

Nr. 4: Eurozone lässt Rezession hinter sich



Konjunktur und Geldpolitik: Sinkende Infektionszahlen und die Lockerung der Corona-Maßnahmen haben es der EWU-Wirtschaft erlaubt, im zweiten Quartal die Rezession hinter sich zu lassen und kräftig, mit einer Rate von 2,0% gegenüber dem Vorquartal, zu wachsen. Im zweiten Halbjahr dürfte sich die Konjunkturerholung beschleunigen, sofern die Ausbreitung der Delta-Variante des Corona-Virus keine erneuten Lockdowns notwendig macht. Auch wenn in diesem Zuge die Inflation – vor allem in Deutschland – weiter zulegen dürfte, ist eine geldpolitische Wende angesichts der neuen EZB-Strategie und der zuletzt angepassten Forward Guidance weiter in die Ferne gerückt.

09. August 2021

Euro: In den vergangenen beiden Monaten fiel der Euro gegenüber dem US-Dollar von 1,21 auf 1,176 US-Dollar zurück. Vor allem die Ergebnisse der Fed-Sitzung (Anhebung der Inflationsprojektionen sowie die aktualisierten Dot-Plots) setzten der Gemeinschaftswährung zu. Inzwischen scheint der Devisenmarkt von einer Tapering-Ankündigung der Fed noch in diesem Jahr auszugehen. Da hierzulande die ultra-expansive Geldpolitik bestehen bleiben dürfte, sind nennenswerte geldpolitische Impulse eher unwahrscheinlich. Bis zum Jahresende rechnen wir mit Kursen zwischen 1,15 und 1,20 US-Dollar je Euro.

Rentenmarkt: Die Sorgen, dass die rasche Ausbreitung der Delta-Variante die Konjunkturerholung im Herbst bremsen könnte, hat die Renditen europäischer Staatsanleihen im Berichtszeitraum stark unter Druck gesetzt. Für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen ging es beispielsweise von -0,18% auf -0,46% zurück und damit auf ein Niveau, das fundamental zu niedrig erscheint. Bis zum Jahreswechsel dürften die Zinsen – gestützt auf einen günstigen Konjunkturverlauf – daher leicht steigen.

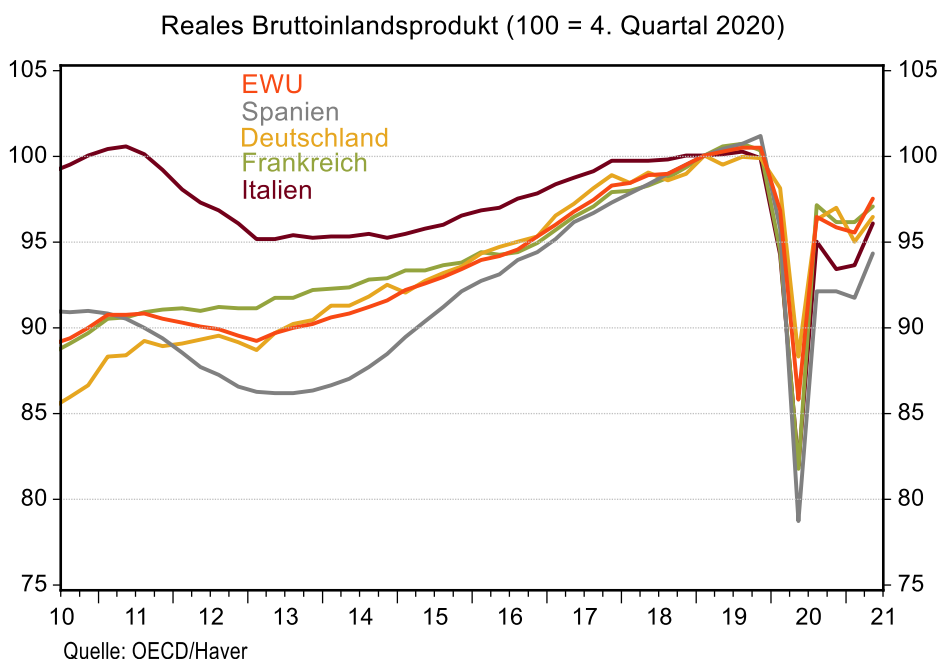
Aktienmarkt: Eine hervorragende Berichtssaison sowie die gesunkenen Anleihenrendite haben es den europäischen Aktienmärkte in den vergangenen Wochen erlaubt, ihre Aufwärtsbewegung – wenn auch mit schwacher Dynamik – fortzusetzen. Der DAX kam auf eine Kursplus von 2,2% und der EURO STOXX 50 legte um 3,6% zu. Da die Unterstützung durch die Berichtssaison ausläuft und saisonal eher schwierige Monate anstehen, sind Kursrücksetzer nicht ausgeschlossen. Angesichts der hohen Konjunkturdynamik und fehlender Anlagealternativen rechnen wir bis zum Jahresende aber mit höheren Kursen.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Mit der Lockung der Corona-Restriktionen hat die Erholung der europäischen Wirtschaft Fahrt aufgenommen. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Quartal noch um 0,3% im Vergleich zum Vorquartal geschrumpft war (im Schlussquartal 2020 hatte das Minus sogar bei 0,6% gelegen) erhöhte es sich im zweiten Quartal gemäß den vorläufigen Daten der europäischen Statistikbehörde Eurostat um kräftige 2,0%. Damit lässt die Eurozone die Rezession zwar hinter sich, das BIP liegt aber immer noch etwa drei Prozent unter dem Niveau von Ende 2019, also vor Beginn der Corona-Pandemie.

