

**KONJUNKTUR: FRÜHLINGSGEFÜHLE IM WINTER**

Nachdem die befürchtete Winterrezession in der Eurozone ausgeblieben ist, hat sich die Stimmung wieder aufgehellt. Auch im Vergleich zu den USA verbessert sich das Bild. Während jenseits des Atlantiks die Zinserhöhungen die Wirtschaft immer stärker abbremsen und die Bankenkrise für Verunsicherung sorgt, zeigt sich die Wirtschaft im Euroraum in einer erstaunlich robusten Verfassung. Allerdings könnte sich dies in der zweiten Jahreshälfte wieder ändern, wenn die Zinserhöhungen im Euroraum zunehmend ihre Wirkung entfalten. Offen bleibt die Frage, wie stark sich die US-Wirtschaft noch abschwächt und ob es doch noch zu einer Rezession kommen wird.

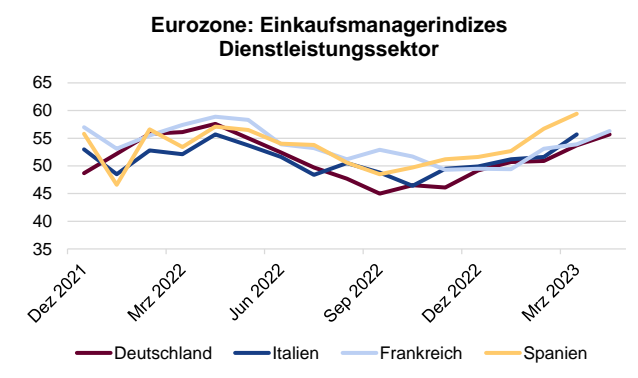
Eine **Rezession in der Eurozone im Winterhalbjahr** galt aufgrund der drohenden Energiekrise vielen als ausgemachte Sache. Der überraschend deutliche Rückgang der Energiepreise, die relativ milden Temperaturen und das Ausbleiben von Engpässen bei der Gasversorgung verhinderten jedoch das Schlimmste. Die Stimmung hellte sich in den Wintermonaten zunehmend auf und auch die Lagebeurteilung verbesserte sich langsam. Mitten im Winter keimten auf einmal konjunkturelle Frühlingsgefühle auf.

Bereits im vierten Quartal 2022 zeigte sich die Eurozone robust. Die Stagnation des Bruttoinlandsprodukts überraschte die meisten Marktteilnehmer und da für das erste Quartal ein leichtes Plus erwartet wird, scheint eine Rezession vorerst vom Tisch zu sein. Doch nicht nur das Schlimmste wurde abgewendet. Als sich abzeichnete, dass die Winterkrise in Europa ausbleiben würde, hellte sich auch die **Stimmung** bei Konsumenten und Unternehmen zunehmend auf.

Bereits den vierten Monat in Folge ist der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor in der Eurozone gestiegen und erreichte zuletzt den höchsten Stand seit April letzten Jahres. Die höchsten Werte werden in Spanien gemessen, aber auch in Deutschland, Frankreich und Italien deuten die Indizes auf ein positives Umfeld hin. Gleichzeitig hat sich das Verbrauchervertrauen seit Oktober 2022 verbessert und in den letzten Monaten die höchsten Werte seit dem russischen Überfall auf die Ukraine erreicht. Im Gegensatz zu den **positiven Signalen aus dem Dienstleistungssektor** bleibt die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe allerdings gedämpft. Hier liegen die Einkaufsmanagerindizes weiterhin im Kontraktionsbereich, vor allem in Deutschland.

Ein ähnliches Bild zeigt sich für das **Verarbeitende Gewerbe in den USA**. Während der

Einkaufsmanagerindex von S&P Global leicht über der Wachstumsschwelle liegt, deuten die Indikatoren der regionalen Notenbanken auf eine Abkühlung hin. Widersprüchliche Signale kommen vom **Dienstleistungssektor**. S&P Global signalisiert einen positiven Wachstumstrend, während der ISM-Index seit Jahresbeginn eine zunehmende Schwäche anzeigt.



Eine Stütze für beide Wirtschaftsräume sind die **niedrigen Arbeitslosenzahlen**. Insbesondere in den USA ist der Arbeitsmarkt trotz Anzeichen einer leichten Abkühlung nach wie vor angespannt. Dies liegt auch daran, dass sich dort die Partizipationsrate zwar erholt, aber noch nicht das Niveau von vor der Corona-Pandemie erreicht hat. Im Euroraum zeigt sich die positive Entwicklung sowohl in einem Anstieg der Partizipationsrate als auch im Rückgang der Arbeitslosenquote. Von der guten Lage auf beiden Arbeitsmärkten profitiert der Private Konsum, der die wesentliche Stütze des Wachstums ist.

