

# Quarterly Economic Outlook and Financial Markets

Prof. Dr. Michael Heise on Global Economics – April 2023

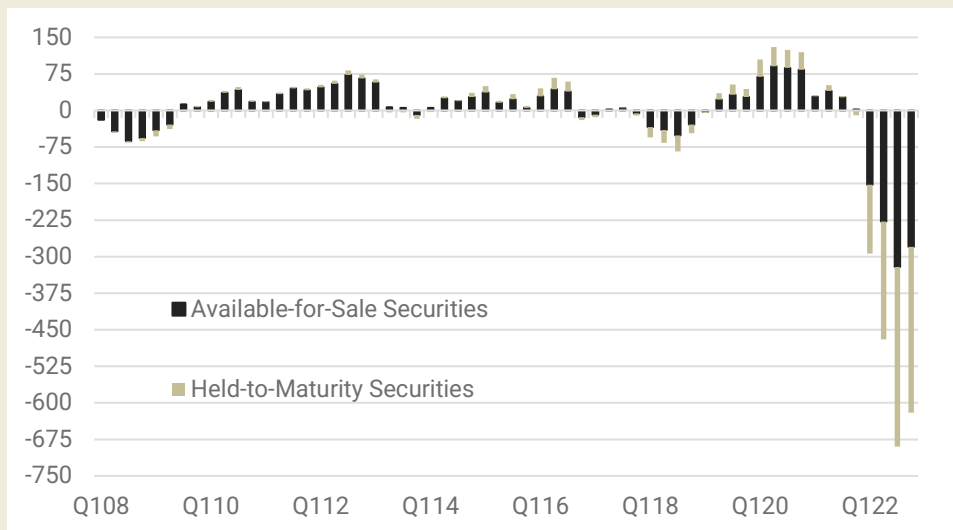


## I. Neue Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte

Der plötzliche Kollaps einer amerikanischen Regionalbank am 10. März und die nachfolgenden Entwicklungen, die in einer Schieflage und Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS gipfelten, haben neue Sorgen über die Stabilität der Finanzmärkte hervorgerufen. Die Frage ist, ob es sich bei den jüngsten Ereignissen um begrenzte Kollateraleffekte der heftigen Zinssteigerungen handelt, oder ob sie sich zu einer systemischen Krise auswachsen könnten.

Die Zins- und Renditesteigerungen der vergangenen Quartale haben erhebliche Folgen für die Bewertung von Vermögenswerten und die Stabilität der Bankbilanzen gehabt. Nach den Daten der FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) haben US-amerikanische Banken in ihren Wertpapierbeständen unrealisierte Verluste von etwa 620 Mrd. US-Dollar (Schaubild 1).

**Schaubild 1: FDIC-versicherte Kreditinstitute: Erhebliche unrealisierte Verluste auf Wertpapierbestände**  
(Mrd. USD, 2008 Q1 – 2022 Q4)



Quelle: FDIC.

Bei einem Verkauf dieser Wertpapiere, der im Falle rückläufiger Kundeneinlagen der Kunden erforderlich sein kann, werden aus den unrealisierten Verlusten erfolgswirksame realisierte Verluste, die die Kapitalbasis der Institute schwächen und einen weiteren Vertrauensverlust bei Kunden und Geschäftspartnern erzeugen können. Um solche Negativszenarien zu vermeiden, hat die US-Notenbank eine Kreditlinie ins Leben gerufen, die Liquiditätsengpässe und Notverkäufe von Anlagewerten verhindern soll. Von dieser Kreditlinie wie dem allgemeinen Diskontkredit der Zentralbank an die Geschäftsbanken ist in erheblichem Umfang Gebrauch gemacht worden. Die

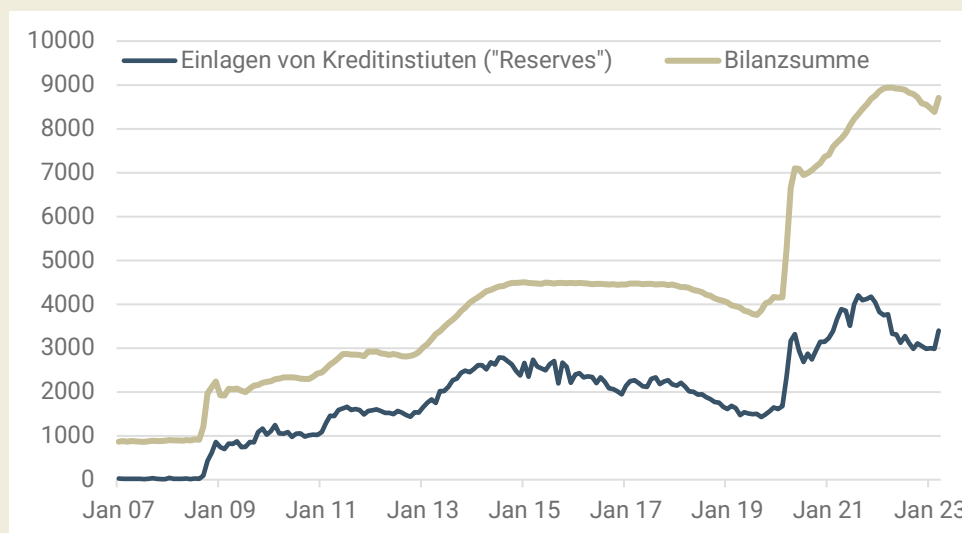


Bilanz der Zentralbank, die im Rahmen der Wertpapierverkäufe eigentlich vermindert werden soll, stieg zuletzt deutlich an (Schaubild 2).

Solche Kreditprogramme können die Lage beruhigen, aber nicht grundsätzlich verhindern, dass private Haushalte und Unternehmen, die größere unbesicherte Anlagen bei Banken halten, diese Einlagen auf andere Banken oder in kurzlaufende Wertpapiere oder Geldmarktfonds verlagern, wenn Zweifel an ihrer Absicherung bestehen. Bankenkrisen sind vor allem deswegen so schwer vorherzusagen, weil Psychologie und Vertrauen neben allen komplexen Wirkungs-zusammenhängen eine sehr große Rolle spielen. Hinzu kommt, dass Liquiditäts- und Solvenzkrise kaum zu trennen sind und sich überlappen. Ein Mangel an Liquidität kann zu Notverkäufen und Kapitalverlusten führen und umgekehrt können Zweifel an der Kapitalbasis zu raschem Einlagenabzug führen. Weitet sich eine Krise aus, können Liquiditätshilfen alleine die Situation nicht retten, oft kann nur die Zusage der Regierungen, also der Steuerzahler, eine negative Spirale von Einlagenabzug und Kapitalverlusten verhindern. Die in der Finanzkrise im Jahr 2008 gegebene Zusage der früheren Bundeskanzlerin Merkel und des damaligen Finanzministers Steinbrück, dass alle Einlagen sicher sind, ist das prominenteste Beispiel für eine solche staatliche Rettungszusage.

**Schaubild 2: Bilanz des Federal Reserve Systems: Rückgang gestoppt**

(Mrd. USD, Stand am Monatsende)



Quelle: Federal Reserve Economic Data.

Allerdings ist die heutige Situation deutlich anders als in der Großen Finanzkrise in 2008. Die Kapitalausstattung der Banken und ihre Überwachung sind weitaus besser und sie haben nicht mehr oder weniger wertlose Aktiva wie so genannte Subprime-Anleihen in ihren Büchern (Schaubild 3). Und die Wahrscheinlichkeit, dass die Kapitalmarkttrenditen im Zuge einer angespannten Finanzmarktsituation eher sinken, stabilisiert den Wert der Staatsanleihen.

