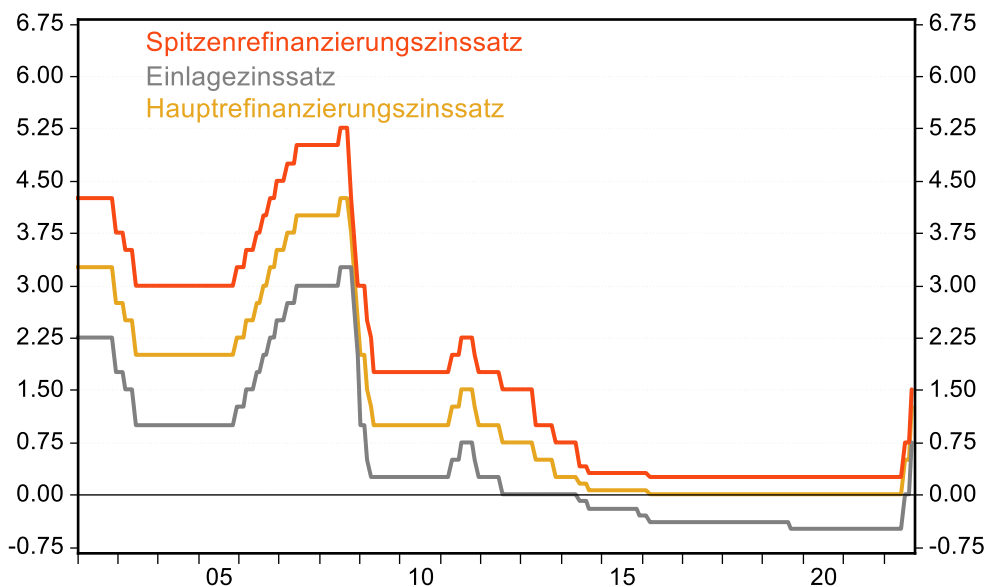
Vor diesem Hintergrund war ein signifikante Straffung der EZB-Geldpolitik überfällig und die Währungshüter haben inzwischen – nach langem Zögern – den Ernst der Lage erkannt. Die letzte geldpolitische Sitzung nutzte der EZB-Rat, um die Leitzinsen um 75 Basispunkte nach oben zu schleusen, den Einlagezinssatz auf 0,75%, den Hauptrefinanzierungssatz auf 1,25% und die sogenannte Spitzenfazilität auf 1,5%. Zudem bekannte sich die EZB-Präsidentin Christine Lagarde zu dem mittelfristigen Inflationsziel von 2% und signalisierte, die Leitzinsen bei den kommenden Sitzungen weiter zu erhöhen. Zum voraussichtlichen Zenit der Leitzinsen äußerte sie sich zwar nicht, aber der Einlagezinssatz sei laut ihrer Einschätzung noch weit davon entfernt, um inflationsdämpfend zu wirken. Neben

Inflation erreicht Rekordstand und dürfte vorerst auf einem erhöhten Niveau bleiben.

Widerstände im EZB-Rat gegen Zinserhöhungen nehmen ab.

der EZB-Präsidentin hat auch Philip Lane, der Chefvolkswirt der Zentralbank, der lange eine expansiven Geldpolitik befürwortete, deutlich Zinsschritte signalisiert und auch aus der zweiten Reihe des EZB-Direktoriums gibt es immer weniger Widerstand gegen Zinserhöhung. Für die kommende Zinssitzung scheint ein weiterer großer Zinsschritt um 75 Basispunkt inzwischen das wahrscheinlichste Szenario.

Eurozone: Leitzinsen in %



Quelle: European Central Bank/Haver Analytics

Lange Zeit lebte die EZB in ihrer eigenen Welt, die aus moderaten Inflations- und Wachstumsprognosen bestand, sowie der Einschätzung, dass das Inflationsproblem weitestgehend außerhalb des Einflussbereichs der EZB liege, da die Inflation angebotsgetrieben sei. Ohnehin sei sie nur ein temporäres Phänomen und es schien, als ob die EZB hoffte, dass die hohen Inflationsraten von selbst verschwinden würden. In den vergangenen Wochen haben aber immer mehr EZB-Ratsmitglieder den Ernst der Lage und die Notwendigkeit höherer Leitzinsen erkannt. Die Folge waren ein Jumbo-Leitzinsschritt im September, das Bekenntnis zu weiteren Leitzinserhöhungen und realistischere Inflations- und Wachstumsprognosen.

