

Nr. 2 Wirtschaftserholung verzögert sich



09. April 2021

Konjunktur und Geldpolitik: In Deutschland und vielen anderen europäischen Ländern hat sich das Pandemie-Geschehen in den vergangenen Wochen erneut verschlechtert, was eine baldige Aufhebung der Lockdown-Maßnahmen verhindern und die wirtschaftliche Erholung verzögern dürfte. Erst in der zweiten Jahreshälfte ist nun mit einer dynamischen Konjunkturerholung zu rechnen, die mit einer höheren Inflation einhergehen dürfte. Eine baldige geldpolitische Wende steht deswegen aber nicht bevor. Um dem Renditeanstieg der vergangenen Monate entgegenzuwirken, hat die EZB im März stattdessen ein höheres Tempo der Anleihekäufe angekündigt.

Euro: Der Euro hatte es im Berichtszeitraum seit Anfang Februar schwer gegenüber dem US-Dollar und wertete von 1,214 auf 1,188 US-Dollar ab. Als besonders belastend für die Gemeinschaftswährung erwiesen sich dabei eine im Vergleich mit den USA ungünstigere Impf- und Pandemie-Entwicklung, schwächere Konjunkturdaten sowie der steigende Zinsaufschlag von US-Treasuries gegenüber Bundesanleihen. Diese Faktoren dürften den Euro auch in den kommenden Wochen noch belasten. Erst im zweiten Halbjahr hellt sich die Perspektive für den Euro auf, wenn auch auf dem europäischen Kontinent die Pandemie überwunden ist und eine dynamische Konjunkturerholung eingesetzt hat.

Rentenmarkt: Höhere Inflationserwartungen in Zusammenhang mit Basiseffekten und der prognostizierten dynamischen Konjunkturerholung in der zweiten Jahreshälfte haben die Renditen vor allem im Februar in die Höhe getrieben. Zwar ist es der EZB vorerst gelungen, den Renditeanstieg am europäischen Rentenmarkt durch ihre Ankündigung (vorübergehend) höherer Anleihekäufe zu begrenzen. Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass die Renditen einen erneuten Schub erhalten, wenn Basiseffekte einen Inflationsanstieg im April bewirken. Letztendlich dürften die massiven Anleihekäufe der EZB einen nachhaltigen Renditeanstieg aber verhindern, sodass wir bis mindestens zum Jahresende mit wenig veränderten Renditen und einem Fortbestand des Niedrigzinsumfelds rechnen.

Aktienmarkt: Die europäischen Aktienmärkte befinden sich momentan in einem Höhenrausch und dem DAX gelang es zuletzt erstmalig, über die Marke von 15.000 Punkten zu klettern. Von dem Renditeanstieg im Februar ließen sich die europäischen Anleger nur kurz verunsichern und auch das Infektionsgeschehen spielte nur eine untergeordnete Rolle. Stattdessen liegt der Anlegerfokus auf dem positiven Konjunkturausblick und der Alternativlosigkeit von Aktieninvestments.

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

Konjunktur und Geldpolitik

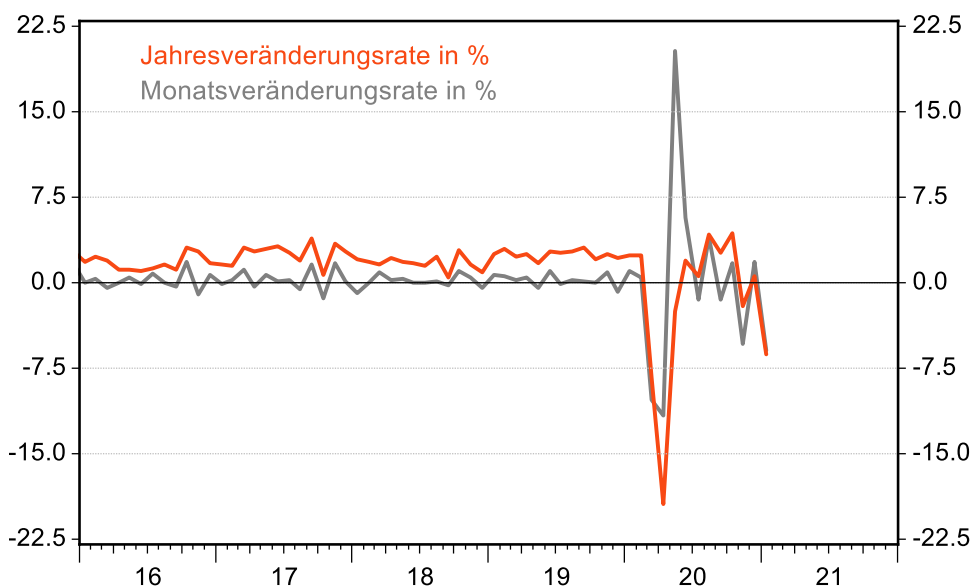
Die Corona-Pandemie hat die deutsche und europäische Wirtschaft auch zu Beginn des zweiten Quartals 2021 weiterhin fest im Griff. Der vorsichtige Optimismus, der sich hierzulande im Februar durch den rückläufigen Trend bei den Corona-Neuinfektionen breitmachte und die Politik Anfang März dazu veranlasste, einen Öffnungsfahrplan zu beschließen, hat sich zügig wieder aufgelöst. Weniger als drei Wochen nach der Präsentation dieses Fahrplans ruderten Bund und Länder zurück und verlängerten angesichts einer raschen Corona-Ausbreitung den Lockdown bis zum 18. April.