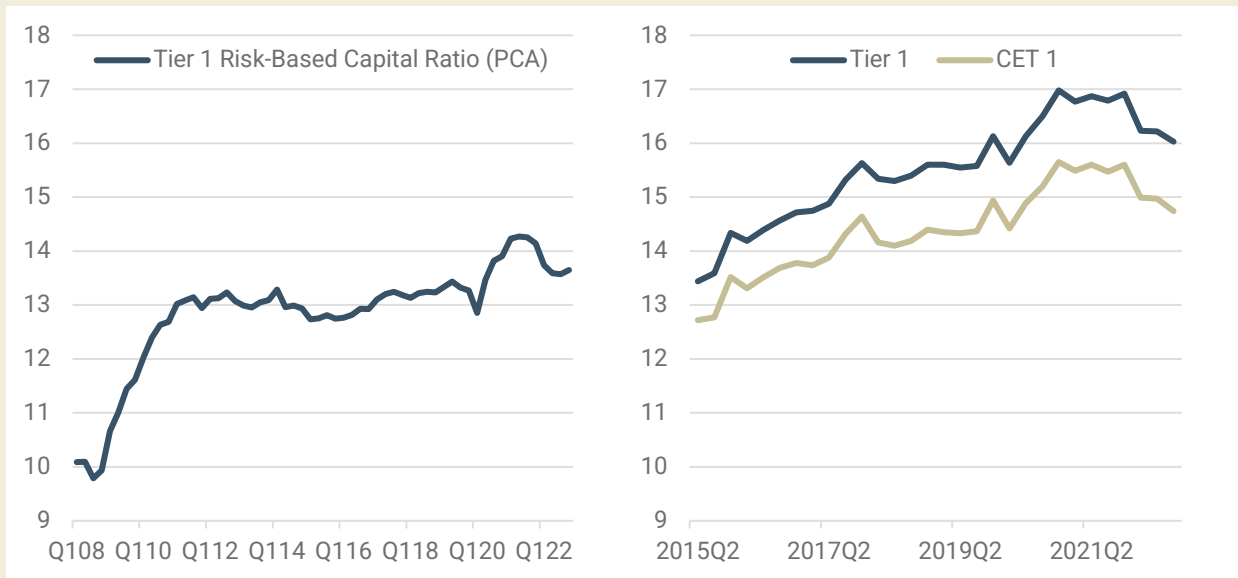
Andererseits kann aus den die bisher relativ verhaltenen Auswirkungen der Bankenmarkturbulenzen nicht abgeleitet werden, dass die Unsicherheiten schon überwunden sind. Der radikale Umschwung der Zinsen und der Kapitalmarkttrenditen wird noch in anderen Bereichen zu Neubewertungen und Kollateralschäden für die Banken und den stetig wachsenden Sektor der Schattenbanken führen. So ist damit zu rechnen, dass Immobilienbestände bei weiterhin hohen Zinsen sukzessive neubewertet werden müssen und dass Immobilienkredite zunehmende Wertberichtigungen und Risikovorsorge erfordern werden. Das kann Banken ebenso wie Private Equity Firmen oder Hedgefonds treffen, wenn sie hohe Fremdkapitalquoten in Kauf genommen haben.



**Schaubild 3: Kapitalquoten (%)**

**USA: Kapitalquote FDIC-versicherter Kreditinstitute (2008 Q1 - 2022 Q4)**

**Europa: Aggregierte Kapitalquoten direkt von der EZB beaufsichtigter Banken (2015 Q2 - 2022 Q3)**

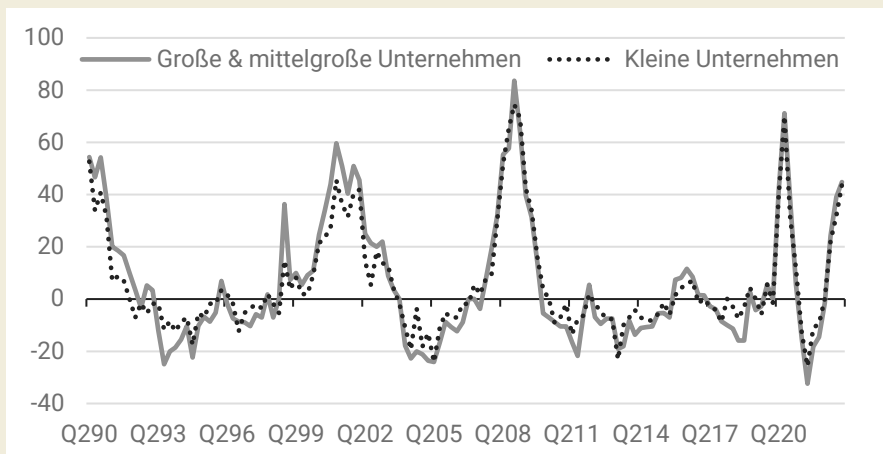


Quelle: FDIC, EZB.

Für die konjunkturelle Entwicklung haben bereits die bisher eingetretenen Turbulenzen negative Konsequenzen. So haben sich die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft verschlechtert, wenn auch bislang in moderatem Umfang. Auch für die kommenden Monate ist mit deutlich strikteren Kreditvergabestandards zu rechnen, denn die Refinanzierungskosten für die Banken sind gestiegen und die Kreditrisiken nehmen in zinssensitiven Bereichen deutlich zu (Schaubild 4). Zeichen für zunehmenden Finanzmarktstress werden auch an den Aktienmärkten zu höherer Volatilität führen.

**Schaubild 4: USA: Kreditvergabestandards für Unternehmenskredite werden straffer**

(Nettoanteil inkl. Banken, die Kreditvergabestandards\* gestrafft haben\*\*, %)



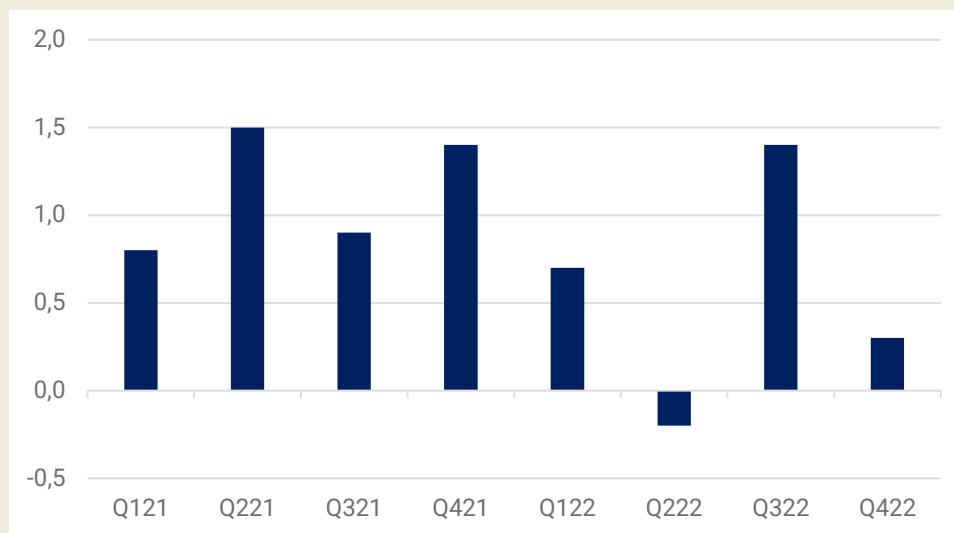
\*Für „commercial & industrial loans“. \*\*Vierteljährliche Umfrage, zuletzt: Januar

## II. Die Lage der Weltwirtschaft: Rezession bislang vermieden

Die Weltwirtschaft hat sich 2022 angesichts der energiepolitischen und geopolitischen Krisen mit hohen Energiepreisen, einer allgemein beschleunigten Inflation und steigenden Zinsen als verhältnismäßig robust erwiesen und ein Wachstum von mehr als 3 % erzielt. Gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt der G20-Staaten verlief die Entwicklung der globalen Wirtschaftsleistung im vergangenen Jahr allerdings recht holprig (Schaubild 5). Nach einer Zwischenerholung im dritten Quartal schwächte sich die wirtschaftliche Dynamik zum Jahresende erneut klar ab. Das reale G20-BIP legte nur um 0,3% gegenüber dem Vorquartal zu. In zahlreichen Volkswirtschaften stagnierte die gesamtwirtschaftliche Produktion lediglich.

**Schaubild 5: Reales Bruttoinlandsprodukt der G20-Staaten: kaum Dynamik**

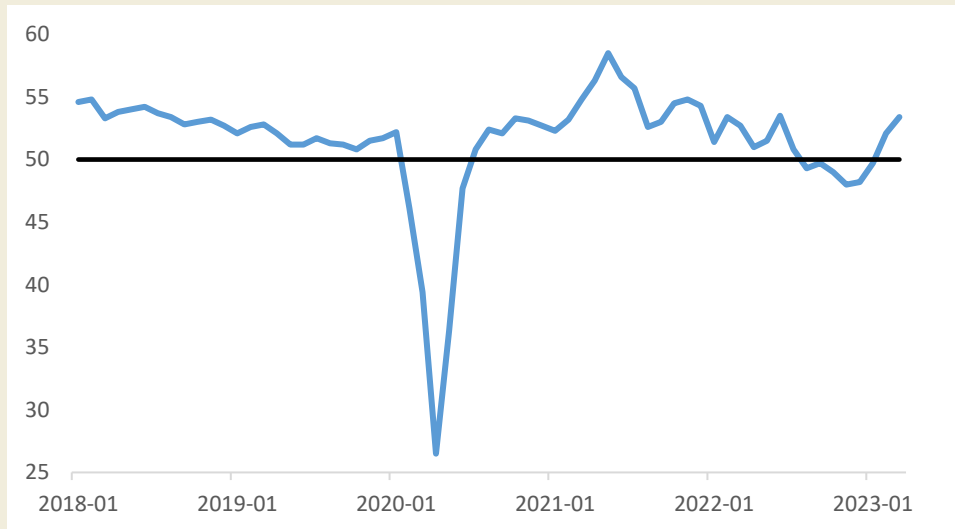
(Veränderung gegenüber Vorquartal in %, saisonbereinigt)



Quelle: OECD.