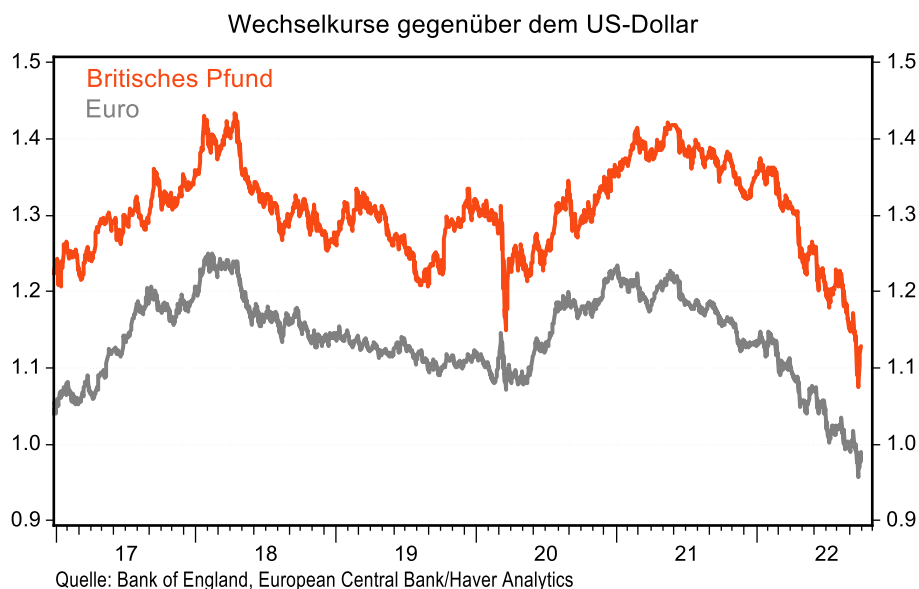
Euro

Die geldpolitische Verschärfung in der Eurozone konnte eine weitere Abwertung des Euro gegenüber dem dem US-Dollar nicht verhindern. Im Vergleich zur US-Notenbank werden die Bemühungen der EZB, die Inflationsrate auf ein erträglicheres Maß herunterzuführen, von Marktteilnehmern als deutlich weniger entschlossen wahrgenommen. So ist der Leitzinserhöhungszyklus in den USA deutlich weiter fortgeschritten und die Fed hat wiederholt klargemacht, die Inflationsbekämpfung stärker zu gewichten als die Konjunkturstützung. In der Eurozone gibt es dagegen (bisher) nur zaghafte Stimmen im EZB-Rat, die sich auch im Falle einer Rezession Zinserhöhungen vorstellen können.

Euro wertet weiter ab...

Weiteren Gegenwind erhielt der Euro durch die Parlamentswahlen in Italien. Den niedrigsten Stand seit 20 Jahren erreichte die Gemeinschaftswährung bei knapp über 0,95 US-Dollar kurz nachdem klar war, dass sich die Italiener für ein Mitte-Rechts-Bündnis bestehend aus den Brüder Italiens unter Giorgia Meloni, der Lega von Matteo Salvini und der Forza Italia von Silvio Berlusconi entschieden hatten. Bereits vor der Wahl stellten die Parteien zwar klar, dass sie keinen Austritt aus der Währungsunion oder der EU anstreben und in der Wahlnacht beteuerte die Gewinnerin Meloni die Bindung Italiens zu Europa. Allerdings sprechen sich die Parteien für eine Überarbeitung des Stabilitäts- und Wachstumspakts aus, mit dem Ziel, den Regierungen der Mitgliedsstaaten mehr haushaltspolitischen Spielraum zu geben. Außerdem sollen die Steuern gesenkt und die unter der Vorgängerregierung angestoßenen Strukturreformen nicht weiter verfolgt werden. Die ohnehin hohe italienische Staatsverschuldung wird also weiter in die Höhe getrieben, die EZB bleibt zur Stützung der Staatsanleihenkurse gefragt und das ohnehin angeschlagene Vertrauen in den Euro wird dadurch weiter unterminiert.