Bereits vor diesen jüngsten Beschlüssen hatten Konjunkturforscher auf die Pandemie-Entwicklung reagiert und ihre Wachstumsprognosen für Deutschland für das Jahr 2021 gesenkt, da absehbar wurde, dass sich das Lockdown-Ende hinauszögern würde und sich dadurch auch die konjunkturelle Erholung zeitlich nach hinten verschiebt. Zudem konnten die Volkswirte nun einen spürbaren BIP-Rückgang im ersten Quartal berücksichtigen, der sich aufgrund des anhaltenden Lockdowns zwar nun bereits länger abgezeichnet hat – und auf den wir bereits im Februar hingewiesen hatten – in früheren Prognosen aber nur unvollständig enthalten war. So verweist der Sachverständigenrat der Bundesregierung in seiner jüngsten Konjunkturprognose vom März auf das erste Quartal als eine wichtige Ursache für die Prognose senkung von 3,7% auf 3,1%. Etwas stärker reduzierte das Institut der deutschen Wirtschaft seine Prognose von 4,0% auf 3,0%, während das ifo Institut für Wirtschaftsforschung seine Dezember-Prognose von 4,2% auf 3,7% korrigierte. Auch wenn sich die verzögerte Wirtschaftserholung zunächst in niedrigerem Wachstum in diesem Jahr ausdrückt, dürfte das Wachstum durch die aufgeschobenen Nachholeffekte im kommenden Jahr höher ausfallen als zuvor erwartet. Beim ifo Institut drückt sich dies beispielsweise in einer von 2,5% auf 3,2% angehobenen Prognose für 2022 aus.

Corona-Pandemie hat die europäische Wirtschaft weiter fest im Griff.

Wirtschaftsinstitute senken ihre Wachstumsprognosen für 2021 für Deutschland...

Eurozone: Einzelhandelsumsätze



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

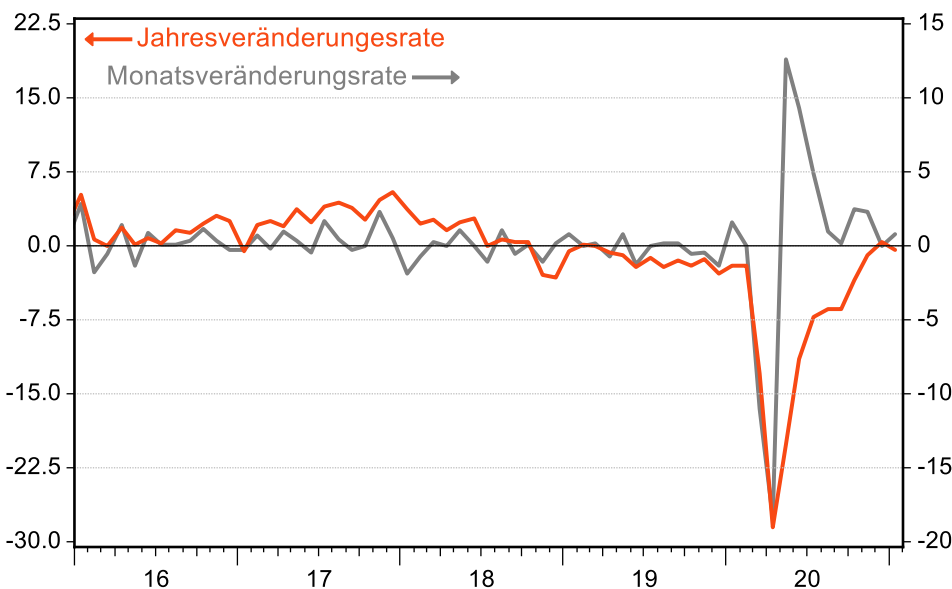
Die Zahl der Neuinfektionen ist nicht nur in Deutschland gestiegen, sondern wies in den meisten Ländern der Eurozone zuletzt nach oben. Verschiedene Länder (z.B. Italien und Frankreich) sahen sich bereits gezwungen, die Corona-Beschränkungen – nach einer zwischenzeitlichen Lockerung – wieder zu verschärfen. Wie für Deutschland ist daher auch für die Eurozone zu erwarten, dass sich die wirtschaftliche Erholung verzögern wird. Insofern überraschte es nicht, dass auch für die Eurozone die Wachstumsprognosen herabgesetzt wurden. Beispielsweise hat der Sachverständigenrat der Bundesregierung seine BIP-Prognose für die Eurozone von 4,9% auf 4,1% reduziert.

...die Eurozone.

Die wirtschaftliche Last der Lockdown-Verlängerung trägt (weiterhin) vor allem der Einzelhandel, die Gastronomie und der Tourismus. Nachdem die Einzelhandelsumsätze in Deutschland bereits im Dezember um 9,1% gegenüber dem Vormonat eingebrochen waren, wurde im Januar ein Minus von 4,5% verzeichnet. Die Jahresrate rutschte dadurch von 2,8% auf -8,7% ab. Im Februar lag die Monatsrate mit 1,2% zwar leicht im Plus, aber die Jahresrate reduzierte sich weiter auf -9,0%. Neben den Lockdown-Maßnahmen könnte auch das Ende der temporären Mehrwertsteuersenkung für die schwache Entwicklung der Umsätze zum Jahresbeginn eine Rolle gespielt haben. Möglicherweise haben Verbraucher größere Anschaffungen im letzten Jahr vorgezogen, um dadurch in den Genuss der niedrigeren Mehrwertsteuersätze zu kommen. Allerdings kann dieses Argument nicht für die Eurozone herangezogen werden, wo die Einzelhandelsumsätze im Januar um 4,8% gegenüber dem Vormonat abrutschten und sich dadurch eine Jahresrate von -6,4% ergab. Erfreulich entwickelte sich lediglich der Versand- und Interneteinzelhandel mit einem Plus von 39,1%. Im Gegensatz zum Einzelhandel, hat der Industriesektor die Corona-Krise bereits weitestgehend überwunden. Das von den Corona-Eindämmungsmaßnahmen weniger stark betroffene verarbeitende Gewerbe produzierte im Januar wieder annähernd auf dem Niveau des Vorjahres und profitierte von der anziehenden Nachfrage aus den USA und China.