Die Erwartungen einer fortgesetzten Schwächetendenz zu Beginn dieses Jahres scheinen sich nicht zu bestätigen. Vielmehr signalisiert die Aufwärtsbewegung des globalen Einkaufsmanagerindex für die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor eine Festigung der weltwirtschaftlichen Aktivität (Schaubild 6). Mit einem Indexstand von 53,4 wurde die Expansionschwelle (50) im März im zweiten Monat in Folge übertroffen. Die Besserung ist vor allem Resultat einer günstigeren Einschätzung der Geschäftstätigkeit in den Dienstleistungssektoren.

**Schaubild 6: Globaler Einkaufsmanagerindex Produktion (saisonbereinigt) deutet Besserung an**



Quelle: Tradingeconomics, S&P Global.

Diese positiven Signale für die globale Wirtschaftsaktivität gehen wohl auf mehrere Faktoren zurück. Zum einen scheinen die Lieferketten auf globaler Ebene inzwischen wieder normal zu funktionieren (Schaubild 7).

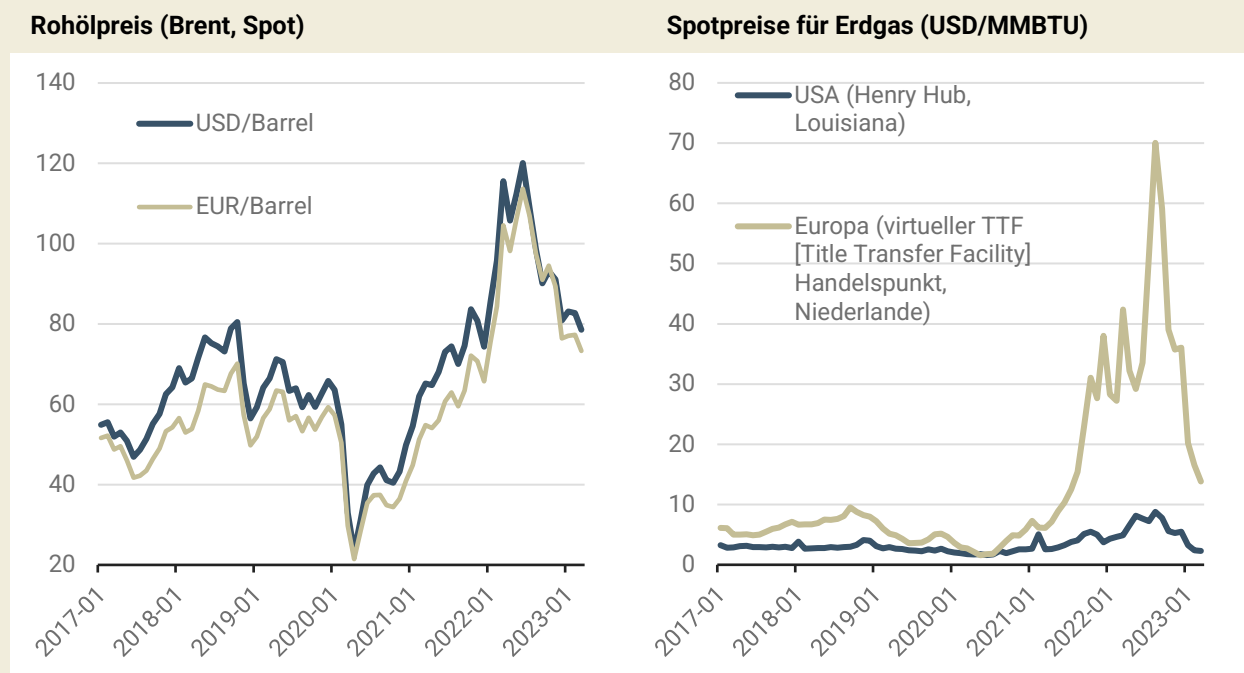
**Schaubild 7: „Global Supply Chain Pressure Index“ der Fed New York: Angebotsengpässe überwunden (Standardabweichungen vom Durchschnittswert)**



Quelle: Federal Reserve Bank of New York.

Zum anderen hat sich die europäische Energiekrise entspannt; die Großhandelspreise für Erdgas sind im Verlauf der letzten Monate angesichts der Einsparungen beim Gasverbrauch, vergleichsweise milder Wintertemperaturen und hoher Flüssiggasimporte wieder auf die Niveaus vom Sommer 2021 zurückgefallen (Schaubild 8). Und schließlich dürfte die chinesische Wirtschaft nach dem Ende der Null-Covid-Politik wieder Tritt fassen.

**Schaubild 8: Deutliche Korrektur der Energiepreise**



Quelle: Weltbank, EZB.

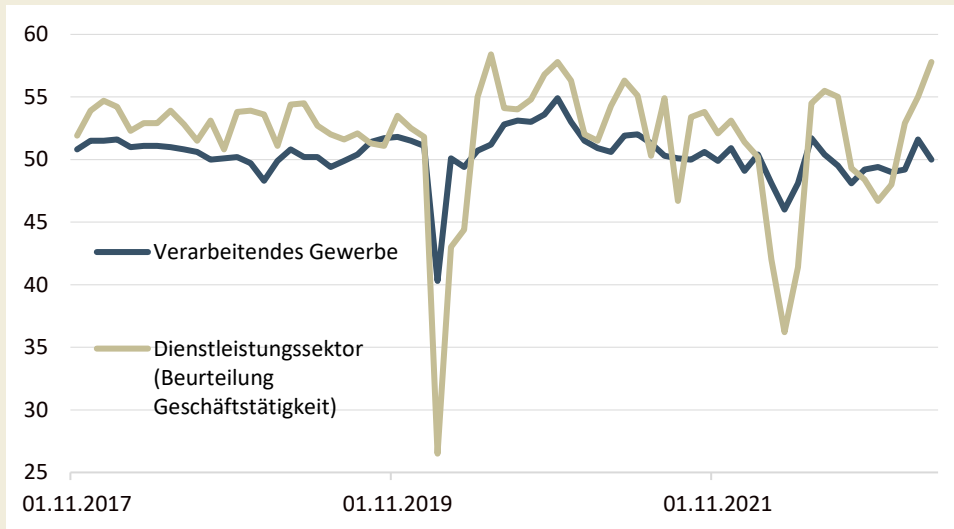
## China

Die chinesische Wirtschaft ist im vergangenen Jahr um lediglich 3% gewachsen. Wiederholt stand die wirtschaftliche Entwicklung stark unter dem Einfluss der Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie. Auch im Schlussquartal 2022 belasteten die Beschränkungen die gesamtwirtschaftliche Aktivität, so dass das reale BIP gegenüber dem Vorquartal stagnierte. Nach Aufhebung der strikten Null-Covid-Politik im Dezember deuten die Wirtschaftsindikatoren inzwischen auf eine merkbare Erholung hin, die vor allem von den Dienstleistungssektoren und damit der Binnenwirtschaft getrieben wird (Schaubild 9). Dem im März wieder etwas schwächeren Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe lag u.a. eine nicht mehr ganz so positive Beurteilung der Auftragseingänge zugrunde. Tendenziell ungünstig wurden dabei die Neuaufträge aus dem Ausland beurteilt.

Positiv zu sehen ist, dass das höhere Aktivitätsniveau bei den Dienstleistern auch eine Verbesserung der Arbeitsnachfrage nach sich zieht. Der private Verbrauch dürfte deshalb mit wieder anziehenden Arbeitseinkommen und angesichts nicht länger bestehender Einschränkungen bei den Konsummöglichkeiten an Dynamik gewinnen. Im internationalen Vergleich ist die Verbraucherpreis-inflation in China weiterhin niedrig und liegt unterhalb der von der chinesischen Zentralbank angestrebten Rate von rund 3%. Im März belief sich die Teuerungsrate auf lediglich 0,7%, nach 1,0% im Februar. Die Regierung hat für das laufende Jahr ein Wachstumsziel von rund 5% angekündigt.