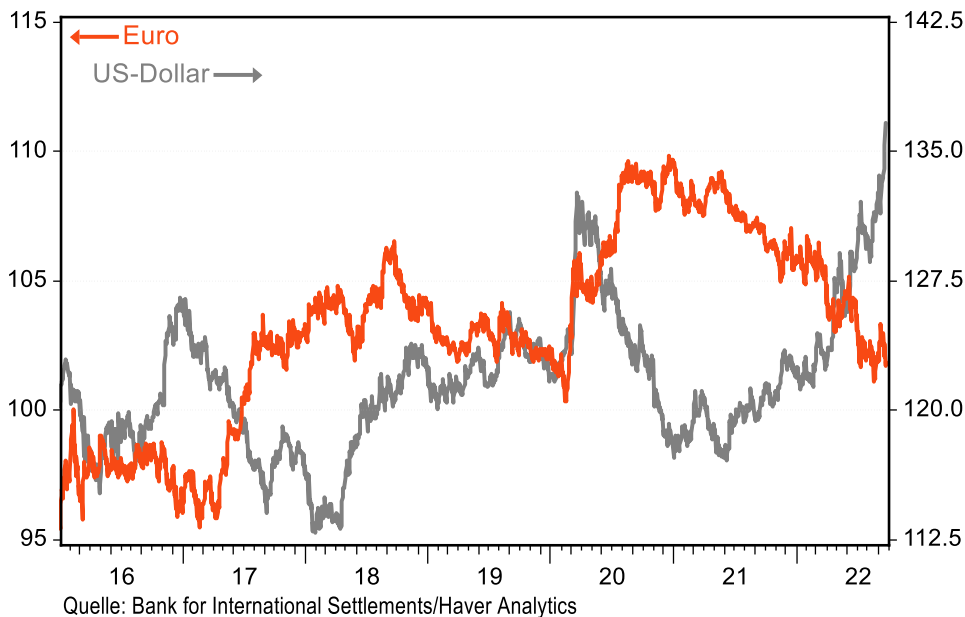
...und erreicht nach Italienwahl 20-Jahrestief.



Der Euro war aber nicht die einzige europäische Währung, die im Berichtszeitraum deutliche Kursverluste gegenüber dem US-Dollar aufwies. Besonders stark betroffen war das britische Pfund, das nach der Vorstellung des Mini-Budgets der neuen Regierung um Liz Truss auf ein Allzeittief rutschte. Das Pfund hatte bereits zuvor unter erheblichem Druck gestanden. Einerseits werden die negativen Folgen des Brexit immer deutlicher. Andererseits hat die Bank of England (BoE) aus Marktsicht zu zaghaft auf die enorme Inflation, die im August bei 9,9% lag, reagiert. Die stetige Abwärtsbewegung eskalierte in der vorvergangenen Woche, als das Pfund nach der Budget-Vorstellung um über 5% abstürzte. Die Devisenmärkte zweifelten offenbar massiv an der Nachhaltigkeit der britischen Finanzpolitik, die gemäß des Mini-Budgets deutliche Steuersenkungen vorsieht. Sogar der Internationale Währungsfonds sah sich gezwungen, die britische Regierung dazu aufzufordern, ihre Ausgabenpläne zu überdenken. Erst Interventionen der BoE auf dem Staatsanleihemarkt konnten das Pfund stabilisieren und eine Erholungsbewegung einläuten, die sich dadurch verstärkte, dass die Steuersenkungspläne zuletzt zumindest im Bereich der Spitzenverdiener zurückgenommen wurden.

Britisches Pfund stürzt auf Allzeittief ab.

Handelsgewichtete Wechselkurse



Aber auch ohne die ungünstigen politischen Entwicklungen hätten der Euro und das Pfund wohl Verluste erlitten. Zu einflussreich sind momentan die Zuflüsse in den US-amerikanischen Währungsraum von Investoren, die in unsicheren Zeiten dazu neigen, US-Wertpapiere zu kaufen. So gab es in den vergangenen Monaten nur wenige Währungen, die sich gegen den US-Dollar behaupten konnten und der von der Bank for International Settlements berechnete handelsgewichtete Wechselkurs des US-Dollar, der die bilateralen US-Dollar-Wechselkurse zu den wichtigsten Handelspartnern der Vereinigten Staaten darstellt, stieg seit Anfang 2021 um beinahe 20% an.