Einzelhandelsumsätze liegen weiter tief im Minus...

EWU: Industrieproduktion



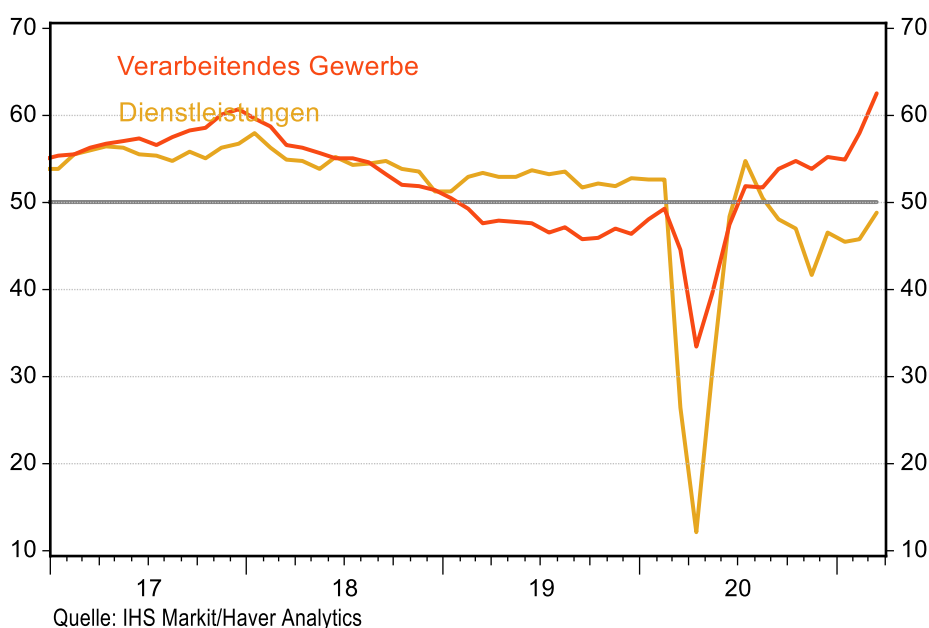
Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Die Zerteilung der europäischen und deutschen Wirtschaft zeigt sich auch sehr deutlich bei den Stimmungsindeizes. Der Einkaufsmanagerindex der Firma Markit

für den europäischen Industriesektor ist in den vergangenen Monaten kräftig gestiegen und erreichte im März den höchsten Stand seit mehreren Jahren, während der Index für den Dienstleistungssektor unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten verharrte. Für die deutsche Wirtschaft ergab die ifo Geschäftsklima-Umfrage im März den höchsten Indexstand seit Mitte 2019 und sogar die Einzelhändler gaben sich etwas zuversichtlicher. Volkswirte verweisen allerdings darauf, dass Basiseffekte eine Rolle gespielt haben könnten, da sich Unternehmen bei der Bewertung der aktuellen Geschäftslage von der Entwicklung der Umsätze im Jahresvergleich leiten lassen. Dieser Wert ist durch die Auswirkungen des ersten Lockdowns im vergangenen Jahr vor allem im Industriesektor auf einem hohen Niveau. Der größte Teil des in den Indizes enthaltenen Optimismus dürfte aber auf verfrühte Lockerungs-Hoffnungen der deutschen Dienstleistern zurückgehen. Mit der jüngsten Verschärfung und Verlängerung des Lockdowns, was in den Umfragenergebnissen nicht enthalten ist, dürften sich diese Hoffnung in Luft aufgelöst haben, sodass die Daten wenig Aussagekraft darüber haben, wie die Stimmung in den Unternehmen momentan tatsächlich ist. Vor diesem Hintergrund erscheint es aber gut möglich, dass sich die Indizes bereits im April zurückbewegen werden. Für den Industriesektor dürften noch Sorgen über die weltweiten Lieferketten angesichts eines im Suez-Kanal gestrandeten Containerschiffs hinzukommen, das diesen wichtigen Handelsweg für mehrere Tage blockierte. Vor allem für den Handel zwischen China und Deutschland spielt der Suez-Kanal eine entscheidende Rolle. Laut dem Kieler Institut für Weltwirtschaft fahren 98% der Containerschiffe durch den Suez-Kanal, wenn sie zwischen China und Deutschland unterwegs sind und etwa 8%-9% der gesamten deutschen Warenimporte und -exporte nehmen diese Route. Obwohl das Schiff rascher geborgen werden konnte, als von vielen geschätzt, hat das Unglück die durch die Corona-Pandemie bereits zuvor strapazierten internationalen Lieferketten weiter belastet. Der deutsche Industrieverband BDI rechnet nicht vor dem dritten Quartal mit einer Entspannung bei den maritimen Lieferketten. Nicht wenige Unternehmen sehen sich nun mit (zumindest temporären) Versorgungsengpässen konfrontiert.

... während der Industriesektor die Corona-Krise weitestgehend überwunden hat.