**Schaubild 9: China: Caixin Einkaufsmanager-Indizes deuten auf Erholung der Binnenwirtschaft**

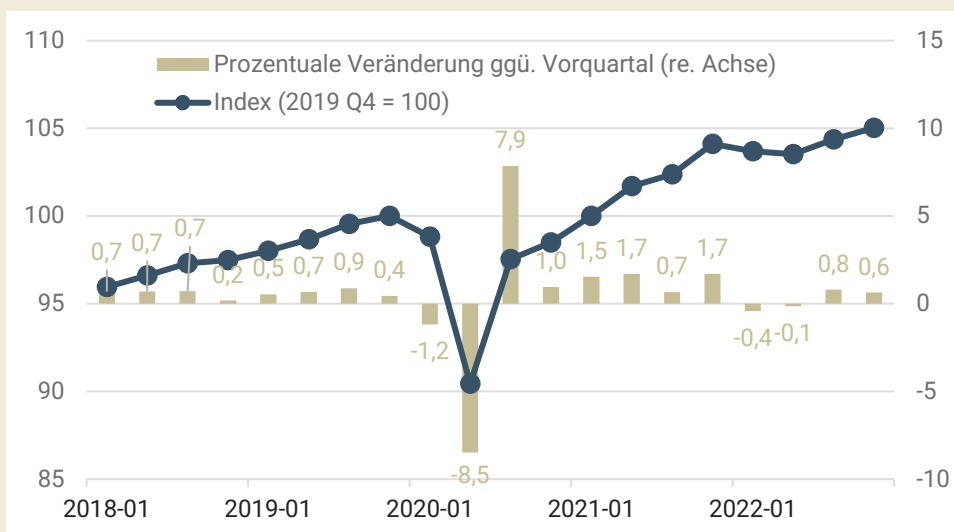


Quelle: Tradingeconomics, S&P Global

## USA

Die US-Wirtschaft hat im Schlussquartal 2022 das im Vierteljahr zuvor erreichte höhere Wachstumstempo nur leicht unterschritten (Schaubild 10). Maßgeblich für den Zuwachs des realen BIP von 0,6% im Quartalsvergleich waren allerdings die traditionell volatilen Nachfragekomponenten Lagerinvestitionen und Außenbeitrag. Der binnenwirtschaftliche Endabsatz nahm dagegen nur mäßig zu, zumal sich der Abschwung im Wohnungsbau fortsetzte. Trotz des Rücksetzers in der ersten Jahreshälfte legt die gesamtwirtschaftliche Leistung im Jahresdurchschnitt 2022 um 2,1% zu. Der statistische Überhang für dieses Jahr beläuft sich dank der positiven Entwicklung im zweiten Halbjahr auf gut 0,8%.

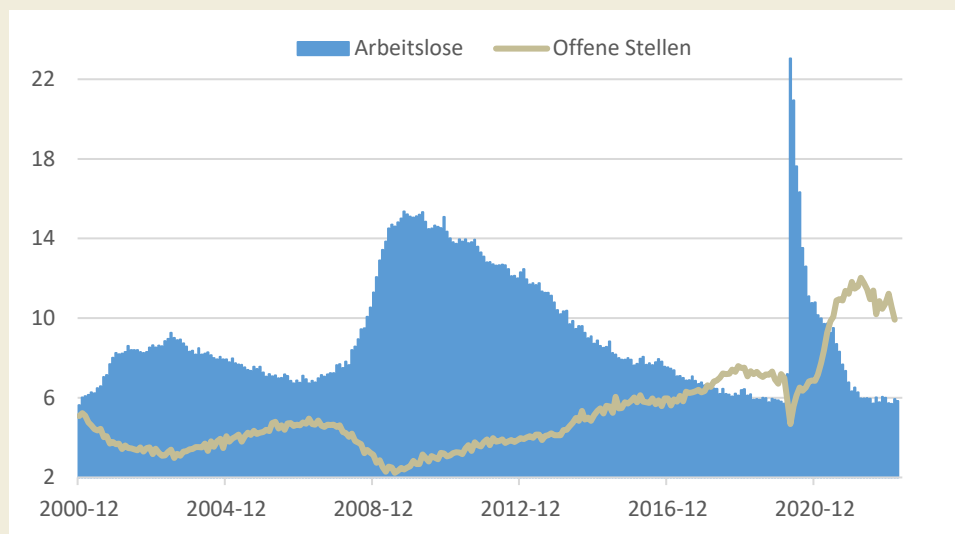
**Schaubild 10: USA: Reales Bruttoinlandsprodukt: wieder stärker im zweiten Halbjahr 2022**



Quelle: Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen.

Für das erste Quartal dieses Jahres deuten die verfügbaren Indikatoren auf eine fortgesetzte Aufwärtsbewegung des realen BIP hin. Einen entscheidenden Beitrag dürften dabei die privaten Konsumausgaben leisten, die zu Jahresbeginn spürbar zulegen und im Februar nahezu auf dem höheren Niveau verharren. Demgegenüber scheinen die Unternehmen bei der Ausweitung ihrer Investitionsausgaben nochmals zurückhaltender geworden zu sein. So lagen die (nominalen) Auslieferungen für Investitionsgüter (ohne Rüstungsgüter und zivile Flugzeuge), ein wichtiger Input für die Berechnung der Ausrüstungsinvestitionen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, in den ersten zwei Monaten dieses Jahres nur noch um 0,4% über dem Niveau des Schlussquartals 2022. Im dritten und vierten Quartal 2022 waren noch Zuwächse von 1,7% bzw. 1,2% erreicht worden.

**Schaubild 11: USA: Arbeitslose Personen und offene Stellen (saisonbereinigt, in Mio.)**



Quelle: Federal Reserve Economic Data

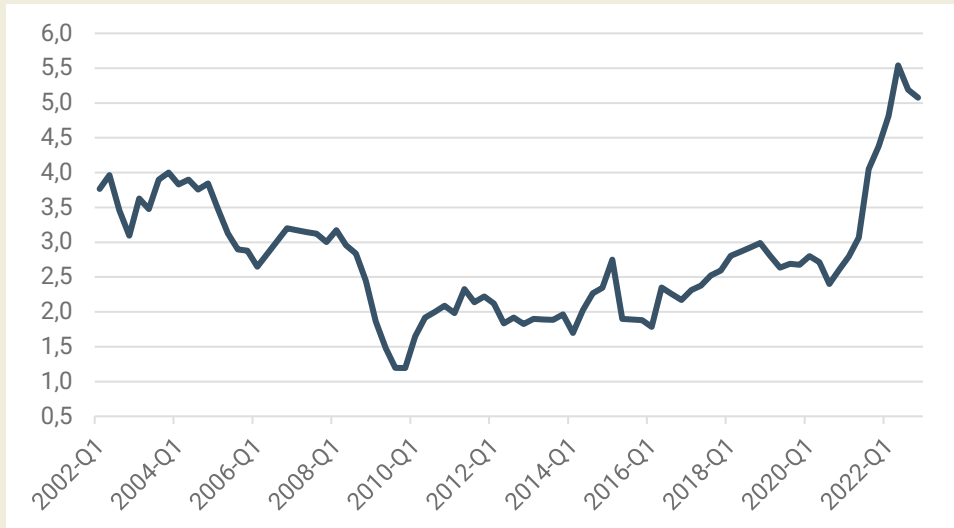
Der Arbeitsmarkt zeigte sich in den letzten Monaten unverändert robust. In den drei Monaten bis März erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft im Schnitt um 345.000 monatlich. Die Arbeitslosenquote verharrte mit 3,5 % nahe historischer Tiefstände. Gleichwohl gab es mit dem klaren Rückgang der Zahl der offenen Stellen im Februar und dem bis März fortgesetzten Anstieg der Erwerbsbeteiligungsquote sowohl von der Nachfrage- als auch von der Angebotsseite Anzeichen dafür, dass die bislang extreme Anspannung auf dem Arbeitsmarkt etwas nachlässt (Schaubild 11). Gemessen an den durchschnittlichen Stundenverdiensten war die Lohninflation im ersten Vierteljahr dieses Jahres mit 4,4% mäßiger als noch im Schlussquartal 2022 (4,9%). Noch unsicher ist, in welchem Ausmaß sich diese Tendenz in dem umfassenderen (vierteljährlichen) Arbeitskostenindex widerspiegelt, der zudem eine konstante Beschäftigtenstruktur unterstellt (Schaubild 12).

