

## Konjunktur- und Marktausblick

Die erste Jahreshälfte 2023 ist vorüber, und sowohl Konjunktur als auch Kapitalmärkte haben sich besser entwickelt, als wir das noch Ende 2022 erwartet hätten.

Nach wie vor gibt es den Krieg in der Ukraine, die Inflation sinkt nur langsam und die wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen sind groß. Im März sah es kurz so aus, als könnte eine neue Bankenkrise, ausgehend von Insolvenzen bei amerikanischen Regionalbanken, aufziehen. Dank der schnellen und umfassenden Reaktion von Bankenaufsicht und Notenbanken konnte eine Ausweitung der Krise verhindert werden – dass die Credit Suisse als Kollateralschaden quasi über Nacht abgewickelt wurde, zeigte eine große Entschlossenheit, eine Wiederholung des Lehmann-Szenarios unbedingt vermeiden zu wollen. Diese Krise scheint nun abgewendet, auch wenn der Bankensektor angesichts der stark restriktiven Geldpolitik und den eingetrübten Konjunkturaussichten mit erheblichen Herausforderungen konfrontiert ist.

### Rezession im Euroraum, „soft landing“ in den USA

Beim Blick zurück auf das Wachstum der vergangenen Monate ist eine sektorale und regionale Differenzierung notwendig. Das verarbeitende Gewerbe litt unter einer Kombination aus schwächerer Nachfrage und hohen Kosten, doch der Dienstleistungssektor zeigte sich sowohl im Euroraum als auch in Deutschland überraschend robust. Der Konsum ging zwar zurück, die hohen Sparquoten der Pandemiezeit wirkten allerdings als finanzieller Puffer, und die überaus gute Lage am Arbeitsmarkt stabilisiert ebenfalls. Die statistischen Ämter meldeten für das Winterhalbjahr 2022/23 einen zweimaligen Rückgang des BIP-Wachstums und damit eine technische Rezession. Von einem wirtschaftlichen Einbruch mit sinkenden Investitionen und steigender Arbeitslosigkeit sind allerdings sowohl Deutschland als auch der Euroraum noch entfernt.

Im zweiten Halbjahr 2023 erwarten wir eine weitere Eintrübung der konjunkturellen Lage. Die jüngsten Frühindikatoren für den Euroraum zeigen, dass sich nun auch die Aussichten im Dienstleistungssektor verschlechtern. Das Wachstum wird in den kommenden Quartalen vermutlich nur um die Nulllinie dümpeln, für Deutschland kann ein weiterer Rückgang nicht ausgeschlossen werden.

In den USA hingegen zeigt sich die Wirtschaft gewohnt noch stärker als diesseits des Atlantiks, dort lag das Wachstum im ersten Quartal 2023 noch bei knapp über einem Prozent. Bereits seit längerem wird über das Eintreten einer Rezession in den Vereinigten Staaten spekuliert, aber die US-Konjunktur erweist sich wieder einmal als besonders widerstandsfähig. Besonderes Augenmerk wird von vielen Kapitalmarktbeobachtern auf die Inversion<sup>1</sup> der US-Zinskurve gelegt, die historisch gesehen ein sehr zuverlässiger Vorbote einer Rezession ist. Seit 1975 trat im Schnitt 12 bis 18 Monate nach einer Inversion der 10J-2J Treasury Anleihen eine Rezession in den USA auf. Folgt man den statistischen Zusammenhängen, stünde der USA in der zweiten Jahreshälfte also noch eine Rezession bevor. Einiges spricht aber dafür, dass diese sehr schwach ausfallen und das BIP-Wachstum nur knapp um die Nulllinie tendieren wird. Zu nennen wären hier die von der Pandemie verstärkten strukturellen Veränderungen am Arbeitsmarkt, aber auch die fiskalpolitischen Subventionsprogramme der Regierung Biden, die allmählich auf die Investitionen zu wirken beginnen. Erwartet wird also vielmehr eine Konjunkturabkühlung oder das sogenannte „soft landing“ - im Gegensatz zu einem „hard landing“, bei dem der Wachstumseinbruch sehr viel deutlichere Spuren in den Unternehmen und Haushalten hinterlassen würde.