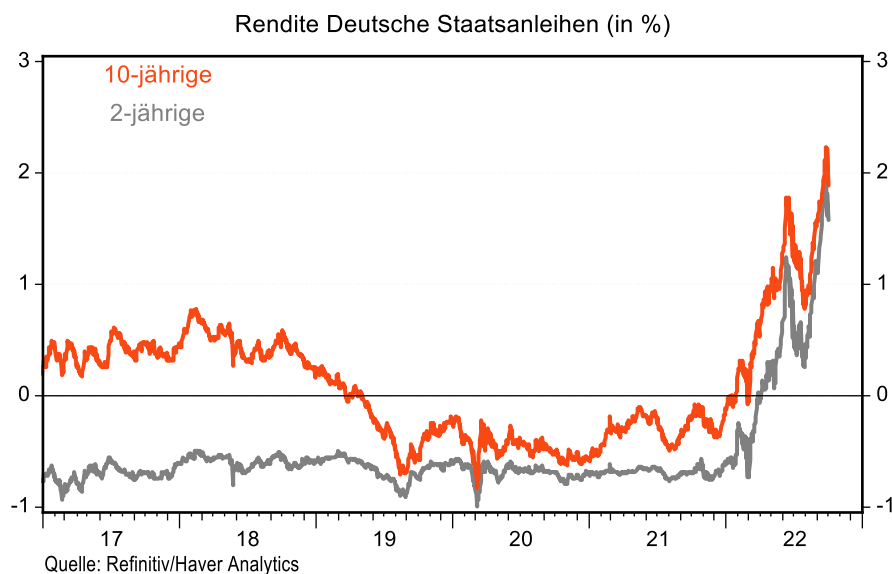
US-Dollar dank Safe-Haven-Zuflüssen stark.

Der Euro bleibt angesichts der Zinsdifferenz zwischen Europa und den USA, der prekären Energieversorgungs- und der Safe-Haven-Zuflüssen in den US-amerikanischen Währungsraum unter Druck. Dazu kam der Wahlsieg des Mitte-Rechts-Bündnisses in Italien, das den Reformkurs der Vorgängerregierung nicht fortsetzen wird, sondern stattdessen auf Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen setzt. Nicht erst durch diese neue ausgabenfreudige Regierung in Italien leidet die Glaubwürdigkeit der Währungsunion und damit das Vertrauen in den Euro. Entscheidend für die kommenden Wochen und Monate dürfte nun sein, wie stark die Energiekrise in Europa die Konjunktur belastet und ob die EZB bei Anzeichen einer Rezession bereits einen vorsichtigeren Kurs einschlägt. Das aktuelle Niveau knapp unterhalb der Parität zu US-Dollar dürfte dann nicht mehr zu halten sein.

Rentenmarkt

In den Monaten August und September wies die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen eine beeindruckende Aufwärtsbewegung auf. Ohne nennenswerten Rücksetzer stieg die Rendite von 0,82% auf 2,11% an. Die am 6. Juli dieses Jahres emittierte Bundesanleihe mit Fälligkeit am 15. August 2032 verbilligte sich dadurch von 108,0 auf 96,3 Euro.

Rentenmarkt durch steigende Renditen geprägt,...