EWU: Markt Einkaufsmanagerindizes



Die weitere konjunkturelle Entwicklung hängt maßgeblich davon ab, wie zügig es gelingt, die Infektionszahlen (vor allem durch Fortschritte bei den Impfungen) zu drücken und die Lockdown-Maßnahmen zurückzunehmen. Daher sind die oben genannten Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr mit Vorsicht zu genießen. Trotz der hohen Prognoseunsicherheit in der aktuellen Situation spricht jedoch viel dafür, dass nach einem negativen BIP-Wachstum im ersten Quartal und einem schwachen zweiten Quartal die wirtschaftliche Erholung im zweiten Halbjahr bei einer Aufhebung der Corona-Maßnahmen zur Jahresmitte stark ausfallen wird. Die Erholungsdynamik wird zwar etwas schwächer sein als im vergangenen Sommer (damals wurde ein Wachstum von 8,5% im Quartalsvergleich erreicht), da auch die aktuelle Wirtschaftsdelle weniger ausgeprägt ist, aber insbesondere der Privatkonsum dürfte angesichts erheblicher Nachholeffekte einen konjunkturellen Schub bewirken. Beispielsweise haben die Bundesbürger wegen mangelnder Einkaufsmöglichkeiten zusätzliche Ersparnisse gebildet, die sich Schätzungen zufolge auf 7% ihrer jährlichen Einkommen belaufen. Dagegen dürfte die Erholung der Investitionen mit einer geringeren Dynamik voranschreiten. Einerseits sind die Kapazitäten weiterhin unterausgelastet, andererseits dürfte vor allem die Nachfrage aus den USA und China zunehmen. China hat bereits seit Monaten die Pandemie überwunden und die USA dürften angesichts einer erfolgreichen Impfkampagne sowie einer extrem expansiven Fiskalpolitik schon in naher Zukunft zu sehr hohen Wachstumsraten zurückkehren, was das Exportgeschäft der europäischen Unternehmen beleben sollte. Ob die Mittel aus dem „Next Generation EU“-Programm (NGEU-Programm) bereits in der zweiten Jahreshälfte ausgezahlt werden und die Konjunkturerholung beschleunigen, ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht absehbar. Ende März hat das Bundesverfassungsgericht dem Bundespräsidenten per Beschluss untersagt, das Ratifizierungsgesetz zum EU-Eigenmittelgesetz zu unterschreiben, bis das Gericht über eine Verfassungsbeschwerde entschieden hat. Damit könnte sich der Start des NGEU-Programms um mehrere Monate verzögern, da die EU nicht beginnen kann, Gelder am Kapitalmarkt aufzunehmen, bis alle 27 EU-Staaten das Gesetz ratifiziert haben. Ohnehin erwartet die Europäische Kommission, dass lediglich 20% aller NGEU-Mittel in den Jahren 2021 und 2022 ausgezahlt werden, sodass das NGEU-Programm für die Überwindung der Krise lediglich eine untergeordnete Rolle spielen wird.

Nach einer zwischenzeitlichen Entspannung hat sich das Pandemie-Geschehen in der Eurozone in den vergangenen Wochen wieder verschärft und eine baldige Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen ist unwahrscheinlicher geworden. Damit verschiebt sich auch die wirtschaftliche Erholung, sodass wir im ersten Quartal von einem BIP-Rückgang ausgehen, im zweiten Quartal von einem gedämpften Wachstum und erst in der zweiten Jahreshälfte eine starke Wachstumsdynamik erwarten.

Die EWU-Verbraucherpreise haben sich nach dem Sprung von -0,3% auf 0,9% zum Jahresbeginn weiter aufwärts bewegt. Allerdings konzentrierte sich der Anstieg auf die Energie- und Nahrungsmittelpreise. Während die alle Güter umfassende Inflationsrate im März auf 1,3% gegenüber dem Vorjahresmonat zulegte, sank die Kernrate (ohne Lebensmittelpreise und Energiepreise) von 1,1% auf 1,0%. Zusammen mit der Erwartung einer kräftigen Konjunkturerholung nach dem Ende der Corona-Pandemie genügt Marktteilnehmern diese Inflationsentwicklung ihre Inflationserwartungen anzuheben. Der 5J5J-Inflationsswap, der angibt, mit welcher jährlichen Inflationsrate Investoren in fünf Jahren für die darauffolgenden fünf Jahre

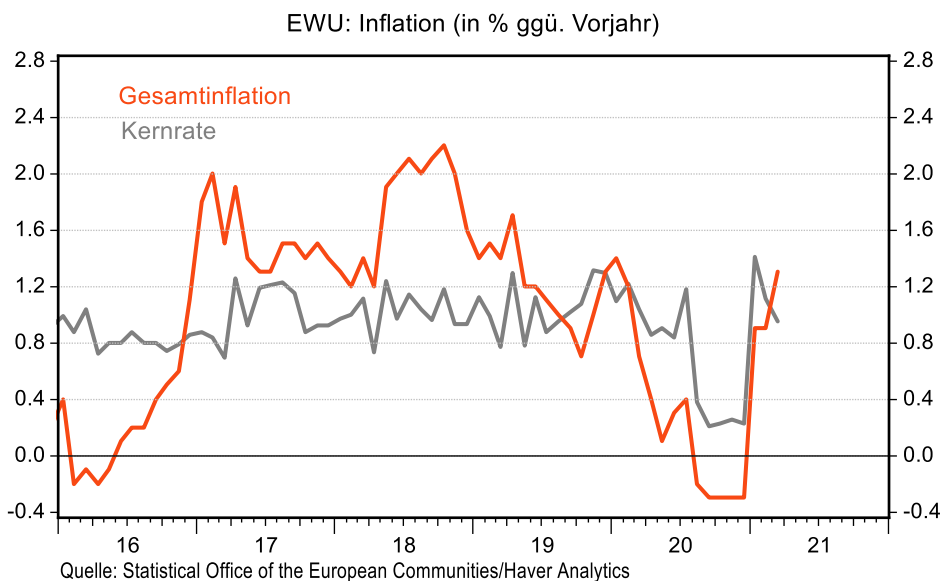
*Starke
Wirtschaftserholung
im zweiten Halbjahr
erwartet.*

*Inflationserwartungen
steigen wegen
höherer Inflation
und erwarteter
dynamischer
Konjunkturerholung.*

(aktuell: von 2026 bis 2031) rechnen, stieg in den letzten zwei Monaten von 1,34% auf 1,56%.