Die Verbraucherpreisinflation (CPI) hat sich in den letzten Monaten weiter ermäßigt. Allerdings lag sie im März mit 5% noch weit oberhalb des geldpolitisch erwünschten Bereichs. Einer deutlicheren Entspannung steht die noch hohe Kernteuerungsrate (5,6%) entgegen. Dabei ist vor allem der Preisauftrieb bei Dienstleistungen noch ausgeprägt.



**Schaubild 12: USA: Lohnwachstum von 5% nicht mit Inflationsziel von 2 % kompatibel**

Arbeitskostenindex Privatwirtschaft (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

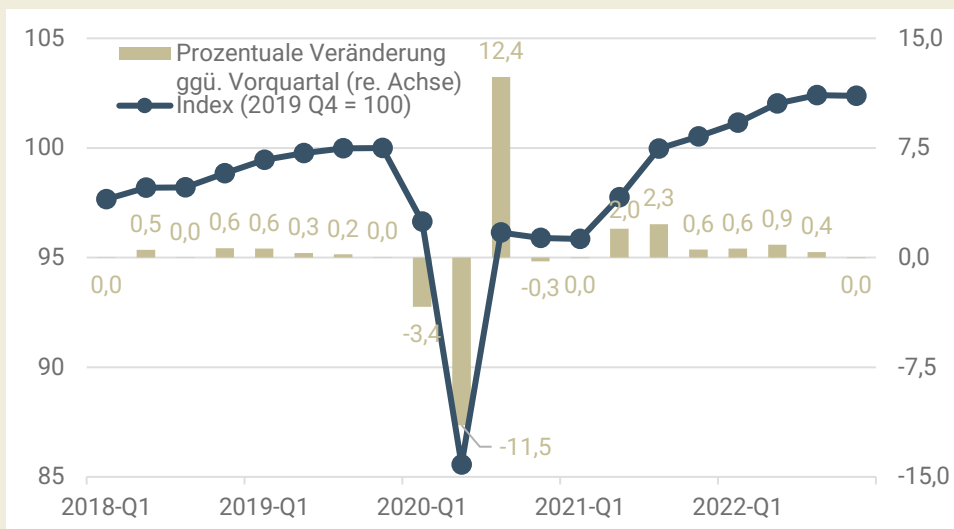


Quelle: Federal Reserve Economic Data.

## Euroraum

Trotz eines gewaltigen Terms of Trade-Schocks, also eines großen zusätzlichen Aufwands für den Import insbesondere von Energie, ist das reale BIP im Euroraum im Gesamtjahr 2022 um 3,5 % gestiegen. Allerdings schwächte sich die konjunkturelle Dynamik im zweiten Halbjahr ab. Und im Schlussquartal stagnierte die Wirtschaftsleistung lediglich (Schaubild 13). Der statistische Überhang für 2023 beläuft sich auf 0,4 %.

**Schaubild 13: Euroraum: Abgeschwächtes Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im zweiten Halbjahr 2022**



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen.

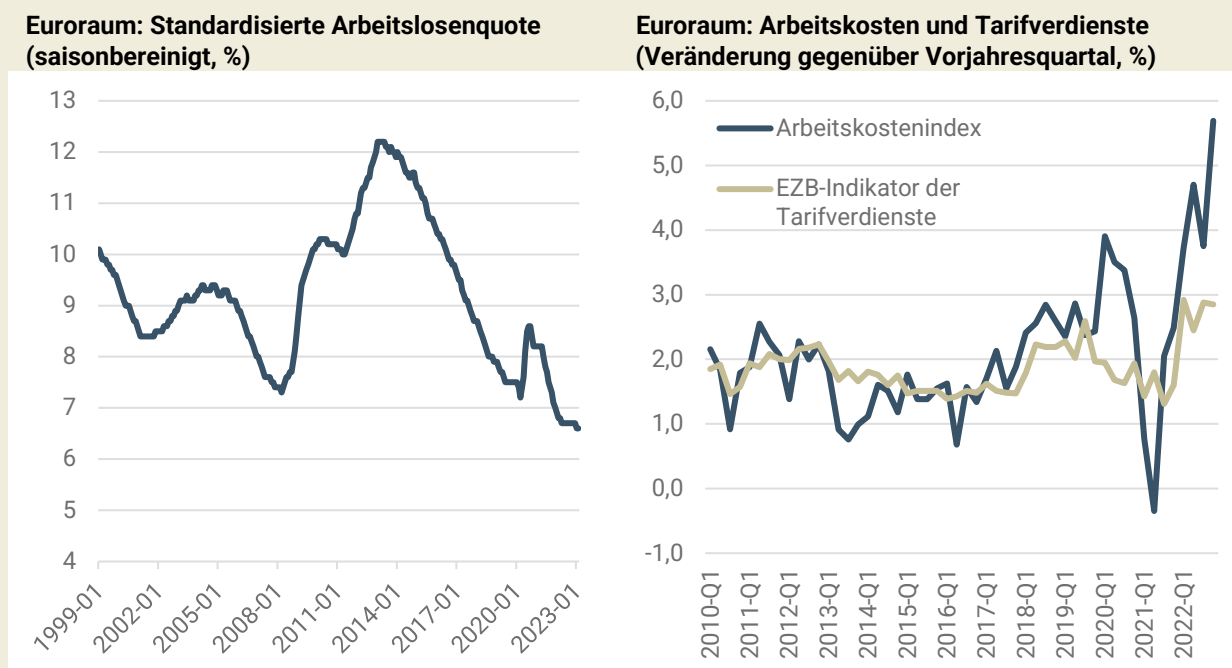


Zwar erwies sich die Wirtschaft des Euroraums zum Jahresende widerstandsfähiger als vielfach erwartet. Aus der Betrachtung der Verwendungskomponenten geht jedoch hervor, dass die Binnennachfrage einen deutlich negativen Beitrag leistete, der durch einen positiven Wachstumsbeitrag des Außenhandels ausgeglichen wurde. Dabei waren die Ausfuhren im Quartalsvergleich nahezu unverändert, während die Einfuhren auch als Folge der vorausgegangenen hohen Preissteigerungen in realer Rechnung spürbar sanken.

Die Schwäche der binnenwirtschaftlichen Entwicklung resultierte aus der privaten Nachfrage. Insbesondere kamen die inflationsbedingten Kaufkraftverluste bei den privaten Haushalten klar zum Tragen. Die privaten Konsumausgaben gingen preis-, saison- und kalenderbereinigt im Vergleich zum Vorquartal um 0,9 % zurück. Auch die Bruttoanlageinvestitionen schrumpften spürbar und zwar um 3,6 %; die Bauinvestitionen gaben im dritten Quartal in Folge nach und auch die Ausrüstungsinvestitionen gingen nach einem starken Vorquartal zurück.

Für das erste Quartal dieses Jahres liefern die Konjunkturindikatoren bislang ein gemischtes Bild. So neigten die realen Einzelhandelsumsätze (ohne Kfz-Handel) im Januar und Februar per saldo weiter zur Schwäche. Das mittlere Niveau des Schlussquartals 2022 wurde noch nicht wieder erreicht. Gegen eine weitere Eintrübung der Konjunktur spricht demgegenüber die Entwicklung in der Industrie. Hier wurde zu Jahresbeginn mit der Ausweitung der Produktion der Grundstein für ein positives Wachstum gelegt. In diese Richtung deutet auch der Teilindex des Einkaufsmanagerindex für die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, der im Februar und März die Expansionsschwelle überschritt. Offenbar profitiert die Industrie von den wieder normaler funktionierenden Lieferketten.

**Schaubild 14: Arbeitsmarkt robust – beschleunigtes Lohnwachstum**



Quelle: Deutsche Bundesbank, EZB.

In diesem Umfeld zeigt sich der Arbeitsmarkt weiter sehr robust. Die Arbeitslosenquote ist zu Jahresbeginn nochmals leicht gefallen und lag im Januar/Februar mit jeweils 6,6 % auf einem Rekordtief (Schaubild 14). Umfragen belegen zudem, dass Arbeitskräfteknappheit sowohl in der Industrie als auch bei den Dienstleistern in noch beträchtlichem Umfang als Produktionshemmnis angesehen wird.