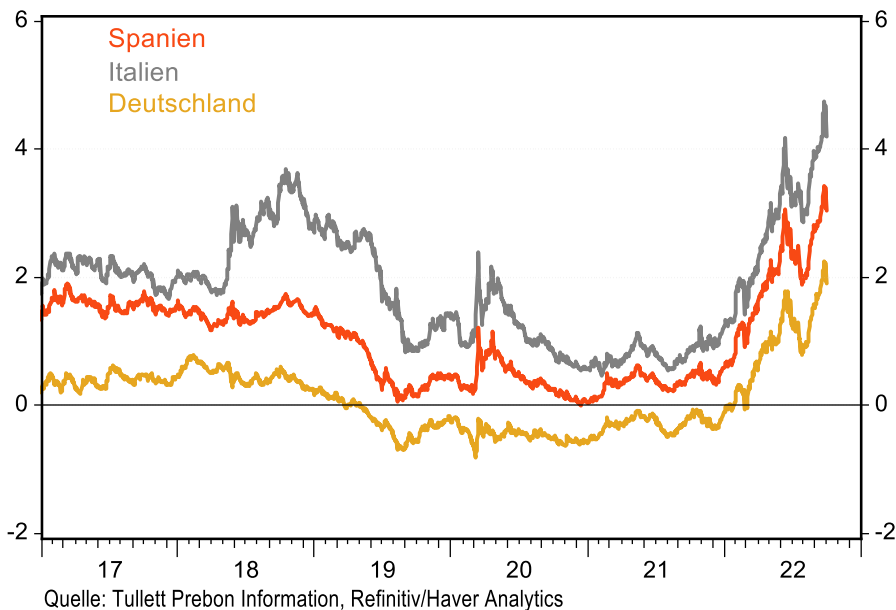
Nachdem die Rentenmärkte die Wochen zuvor vor allem durch fallende Renditen geprägt waren, da die Hoffnung dominierte, der Zinserhöhungszyklus in den USA würde schon Anfang 2023 enden, kamen Marktteilnehmer im August zu der Einschätzung, dass diese Erwartung verfrüht gewesen sein könnte. Dabei spielte eine wichtige Rolle, dass Fed-Präsident Jerome Powell auf der Jackson Hole-Konferenz klarstellte, dass die Fed der Inflationsbekämpfung oberste Priorität einräume und verwies dabei auf die Fehler der 1970er Jahre, als die damaligen Währungshüter zu zögerlich gegen die hohe Inflation vorgegangen waren. Im Zweifel sei die Fed laut Powell bereit, eine Rezession in Kauf zu nehmen. Während sich die Rhetorik der US-Währungshüter – nicht nur von Jerome Powell – verschärfte, ging die August-Inflationsrate weniger stark zurück als erwartet worden war und die Kernrate stieg sogar kräftig an. In Europa ist die Inflationsrate – wie bereits beschrieben – sogar noch weiter auf ein neues Allzeithoch seit Euro-Einführung gestiegen und die als Falken bezeichneten Verfechter einer restriktiven Geldpolitik scheinen den EZB-Rat momentan zu dominieren, sodass die Märkte auch hierzulande immer umfassendere Zinsschritte einpreisten.

Da die Geldpolitik besonders auf Anleihen mit kurzen Laufzeiten einwirkt, während bei den längere Laufzeiten Inflations- und Wachstumserwartungen an Einfluss gewinnen, näherten sich die Renditen von 10-jährigen und 2-jährigen Bundesanleihen im September bis auf wenige Basispunkte an. Ende September lag die Rendite 2-jähriger Papiere bei 1,78% und damit 151 Basispunkte höher als Anfang August, während sich der Renditeanstieg bei 10-jährigen Bundesanleihen lediglich auf 129 Basispunkte belief. Bei 30-jährigen Bundesanleihen war der Renditeanstieg mit 101 Basispunkten noch geringer. Anleihen mit einer noch längeren Laufzeit hat das Bundesfinanzministerium bzw. die mit dem Schuldenmanagement sowie der Kreditaufnahme betraute *Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH (Finanzagentur)* nicht emittiert, aber bei einer österreichischen Staatsanleihen lag der Renditeanstieg bei lediglich 72 Basispunkten.

...da sich Rhetorik der Währungshüter verschärft hat.

Die Zinsstrukturkurve hat sich verflacht.

Rendite 10-jährige Staatsanleihen in %



In der europäischen Peripherie standen angesichts der Parlamentswahl italienische Staatsanleihen im Fokus der Anleger. Die Renditeaufschläge von italienischen Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen sind im Umfeld der Wahl auf den höchsten Stand seit dem Frühjahr 2020 gestiegen, obwohl das Wahlergebnis den Erwartungen entsprach. Möglicherweise haben die Turbulenzen in Großbritannien die Nervosität der Anleger erhöht, denn dort wurde ihnen vor Augen geführt, welche Implikationen eine verantwortungslosen Wirtschaftspolitik haben kann. Von wenigen Tagen abgesehen bewegte sich der Spread aber in der seit Monaten bestehenden Spanne zwischen 200 und 250 Basispunkten.