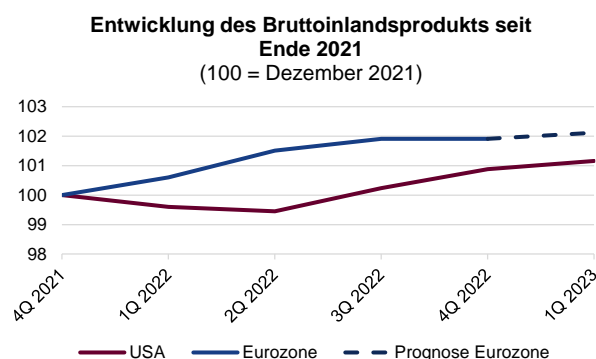
Abgesehen vom Arbeitsmarkt ist die Dynamik in den USA allerdings schwächer als im Euroraum. Dies hängt zum einen mit dem Wachstumsschub in Europa durch den milden Winter zusammen, vor allem aber mit den Zinserhöhungen, mit denen die Fed früher begonnen hat als die EZB. Der **Zinserhöhungszyklus** der Fed begann bereits im März 2022, der der EZB erst vier Monate später.

Damit hatten die Zinserhöhungen in den USA mehr Zeit, ihre Wirkung zu entfalten und die Konjunktur abzukühlen. Noch hat keine der beiden Zentralbanken das **Ende des Zinszyklus** verkündet, so dass die große Frage für die kommenden Monate sein wird, wann dieses Ende erreicht wird und wie lange die Leitzinsen auf hohen Niveaus bleiben werden. Während die rückläufigen Headline-Inflationsraten positive Signale senden, sprechen die hartnäckig hohen Kerninflationsraten eher gegen eine rasche geldpolitische Entspannung. Auch in den USA war zunächst ein positiver Trend bei der Kerninflation zu beobachten, der sich jedoch zuletzt abschwächte. Im März kam es sogar wieder zu einem Anstieg. Im Euroraum war bisher kein Rückgang der Kerninflation zu beobachten, sondern zuletzt ein Anstieg auf einen erneuten Höchststand.

**Vor diesem Hintergrund haben die EZB und die Fed noch einen weiten Weg vor sich, bevor sie in ihrem Kampf gegen die Inflation nachlassen können.** Beide Zentralbanken werden die Leitzinsen in der kommenden Woche wohl noch einmal erhöhen. Das bedeutet aber auch, dass die Wirtschaft noch länger unter den höheren Zinsen leiden wird.

Hinsichtlich der Auswirkungen von Zinserhöhungen gehen die Analysten von Goldman Sachs von **unterschiedlichen Wirkungsmechanismen** im Euroraum und in den USA aus. Da sich die Unternehmen in den USA stärker über Anleihen finanzieren, während sich die Unternehmen im Euroraum vor allem über Bankkredite Geld beschaffen, wirken sich Zinserhöhungen in den USA unmittelbarer und stärker aus. Die Effekte klingen aber auch schneller wieder ab als im Euroraum. Wenn dem so ist, dann könnte die relative Schwächephase der US-Wirtschaft auf die

Zinserhöhungen und die Verunsicherung durch die Bankenkrise zurückzuführen sein, die in den USA größere Wellen geschlagen hat als im Euroraum. In dieses Bild passt die in dieser Woche veröffentlichte erste Schätzung für das BIP-Wachstum in den USA im ersten Quartal, die mit einer annualisierten Rate von 1,1 Prozent gegenüber dem Vorquartal hinter den Erwartungen zurückblieb.



Über einen längeren Zeitraum werden die höheren Zinsen aber auch im Euroraum ihren Tribut fordern. **In der zweiten Jahreshälfte dürften sich die Zinserhöhungen im Euroraum stärker negativ bemerkbar machen.** Die Frühlingsgefühle, die im Winter aufkeimten, könnten daher schon in den Sommermonaten wieder verfliegen. Offen bleibt die Frage, wie stark sich die US-Konjunktur noch abkühlen wird. Die Verschärfung der Kreditvergabebedingungen durch die Geschäftsbanken hat die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA erhöht, doch sie dürfte immer noch unter 50 Prozent liegen. Rezessionen korrekt vorherzusagen ist allerdings, wie man gerade am Beispiel des Euroraums gesehen hat, alles andere als leicht.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2023

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.