Die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften spricht für eine weiterhin ausgeprägte Lohndynamik. Darüber hinaus hat die stark gestiegene Verbraucherpreisinflation im Vorjahr Reallohnverluste bewirkt, die in den Tarifverhandlungen wohl auch berücksichtigt werden. Bereits im vergangenen Jahr sind die Nominallöhne deutlich gestiegen. Das Wachstum des Tariflohnindicators der EZB belief sich im

Jahresdurchschnitt auf 2,8%, nach 1,5% im Jahr zuvor und die Zuwachsrate des Arbeitskostenindex erhöhte sich um 3,3 Prozentpunkte auf 4,5% (Schaubild 14),

Die Verbraucherpreisinflation hat in den letzten Monaten nachgelassen. Nach einem Hochpunkt mit 10,6% im Oktober ist sie – auch aufgrund von Basiseffekten auf Seiten der Energiepreise – bis März auf 6,9% gesunken. Die Kernrate der Inflation, die Preisänderungen von Energie, Nahrungs- und Genussmitteln ausblendet, ist dagegen weiter geklettert und lag zuletzt bei 5,7%. Der noch viele Gütergruppen betreffende Preisaufrtrieb wird sich in den kommenden Monaten nur langsam zurückbilden, da Kostenbelastungen aus den zurückliegenden Monaten und aktuelle Steigerungen durch zunehmende Löhne und Lohnnebenkosten in die Preise überwältigt werden. Inflationsdämpfend dürfte sich auswirken, dass die Lieferengpässe und Materialknappheiten in vielen Bereichen überwunden sind.

### III. Ausblick: Spürbar langsames Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

Die Weltwirtschaft bleibt in diesem Jahr in schwierigem Fahrwasser, auch wenn wichtige Belastungsfaktoren, die das Wachstum im vergangenen Jahr gedrückt haben, inzwischen gewichen sind und zu Jahresbeginn die positiven Konjunkturdaten überwogen. Die Belastungen durch hohe Inflation und gestiegene Zinsen wirken jedoch noch nach. Überdies dauert der Krieg in der Ukraine an. Unsicherheiten über dessen Fortgang könnten die Ausgabenentscheidungen von Unternehmen und Haushalten negativ tangieren. Ebenso besteht das Risiko, dass erhöhte geopolitische Spannungen zwischen den USA und China den Welthandel belasten und zu erneuten Störungen der globalen Lieferketten führen.

Der Internationale Währungsfonds geht mit seinen aktuellen Prognosen weiterhin davon aus, dass das globale Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr hinter dem langjährigen Durchschnitt zurückbleiben wird (Tabelle 1).

**Tabelle 1**

IWF World Economic Outlook, April 2023

		2022	Projektionen		
			2023	2024	
<b>Reales Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>Welt</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	
	<b>Fortgeschrittene Volkswirtschaften</b>	<b>2,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	
	<i>darunter:</i>				
	USA	2,1	1,6	1,1	
	Euroraum	3,5	0,8	1,4	
	Deutschland	1,8	-0,1	1,1	
	Frankreich	2,6	0,7	1,3	
	Italien	3,7	0,7	0,8	
	Spanien	5,5	1,5	2,0	
	Japan	1,1	1,3	1,0	
	Vereinigtes Königreich	4,0	-0,3	1,0	
	<b>Schwellen- und Entwicklungsländer</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	
	<i>darunter:</i>				
	China	3,0	5,2	4,5	
Indien	6,8	5,9	6,3		
<b>Welthandelsvolumen (Waren und Dienstleistungen)</b>	<b>5,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>		
<b>Verbraucherpreisinflation</b>	<b>Fortgeschrittene Volkswirtschaften</b>	<b>7,3</b>	<b>4,7</b>	<b>2,6</b>	
	<b>Schwellen- und Entwicklungsländer</b>	<b>9,8</b>	<b>8,6</b>	<b>6,5</b>	



Für 2024 wird eine leichte Befestigung der BIP-Zuwachsrates prognostiziert. Ausschlaggebend für den verhaltenen Anstieg der globalen Wirtschaftsleistung in diesem Jahr ist die für den Kreis der fortgeschrittenen Volkswirtschaften erwartete Halbierung der Zuwachsrates des realen BIP.

Zweifelsohne ist ein unter dem Trend liegendes Wachstum in den USA ein plausibles Szenario. Der private Verbrauch dürfte im weiteren Jahresverlauf an Dynamik verlieren. Die Konsumneigung dürfte durch die deutlich gestiegenen Kreditzinsen und einen nicht mehr so einfachen Zugang zu Kredit gebremst werden. Bereits vor den jüngsten Turbulenzen im Bankensektor wurden die Kreditvergabe-standards an Konsumenten gestrafft.

Auch wurde bereits im vergangenen Jahr in erheblichem Umfang auf die während Pandemie aufgestauten Ersparnisse zurückgegriffen. Und bei Haushalten im unteren Einkommensbereich scheint diese „Überersparnis“ inzwischen sogar aufgebraucht zu sein. Ungünstigere Finanzierungsbedingungen und gedämpftere Absatzperspektiven dürften die Investitionsnachfrage der Unternehmen dämpfen. Der Arbeitsmarkt dürfte hiervon nicht unberührt bleiben. In gewissen Grenzen werden die Unternehmen einen geringeren Bedarf an Arbeitsleistungen durch eine Anpassung der durchschnittlichen Arbeitszeit je Beschäftigten auffangen. Eine längere Wachstumsphase unterhalb des Trends würde aber wohl auch eine Anpassung des Arbeitskräftebestands nach sich ziehen.

Auch für den Euroraum ist davon auszugehen, dass gestiegene Kreditkosten im Zuge der Anti-Inflationspolitik der EZB die Wirtschaftstätigkeit dämpfen. So sind die Zinsen für Unternehmenskredite im Euro-Raum bis Februar dieses Jahres auf 3,85 % gestiegen und die Zinsen für Kredite zum Erwerb von Wohnimmobilien auf durchschnittlich 3,2%. Binnen Jahresfrist haben sie sich damit um 2,4 bzw. 1,9 Prozentpunkte erhöht. Vor allem die Bautätigkeit dürfte dadurch in den kommenden Quartalen belastet werden.

Gleichwohl sollten moderate Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts erreicht werden. Die inzwischen bessere Verfügbarkeit von Vorleistungsprodukten begünstigt eine Erholung der Industrieproduktion, da hohe Auftragsrückstände nun abgearbeitet werden können. Und die angesichts der Inflation ergriffenen staatliche Stützungsmaßnahmen sowie zunehmende Lohneinkommen verringern den Druck auf die real verfügbaren Einkommen der Haushalte. Dies stützt den Konsum. Auch besteht bei den privaten Haushalten zur Glättung des Konsums grundsätzlich Spielraum für einen Rückgriff auf Ersparnisse. Die Sparquote lag auch im Mittel des vergangenen Jahres noch über dem Niveau vor Beginn der Corona-Pandemie.

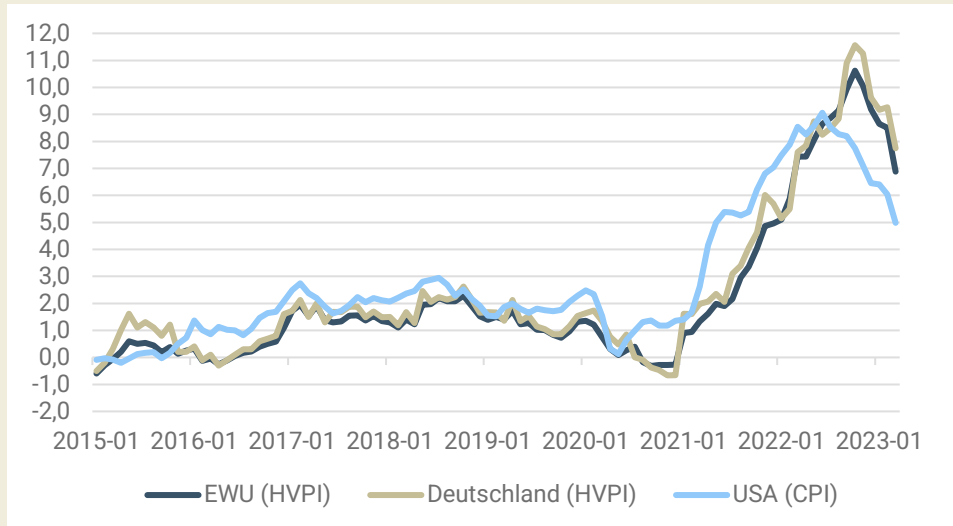
#### **IV. Inflation, Geldpolitik und Finanzmärkte: Unsicherheit weiterhin hoch**

Die Inflation der Verbraucherpreise hat sich in den vergangenen Monaten sowohl in den USA wie in der EWU von sehr hohen Niveaus kommend etwas reduziert (Schaubild 15). Unter der Annahme einigermaßen stabiler Energiepreise ist im weiteren Verlauf des Jahres mit weiteren Rückgängen zu rechnen. Die jahresdurchschnittliche Inflation dürfte in 2023 in den USA bei etwa 4½% und in der EWU bei 5½% liegen. Für 2024 sind weitere leichte Rückgänge bei der Gesamtinflation auf Werte im Bereich 3%-3½% zu erwarten.