Als Folge der höheren Inflationserwartungen und der Erwartung überdurchschnittlicher Wachstumsraten nach Ende der Lockdown-Maßnahmen sind die Rendite von europäischen Staatsanleihen stark gestiegen, was die EZB auf den Plan rief, die in den vergangenen Wochen vor allem damit beschäftigt war, dem Zinsanstieg entgegenzutreten. Die EZB befürchtet, dass eine mit dem Renditeanstieg einhergehende Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen innerhalb der Eurozone die wirtschaftliche Erholung von der Corona-Krise im Keime ersticken könnte. Dabei scheint es für die EZB nebensächlich, dass sich der Renditeanstieg bislang von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend vollzog.

EZB reagiert auf Renditeanstieg zunächst verbal...



Nachdem bereits vor der EZB-Ratssitzung am 11. März führende Notenbanker die Bereitschaft der EZB bekräftigt hatten, die Anleihekäufe fortzusetzen, legte sich die EZB bei ihre Sitzung darauf fest, das Tempo der Anleihekäufe im Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) zu erhöhen. Im kommenden Quartal sollen nun „deutlich“ mehr Anleihen gekauft werden als in den ersten drei Monaten des Jahres. Da der Gesamtumfang des PEPP-Programms bei 1,85 Billionen Euro belassen wurde, bedeutet das höhere Tempo ein Vorziehen von Anleihekäufen. Bereits in der Woche nach der EZB-Sitzung fuhr die EZB ihre wöchentlichen Netto-Anleihekäufe von 14 auf 21 Mrd. Euro und damit auf den höchsten Wert seit drei Monaten hoch. Im Durchschnitt seit Januar hatte der Wert lediglich bei 13,6 Mrd. Euro gelegen. Neben dem Einfluss, den die EZB durch ihre Anleihekäufe direkt auf den Rentenmarkt nimmt, sendet sie auch ein starkes Signal an die Märkte, dass sie einen Renditeanstieg und die damit verbundene Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen innerhalb der Eurozone nicht tatenlos hinnehmen wird.

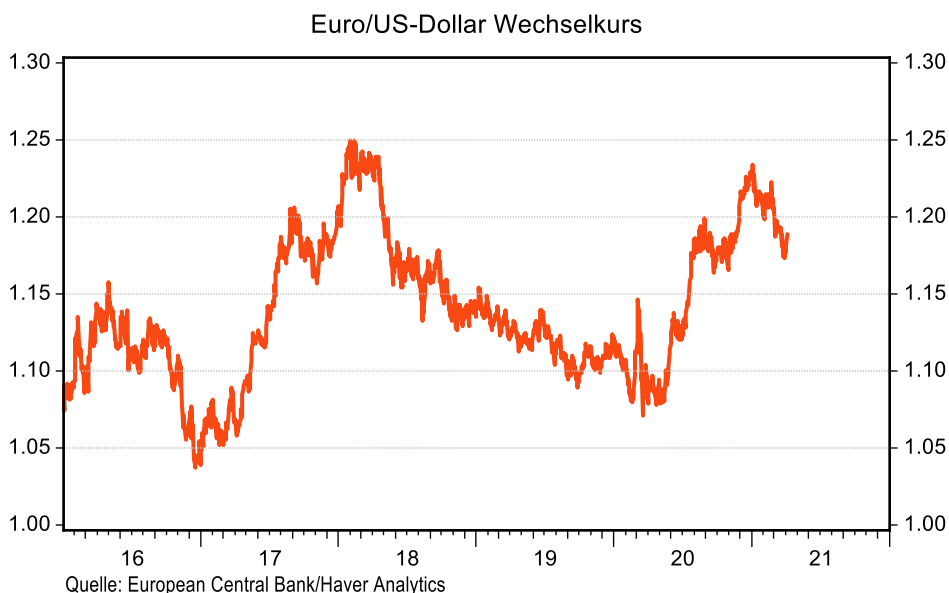
...und kündigt dann ein erhöhtes Tempo der Anleihekäufe an.

Ein Inflationsanstieg in der Kombination mit der Erwartung einer kräftigen Konjunkturerholung nach dem Ende der Corona-Pandemie haben im Berichtszeitraum zu einem Anstieg der Inflationserwartungen und dadurch der nominalen Anleiherenditen geführt. Für die EZB war der Renditeanstieg – obwohl er sich auf einem extrem niedrigen Niveau vollzog – nicht akzeptabel und sie reagierte mit einer Beschleunigung der Anleihekäufe.

Euro

Im Kapitalmarktbericht zur Eurozone vom Februar hatten wir unsere Erwartung zum Ausdruck gebracht, dass der Euro vor dem Hintergrund einer durch die lahmende Impfkampagne verzögerten EWU-Konjunkturerholungen in den kommenden Monaten einen schweren Stand haben dürfte. Tatsächlich hat der Euro gegenüber dem US-Dollar seitdem deutlich an Wert verloren und notiert aktuell bei 1,188 US-Dollar nach 1,214 US-Dollar Anfang Februar. Neben den Problemen bei der Erhöhung der Impfquote, trug die britische Virusmutation dazu bei, dass die EU-Infektionszahlen wieder angestiegen sind und die Lockdown-Maßnahmen in mehreren EWU-Ländern (wie Frankreich oder Italien) verschärft bzw. verlängert werden mussten. Die USA kehren dagegen langsam zur Normalität zurück und noch im April sollen 90% der erwachsenen US-Amerikaner ein Impfangebot bekommen.

Euro wurde im Berichtszeitraum durch Pandemie-Geschehen,...