Italienische Spreads auf höchstem Stand seit 2020.

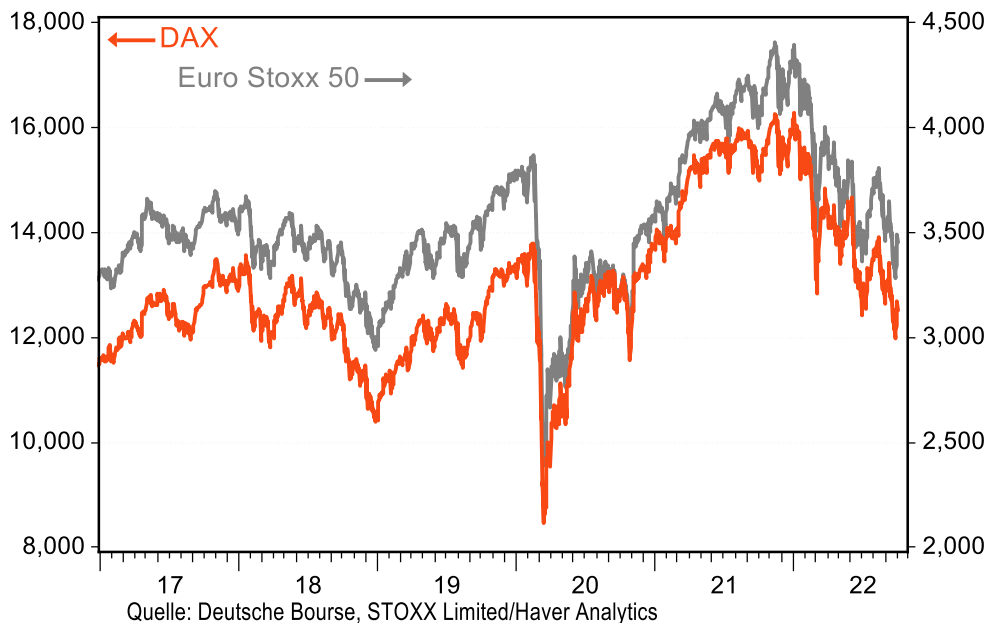
Der Rentenmarkt war die vergangenen Monate geprägt von einer steilen Aufwärtsbewegung der Renditen, wobei kurzlaufende Staatsanleihen davon besonders betroffen waren, da umfassendere Zinserhöhung eingepreist wurden. Sofern die EZB die Inflationsbekämpfung nun ernst nimmt und die Leitzinsen weiter nach oben schleust, dürften die Renditen kurzlaufender Staatsanleihen noch weiter steigen, zumal sich die Inflationsraten in der Eurozone vorerst nahe der jüngst erreichten Rekordstände bewegen dürften. Bei langlaufenden Papieren dürfte dagegen die eingetrübte Konjunkturperspektive stärker zum Tragen kommen und einen weiteren Renditeanstieg erschweren.

Aktienmarkt

Die europäischen Aktienmärkte waren in den vergangenen beiden Monaten zahlreichen Belastungsfaktoren ausgesetzt. Das immer aggressivere Vorgehen der Notenbanken, die dadurch steigenden Renditen, die Energiekrise, die durch die mutmaßliche Sabotage der Nord-Stream-Pipelines noch stärker ins Bewusstsein gerückt ist, verstärkte die Rezessionssorgen. Nach einem Kursrückgang von 4,8% bzw. 5,0% für den DAX und den Euro STOXX 50 im August und weiteren Verlusten von 5,6% bzw. 5,5% haben beide Indizes die tiefsten Stände seit Herbst 2020 erreicht, also kurz vor dem ersten Corona-Winter.

Aktienmärkte geben nach,...

Aktienindizes



Pünktlich zum Auftakt in das Schlussquartal haben die Aktienmärkte aber gedreht. Innerhalb von nur zwei Tagen haben der DAX und der Euro STOXX 50 zum Wochenbeginn 5,0% an Kursgewinnen verzeichnet, da Anleger Hinweise in den Konjunkturdaten sahen, die einen weniger restriktiven geldpolitischen Kurs erfordern könnten. Die jüngste Rallye steht allerdings auf einem wackeligen Fundament. Die Fed hat in den letzten Wochen und Monaten wiederholt klargemacht, dass es einen nachhaltigen Rückgang der Inflation erfordere, bevor sie eine Zinserhöhungspause einlegen werde. Einzelne Datenveröffentlichungen reichen da bei weitem nicht aus.