Für die Zentralbanken spielt vor allem die Entwicklung der Kerninflation eine Rolle, bei der die Energiepreise und volatile Nahrungsmittelpreise aus der Gesamtinflation herausgerechnet werden (Schaubild 16). Diese Größe liegt sowohl in den USA wie auch in der EWU auf einem hohen Niveau von etwas über 5½% und dürfte sich im weiteren Verlauf des Jahres auch angesichts recht hoher Lohnabschlüsse nur recht langsam auf Werte von 4%-4½% um das Jahresende zurückbilden. Für eine Entwarnung seitens der Notenbanken ist es daher eindeutig zu früh. Sie haben mit deutlichen Zinssteigerungen auf den Anstieg der Inflation reagiert (Schaubild 17) und werden die Leitzinsen im weiteren Verlauf des Jahres sogar noch ein wenig anheben. Der Leitzins dürfte in den USA bei etwa 5,25 % und in der Eurozone bei 4 % (Hauptrefinanzierungssatz) seinen Höhepunkt erreichen.

**Schaubild 15: Verbraucherpreisinflation: Fortgesetzte Abwärtskorrektur von hohem Niveau**

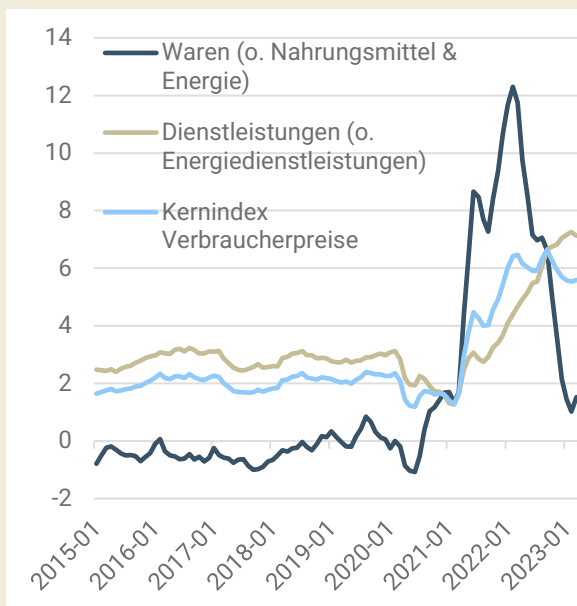
Veränderungen der Verbraucherpreisindizes gegenüber Vorjahresmonat in %



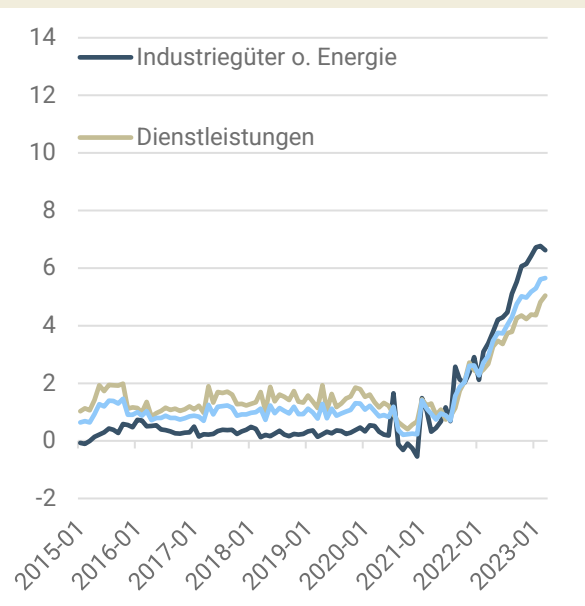
Quelle: Eurostat, Deutsche Bundesbank, Federal Reserve Economic Data.

**Schaubild 16: Kerninflation (%) – Im Fokus der Notenbanken**

USA (CPI)

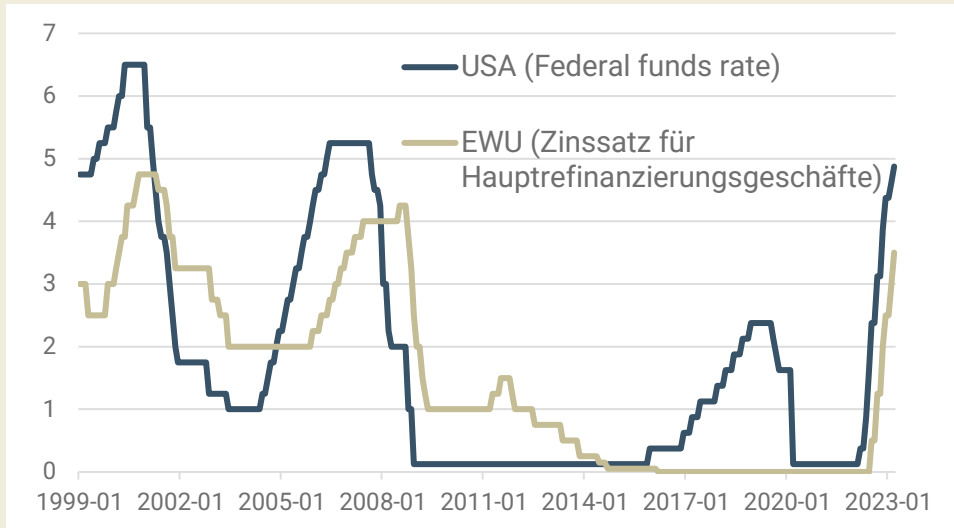


Euroraum (HVPI)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Deutsche Bundesbank, EZB.

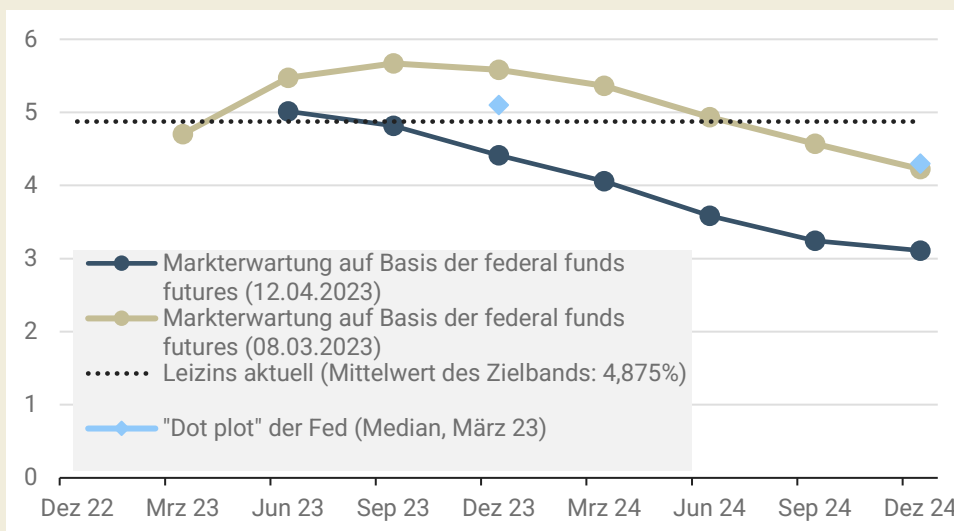
**Schaubild 17: Leitzinsen (% , Stand am Monatsende): Fortgesetzte Straffung Anfang 2023**



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Federal Reserve, EZB

Für die Anleihemärkte und die Aktienmärkte wird ein hohes Maß an Unsicherheit über die Entwicklung der Inflation und damit den Kurs der Geldpolitik bestehen bleiben. Die Erwartungen der Finanzmärkte, dass in den USA noch in diesem Jahr und in der EWU schon im nächsten Jahr Zinssenkungen anstehen dürften, erscheint sehr optimistisch (Schaubilder 18,19). Sollte es zu Korrekturen dieser Erwartungen kommen, was anzunehmen ist, werden die Aktien- und die Anleihemärkte zumindest temporäre Rückschläge erleiden.