Aber es sind nicht nur die Nachrichten zur Pandemie-Entwicklung in der Eurozone, die der Gemeinschaftswährung zu schaffen machten. Die Konjunkturdaten in der Eurozone sind zwar größtenteils besser ausgefallen als erwartet, sie konnten mit den Daten aus den USA aber nicht mithalten. So lag der Composite Einkaufsmanagerindex der Firma Markit für die USA im März bei 59,7 Punkten, während er für die Eurozone bei 52,5 Punkten notiert. Der Stimmungsindex des Institute for Supply Management erreichte im März für die USA sogar ein Allzeithoch. Die Wachstumsperspektive für das Gesamtjahr ist für die USA ohnehin deutlich besser, was einerseits an den bereits erwähnten rasch voranschreitenden Impfungen liegt, aber andererseits auch mit der massiven fiskalischen Unterstützung zusammenhängt. Allein das im März verabschiedete Konjunkturpaket hat ein Gesamtvolumen von ca. 8% des BIP. Während die von Reuters befragten Analysten für die Eurozone im Durchschnitt ein BIP-Wachstum von 4,3% erwarten, rechnen sie für die USA mit einem Wert von 5,7%.

... Konjunkturdaten ...

Als weiterer Belastungsfaktor für den Euro erwies sich die EZB, die auf ihrer jüngsten Notenbanksitzung klargemacht hat, dass sie einem Renditeanstieg entgegengetreten wird und dafür ein höheres Tempo bei den PEPP-Anleihekäufen angekündigt hat (siehe oben). Der Zinsaufschlag 10-jähriger US-Treasuries

...sowie die Geldpolitik belastet.

gegenüber Bundesanleihen mit derselben Restlaufzeit, der sich ohnehin seit Monaten in einer Aufwärtsbewegung befindet, hat sich dadurch in den vergangenen Wochen weiter erhöht und liegt nun bei über 200 Basispunkten, was eine Anlage im US-Währungsraum attraktiver macht und somit den US-Dollar stützt.

Am Devisenmarkt war der Euro in den vergangenen beiden Monaten wenig gefragt und wertete per Saldo von 1,214 US-Dollar Anfang Februar auf aktuell 1,188 US-Dollar ab. Das Mehrjahreshoch bei über 1,23 US-Dollar, das die Gemeinschaftswährung noch zu Jahresbeginn markiert hatte, geriet damit immer weiter aus dem Blickfeld. Zu schaffen machte dem Euro die Infektions- und Impflage sowie der Zinsaufschlag von US-amerikanischen Anleihen gegenüber Bundesanleihen. Zudem konnten die hießigen Konjunkturdaten mit denen aus den USA nicht mithalten. Die Schwierigkeiten der EWU, die Pandemie hinter sich zu lassen und die dadurch verzögerte Konjunkturerholung, dürften zusammen mit dem Renditeaufschlag von US-Staatsanleihen den Euro auch in den kommenden Wochen belasten. In der zweiten Jahreshälfte, wenn die Pandemie auch auf dem europäischen Kontinent überwunden ist und eine dynamische Konjunkturerholung eingesetzt hat, dürfte sich der Euro jedoch wieder erholen. Für eine Euro-Aufwertung im dritten und vierten Quartal spricht auch unsere Einschätzung, dass sich die Markterwartungen einer baldigen geldpolitischen Wende der US-Notenbank als überzogen erweisen könnten, was zu einem Rückgang der US-Renditen führen dürfte. Ob der Euro in diesem Zuge wieder auf das Niveau von Anfang Januar steigen wird, ist allerdings fraglich, da im zweiten Halbjahr die Tapering-Diskussion in den USA wieder Fahrt aufnehmen könnte, was dem US-Dollar Rückenwind verleihen könnte.

Rentenmarkt

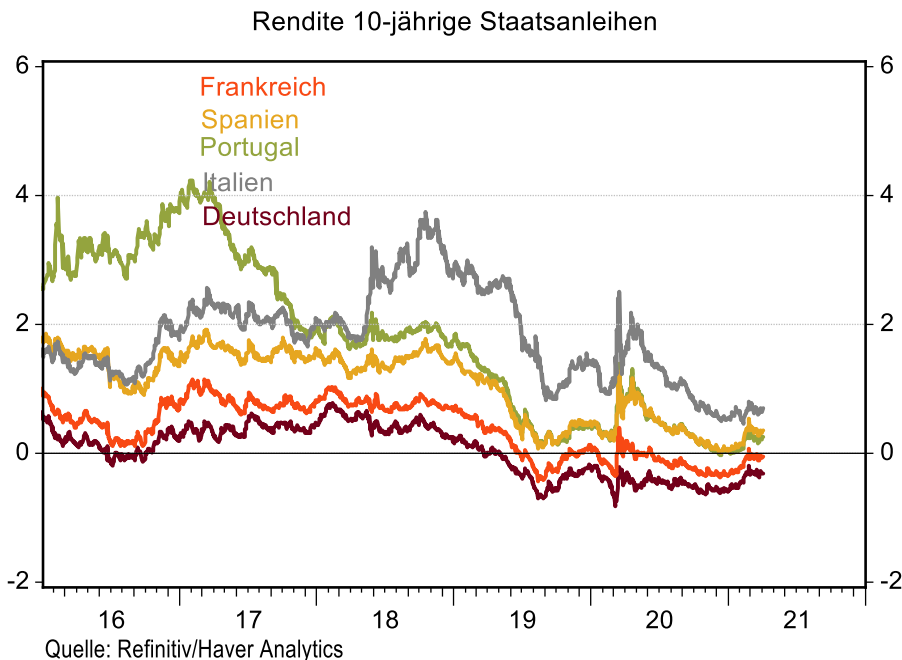
Für die Rentenhändler spielte der Anstieg der Infektionszahlen und die Verlängerung bzw. Verschärfung von Lockdown-Maßnahmen in den vergangenen beiden Monaten nur eine untergeordnete Rolle. Stattdessen war ihr Blick bereits auf das zweite Halbjahr gerichtet und auf den sehr dynamischen Aufschwung, der dann erwartet wird. Im Zuge dieser wirtschaftlichen Erholung antizipieren die Marktteilnehmer einen Anstieg der Inflation, der nicht nur auf Basiseffekte zurückgeht. Der Renditeanstieg bei 10-jährigen Bundesanleihen, der Mitte Dezember begonnen hatte, gewann in diesem Umfeld höherer Inflationserwartungen im Februar rasch an Dynamik. Von Anfang bis Ende Februar stieg die Rendite per Saldo von -0,52% auf -0,26%. In den USA kletterte die Rendite 10-jähriger Treasuries zwischenzeitlich sogar auf 1,75%, da dort die Inflations Sorgen angesichts der fiskalischen Stimuli ungleich größer sind als hierzulande.