...aber erholen sich zu Wochenbeginn etwas.

Außerdem werden die Unternehmen in den kommenden Wochen ihre Bilanzen für das abgelaufene dritte Quartal offenlegen. Einige der großen Blue Chip-Unternehmen dürften zwar über genügend Preissetzungsmacht verfügen, um ihre Gewinnmargen stabil zu halten. Für viele andere Unternehmen dürften die Unternehmensgewinne aber zurückgehen und die Perspektive, die Unternehmen bei der Datenpräsentation zeichnen, dürfte weniger optimistisch sein als zuvor. Da die Gewinnabwärtsrevisionen durch die Analysten bislang nur sehr moderat ausgefallen sind, sind daher weitere Anpassungen zu erwarten (vor allem vor dem Hintergrund der konjunkturellen Abkühlung), sodass der Druck auf die Aktienmärkte zunehmen könnte.

Gewinnrevisionen könnten Aktienmärkte belasten.

Die Aktienmärkte sind weiterhin zahlreichen Belastungsfaktoren ausgesetzt. Zwar sind die Bewertungen inzwischen deutlich gesunken und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse befinden sich für die meisten europäischen Aktienindizes auf einem unterdurchschnittlichen Niveau. Durch die im Zuge der anstehenden Berichtssaison vermutlich vorzunehmenden Abwärtsrevisionen der Gewinnprognosen dürften sich die aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnisse aber als zu niedrig erweisen. Davon abgesehen werden die Aktiennotierungen momentan vor allem von dem geldpolitischen Kurs der Notenbanken beeinflusst. Solange die Notenbanken wegen der hohen Inflationsraten auf einer anhaltenden Straffung ihrer Geldpolitik beharren,

werden die Anleihenrenditen unterstützt und die Aktienbewertungen belastet bleiben. Erst wenn sich das Ende der Leitzinserhöhungen abzeichnen sollte, dürfte es an die Aktienmärkten nachhaltig aufwärts gehen, wobei die Erholungsbewegung – wie auch die Entwicklung zu Wochenbeginn gezeigt hat – dann sehr dynamisch verlaufen könnte.

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	7,0
- Deutschland	1,1	1,1	-4,9	2,9	1,7	1,7	1,4	0,5	3,1	7,2	5,2	5,0	5,9	5,7	5,0
UK	1,3	1,4	-9,7	7,4	3,5	2,5	1,8	0,9	2,6	7,0	4,1	3,8	4,5	4,6	4,0
USA	2,9	2,3	-3,4	5,7	2,5	2,4	1,8	1,2	4,7	8,0	3,9	3,7	8,1	5,4	3,8
Japan	0,6	0,0	-4,7	1,7	1,6	1,0	0,5	0,0	-0,2	1,4	2,4	2,4	2,8	2,8	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) 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	1,08
- Deutschland	7,8	7,4	6,9	6,8	6,9	1,9	1,5	-4,3	-6,8	-1,8	-	-	-	-	-
UK	-3,7	-3,1	-3,7	-3,4	-3,4	-2,2	-2,3	-12,5	-11,9	-5,6	1,28	1,30	1,37	1,35	1,24
USA	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-14,9	-10,8	-6,9	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,5	3,4	3,3	3,5	3,3	-2,7	-3,1	-10,3	-9,0	-3,9	110	110	103	115	110

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)				
	2018	2019	2020	2021	2022e	2018	2019	2020	2021	2022e
EWU	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	2,0	0,24	-0,19	-0,26	-0,18	1,5
UK	0,75	0,75	0,1	0,25	1,25	1,28	0,82	0,20	0,97	1,75
USA	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	3,25-3,5	2,68	1,92	0,91	1,51	3,0
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,03	0,0	0,04	0,07	0,2

Angaben jeweils zum Jahresende

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

	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	07.10.
CRB-Index**	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,4	295,2	291,1	268,3	282,3
Ölpreis (Brent)*	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	77,8	107,9	114,8	88,0	97,3

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.