---

<sup>1</sup> Von einer inversen Zinskurve spricht man, wenn Renditen kurzlaufender Anleihen über der Rendite von Langläufern liegen. Dann ist die Nachfrage nach langlaufenden Renditen so hoch, dass ein Renditeabschlag gegenüber den üblicherweise geringeren rentierlichen Kurzläufern in Kauf genommen wird.

## Inflation auf dem Rückmarsch, aber Kernrate bleibt hartnäckig

Mit dem Rückgang des Wachstums und der Entspannung bei Rohstoff- und Energiepreisen sinken seit Herbst letzten Jahres die Inflationsraten. Die Maßnahmen der Notenbanken zeigen inzwischen ebenfalls Wirkung. Die Kreditvergabe ist deutlich rückläufig, zudem haben die Banken seit Jahresbeginn ihre Kreditvergabestandards verschärft. Dieser Effekt ist geldpolitisch erwünscht, um über einen daraus resultierenden Nachfragerückgang Konjunktur und Inflation weiter zu dämpfen. Die Kerninflation, also die Preisveränderung ohne Lebensmittel und Energie, verhält sich jedoch deutlich träger als die Gesamtrate und bewegt sich auf hohem Niveau seitwärts. Hier steht eine Trendwende noch aus, die stark von der Lohnentwicklung abhängt. Daher überrascht es auch nicht, dass die Zentralbanken noch keine klare Entwarnung geben können. In den USA hat die Fed zwar nun bei ihrer Juni-Sitzung erstmals die Zinsen nicht weiter erhöht, aber in ihrer Kommunikation klargestellt, dass mit weiteren Zinserhöhungen in der zweiten Jahreshälfte gerechnet werden muss. Die EZB dürfte zwar den Höhepunkt der Leitzinsen ebenfalls bald erreichen, danach werden sich die Währungshüter aber über einen längeren Zeitraum vergewissern wollen, dass die Preise auch dauerhaft weiter sinken. In die Nähe des Ziels von zwei Prozent wird die Inflation wohl frühestens Ende nächsten Jahres kommen.

## Die Lagen an den Märkten

Abbildung 1: Aktienmärkte – Wertentwicklung in Prozent

Quelle: Refinitiv Datastream



Die Anleihemärkte verdauen noch den steilen Zinsanstieg und signalisieren bereits seit Herbst letzten Jahres eine Rezession. Der Fokus richtet sich aber inzwischen schon stark auf die Frage, ab wann die Zentralbanken ihre Geldpolitik wieder lockern werden. Hier könnte es in der zweiten Jahreshälfte durchaus zu Enttäuschungen kommen.

An den Aktienmärkten hingegen herrschte im bisherigen Jahresverlauf eher Feierlaune. In den USA dominierten die hohen Erwartungen an die neuen Möglichkeiten der künstlichen Intelligenz die Börsengewinne.

Dabei konzentriert sich die positive Performance des S&P500 sehr stark in einigen wenigen Tech-Unternehmen. Europäische Aktien profitierten insbesondere von der Entspannung auf den Energiemärkten und den robusten Unternehmensgewinnen. Schließlich gelang es vielen Firmen, die gestiegenen Kosten an die Verbraucher weiterzureichen. Zudem wurde an den Aktienmärkten ein „soft landing“ der US-Wirtschaft schon sehr früh eingepreist. Ausgehend von den derzeitigen Notierungen scheint der Aufwärtsspielraum für Aktien nun zunehmend begrenzt. Am aktuellen Rand zeigen sich erste Konsolidierungstendenzen. Kurzfristig ist weiterhin mit hoher Volatilität zu rechnen, da die makroökonomischen Risiken trotz der Hoffnung auf ein „soft landing“ Bestand haben. Mittel- bis langfristig bleibt der Ausblick sowohl für US-amerikanische als auch europäische Aktien verhalten optimistisch. Anleger mit einem diversifizierten Portfolio, das in verschiedene Anlageklassen und Märkte investiert, sind in solch einem Umfeld gut aufgestellt.

Dieses Dokument dient der Information und ist keine Handlungsanweisung oder Investitionsempfehlung.

R+V Lebensversicherung AG Niederlassung Luxemburg  
4, rue Thomas Edison - 1445 Strassen - Luxemburg