Obwohl sich der Renditeanstieg in Europa auf niedrigem Niveau vollzog und weniger stark ausfiel als in den USA, reagierten die europäischen Notenbanker deutlich entschiedener als ihre US-amerikanischen Kollegen, die die Finanzmärkte lediglich verbal beruhigten. Nachdem die Beteuerungen von führenden EZB-Mitgliedern, dass sie durch einen temporären Inflationsanstieg hindurchschauen würden, den Renditeanstieg nicht aufhalten konnten, beschlossen sie auf der März Sitzung der EZB beschleunigte Anleihekäufe im Rahmen des PEPP-Programms (siehe oben). Damit machte die EZB klar, dass sie einen

*Höhere
Inflationserwartungen
sorgten im
Februar für
Renditeanstieg.*

*EZB stellt sich mit
höheren
Anleihekäufen
gegen Rendite-
anstieg,...*

Renditeanstieg nicht tatenlos hinnehmen möchte, was den Rentenmarkt beruhigte und eine Seitwärtsbewegung der Bundrendite während der vergangenen Wochen zur Folge hatte.



Mit ihrer geldpolitischen Intervention ist es der EZB aber nicht nur gelungen, die Aufwärtsbewegung der Bundrendite aufzuhalten. Auch der Renditeanstieg von Peripherieanleihen wurde gestoppt, sodass beispielsweise 10-jährige spanische Staatsanleihen Anfang April mit 0,35% lediglich einen Basispunkt über dem Niveau von Anfang März notieren. Die Rendite 10-jähriger portugiesischen Staatsanleihen liegt mit 0,24% aktuell zwei Basispunkte über dem Niveau von Anfang März und italienische Staatsanleihen rentieren bei 0,70%, was einem Plus von drei Basispunkten gegenüber Anfang März entspricht.

...sodass die europäischen Renditen im März eine Seitwärtsbewegung verzeichneten.

Der erwartete Wirtschaftsaufschwung nach der Zurücknahme der Corona-Eindämmungsmaßnahmen hat im Berichtszeitraum weltweit zu einem Anstieg der Inflationserwartungen und der (nominalen) Renditen von Staatsanleihen geführt. In Europa ist es der EZB vorerst gelungen, den Renditeanstieg durch ihre Ankündigung (vorübergehend) höherer Anleihekäufe aufzuhalten. Die Interventionsbereitschaft der EZB könnte aber bereits bald wieder auf die Probe gestellt werden, da Basiseffekte bei den Energiepreise einen Inflationsanstieg im April bewirken dürften, was den Renditen einen Schub geben könnte. Letztendlich dürften die massiven Anleihekäufe der EZB einen nachhaltigen Renditeanstieg aber verhindern, sodass wir bis zum Jahresende und darüber hinaus mit wenig veränderten Renditen und einem Fortbestand des Niedrigzinsumfelds rechnen.

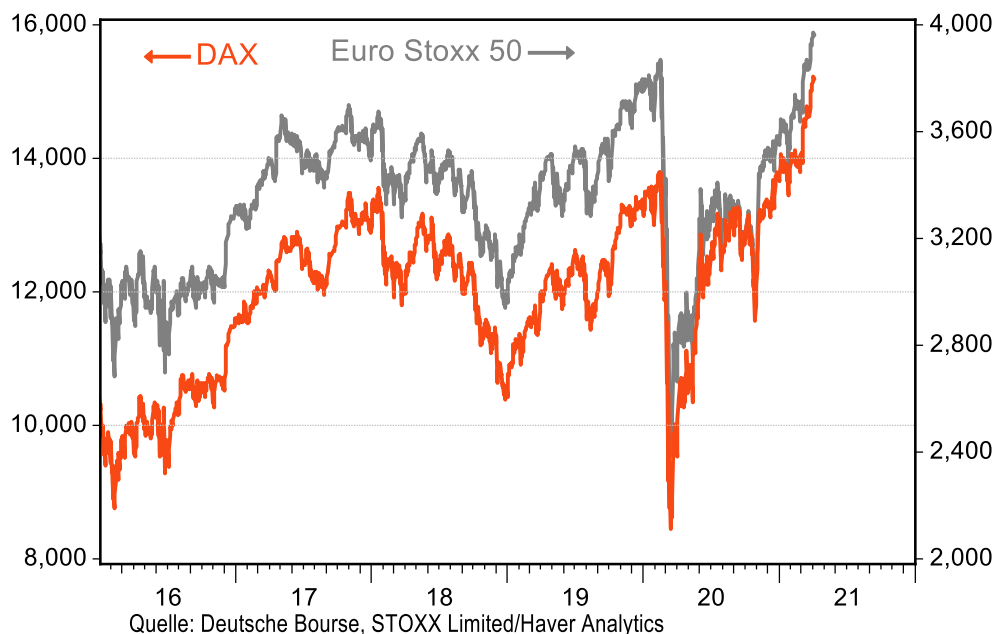
Aktienmarkt

Die europäischen Aktienmärkte können auf zwei überaus erfreuliche Monate zurückblicken. Der DAX kletterte auf ein neues Allzeithoch und überschritt erstmals in seiner Geschichte die runde Marke von 15.000 Punkten, während es dem Euro