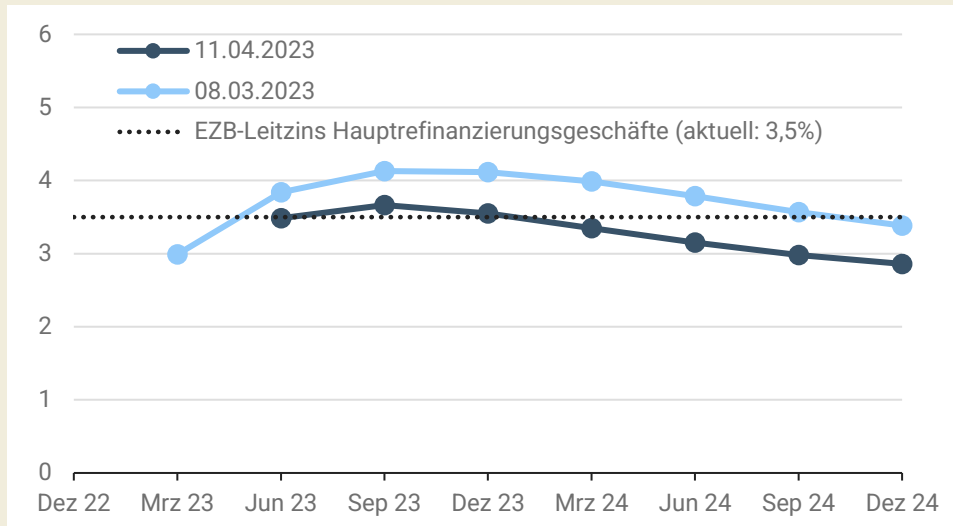
**Schaubild 18: US-Leitzins: Märkte rechnen mit baldiger Rücknahme**



Quelle: Federal Reserve, CME Group. (Stand: 12. April 2023)



**Schaubild 19: Markterwartungen gemäß Dreimonats-EURIBOR-Futures (%)**

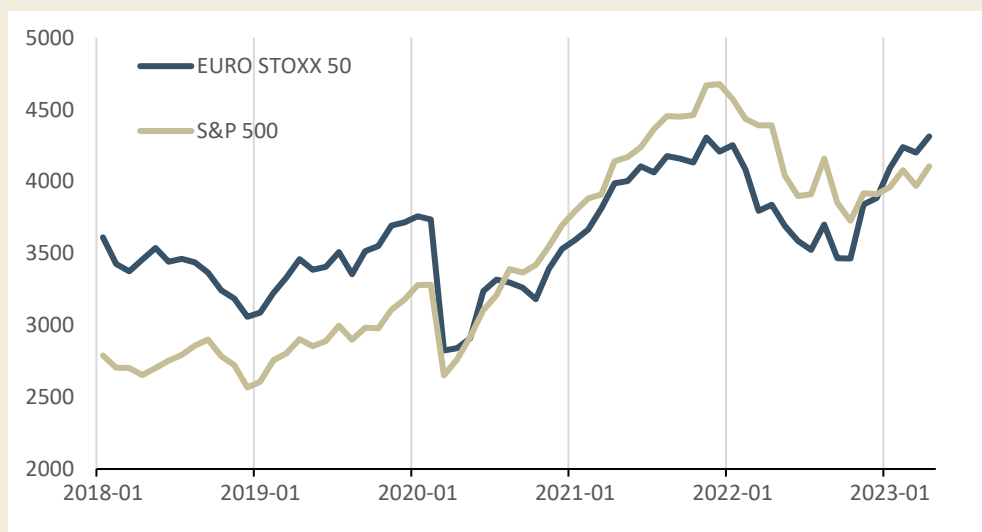


Quelle: Eurex, eigene Berechnungen. (Stand 11. April 2023)

Mit Blick auf das Jahresende und die dann vermutlich positiveren Konjunkturerwartungen für 2024 sind die Bedingungen für die Aktienmärkte positiver zu sehen. In den kommenden Monaten dürften die Notenbanken zumindest eine Pause bei weiteren Zinssteigerungen andeuten. Die wirtschaftliche Entwicklung dürfte durch allmähliche abnehmende Inflation und eine leichte Besserung der Konjunktur geprägt sein. Das dürfte an den Aktienmarkt für leichte Kursgewinne sorgen. Allerdings haben die Aktienmärkte mit dem Anstieg seit Jahresbeginn schon einige positive Entwicklungen vorweggenommen (Schaubild 20). Daher ist das Aufwärtspotential bis Jahresende eher überschaubar.

**Schaubild 20: Aktienindizes: In schwierigem Umfeld aufwärtsgerichtet**

(Monatsdurchschnittswerte; April 2023: Durchschnitt 03.04 - 11.04.)

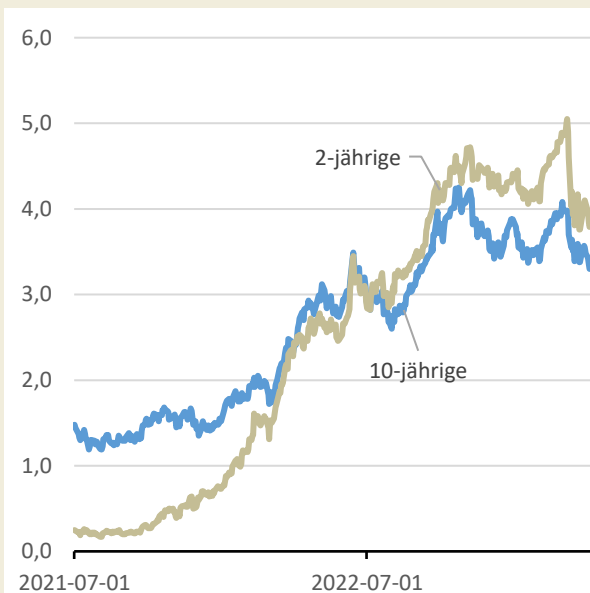


Quelle: EZB, Federal Reserve Economic Data

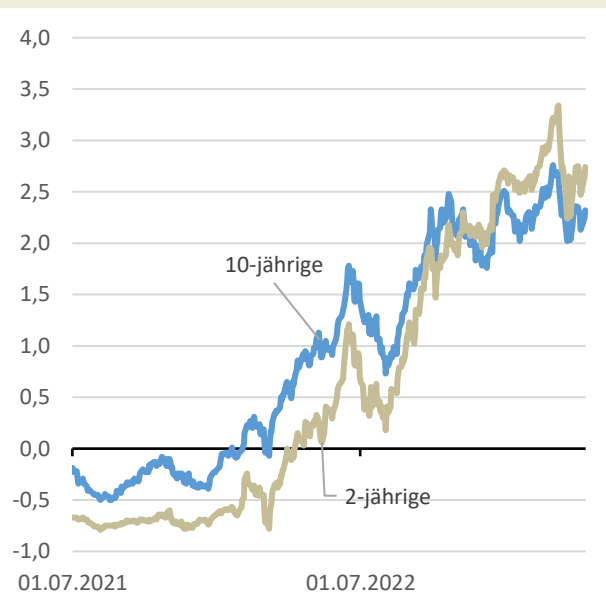
An den Anleihemärkten ist es in diesem Jahr nach einem deutlichen Renditeanstieg, der bis Anfang März dauerte, mit dem Kollaps der Silicon Valley Bank und den Folgewirkungen an den internationalen Finanzmärkten wieder zu einer deutlichen Abwärtskorrektur der Renditen gekommen. Insbesondere im Bereich kurzfristiger Laufzeiten gingen die Renditen zurück, da im Zuge der Finanzmarkturbulenzen die Zinssorgen abflauten und recht bald mit Zinssenkungen der Zentralbanken gerechnet wurde. Da diese Erwartung wohl etwas optimistisch ist, werden auch die Kapitalmarktrenditen im Jahresverlauf wieder etwas ansteigen. Vorerst ist zu erwarten, dass die Differenz zwischen den zweijährigen Renditen und den zehnjährigen Renditen negativ bleibt, also eine inverse Zinsstruktur bestehen bleibt. Nach aller Erfahrung spricht dies eher für eine schwache Wirtschaftsentwicklung in den kommenden Quartalen.

**Schaubild 21: Inverse Zinskurven**

**Rendite US-Staatsanleihen (%)**



**Rendite Bundesanleihen (%)**



Quelle: Federal Reserve Economic Data, Deutsche Bundesbank. (Stand: 11. April 2023)



## Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

### Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen ("Information") sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

### Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter [www.leanval.investments](http://www.leanval.investments). Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

### Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

### Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

### Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

### Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

### Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH  
Bleichstraße 52  
60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 9494 88 050  
E-Mail: [research@leanval.investments](mailto:research@leanval.investments)