Stoxx 50, der sich aus den 50 größten, börsennotierten Unternehmen der Eurozone zusammensetzt, immerhin gelang, ein 13-Jahreshoch bei knapp unter 4.000 Punkten zu markieren. Das während der Dotcom-Blase erreichte Rekordhoch vom 6. März 2000 bei 5.464 Punkten ist zwar für den Euro Stoxx 50 noch weit entfernt, im Berichtszeitraum seit Anfang Februar ließ der Euro Stoxx 50 aber sowohl den DAX (Euro Stoxx 50: 12,8%, DAX: 11,4%) als auch die wichtigen US-amerikanischen Indizes hinter sich (Dow Jones Industrial: 11,2%, S&P 500: 2,9%, NASDAQ Composite: 2,3%).

Aktienmärkte befinden sich im Höhenflug.

Euro STOXX 50 und DAX 30



Im Februar sah es zunächst nicht so aus, als ob zweistellige Kurszuwächse (in Prozent) innerhalb von zwei Monaten für die europäischen Indizes möglich wären, da der starke Renditeanstieg vielen Aktien zu schaffen machte. Einerseits leidet durch die höhere Anleiherendite die Attraktivität der Anlageklasse Aktien allgemein, andererseits sinkt in Aktienbewertungsmodellen wie dem Discounted Cash Flow Modell durch die höhere Rendite der Gegenwartswert zukünftiger Unternehmensgewinne. Für Wachstumswerte erweisen sich höhere Renditen dabei als besonders belastend, da deren erwartete Gewinne üblicherweise weiter in der Ferne liegen und sie sich im Zuge ihres Wachstums häufig verschuldet haben. Es ist daher nicht überraschend, dass Wachstums- und Technologiewerte im Zuge des Renditeanstiegs im Februar überproportional unter Druck geraten sind. Viele Aktien aus diesem Bereich standen angesichts extremer Bewertungen bei Anlegern ohnehin unter besonderer Beobachtung. Da Technologiewerte jedoch in europäischen Indizes weniger stark vertreten sind, fiel die Kursschwäche hierzulande deutlich moderater aus als in den USA.

Renditeanstieg lastete nur kurz auf den Kursen.

Im März verloren die höheren Renditen an Schrecken, möglicherweise da die Zinsen in der Eurozone nach der oben beschriebenen Intervention der EZB nicht weiter anstiegen. Stattdessen rückte die positive Konjunkturperspektive für das zweite Halbjahr in den Anlegerfokus und sorgte vor allem bei zyklischen Werten (Unternehmen aus den Bereichen Automobilbau, Chemie, Bergbau sowie Banken) für einen starken Kursverlauf. Die rasch voranschreitenden Impfungen in den USA und Großbritannien stützten dabei den positiven Ausblick der Anleger, wohingegen

Positive Konjunkturperspektive sorgte für Euphorie.

der schleppende Verlauf der europäischen Impfkampagne die Euphorie kaum getrübt hat, da auch hierzulande spätestens im zweiten Halbjahr die Wirtschaft dynamisch wachsen sollte.

Die europäischen Aktienmärkte befinden sich momentan in einem Höhenrausch und jagen von Rekord zu Rekord. Der deutliche Renditeanstieg im Februar hatte nur eine kurze Schwächephase zur Folge. Angesichts der inzwischen erreichten Bewertungen, sind die Kurse allerdings anfällig für eine zumindest temporäre Korrektur, die durch weiter steigende Renditen (infolge höherer Inflationsraten) oder Verzögerungen bei der Überwindung der Pandemie ausgelöst werden könnte. Mittel- bis langfristig sind wir für Aktien aber positiv gestimmt. Neben der Wirtschaftserholung stützt vor allem die Geldpolitik.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	2,7	1,9	1,3	-6,8	4,0	1,5	1,8	1,2	0,3	1,0	9,1	8,2	7,6	8,0	8,7
- Deutschland	2,9	1,3	0,6	-5,3	3,5	1,5	1,7	1,4	0,5	1,5	5,7	5,2	5,0	5,9	6,5
UK	1,7	1,3	1,3	-9,8	4,5	2,7	2,5	1,8	0,9	1,5	4,4	4,1	3,8	4,5	5,5
USA	2,3	3,0	2,1	-3,5	3,8	2,1	2,4	1,8	1,2	2,7	4,4	3,9	3,7	8,1	6,5
Japan	1,7	0,6	0,3	-4,9	2,5	0,5	1,0	0,5	0,0	0,0	2,8	2,4	2,4	2,8	3,0

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	3,1	3,1	2,7	2,3	2,8	-1,0	-0,5	-0,6	-7,6	-6,7	1,20	1,15	1,12	1,22	1,23
- Deutschland	7,8	7,4	7,1	7,1	7,6	1,2	1,8	1,5	-4,2	-5,5	-	-	-	-	-
UK	-3,5	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-1,8	-2,3	-2,2	-13,4	-11,8	1,35	1,28	1,30	1,37	1,28
USA	-2,3	-2,2	-2,2	-3,1	-3,9	-4,5	-5,8	-6,3	-15,8	-15,0	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,2	3,6	3,6	3,3	3,6	-3,2	-2,5	-3,3	-12,6	-9,4	113	110	110	103	102

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)				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,24	-0,19	-0,26	-0,30
UK	0,5	0,75	0,75	0,1	0,25	1,2	1,28	0,82	0,20	0,60
USA	1,25-1,5	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	2,4	2,68	1,92	0,91	1,35
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0,03	0,0	0,04	0,0

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Main Refinancing Operation; 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

	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
CRB-Index**	195,2	169,8	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	184,7
Ölpreis (Brent)*	82,7	53,8	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5

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.