Eurozone wächst im zweiten Quartal um 2,0%.



Die wirtschaftliche Entwicklung im zweiten Quartal war in allen Ländern der Währungsunion positiv, sie wies jedoch deutliche Unterschiede auf, je nachdem wann die Corona-Maßnahmen gelockert wurden und wie stark der vorangegangene Wirtschaftseinbruch ausgefallen war. Wachstums-Spitzenreiter unter den EWU-Ländern waren in den Monaten April bis Juni Portugal (+4,9% im Quartalsvergleich) und Österreich (+4,3%), die wirtschaftlichen Schwergewichte Deutschland (1,5%) und Frankreich (+0,9%) kamen lediglich auf ein unterdurchschnittliches Plus. Obwohl sich die Wachstumsraten in den EWU-Ländern vor dem Hintergrund des Pandemieverlaufs und der Corona-Maßnahmen in den vergangenen Quartalen teilweise recht stark unterschieden, ist die Erholung – wie die obrige Grafik darstellt – in den großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien ähnlich weit fortgeschritten, während Spanien etwas hinterherhinkt.

Konjunkturerholung ist in den großen Volkswirtschaften ähnlich weit fortgeschritten.

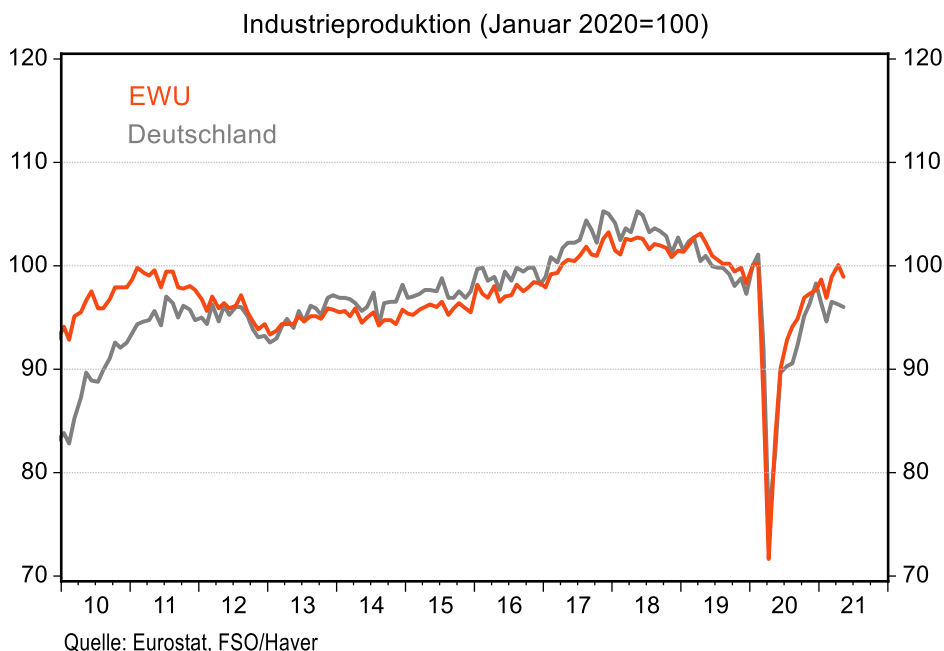
Nähere Einzelheiten zu den Details der BIP-Entwicklung wurden zwar noch nicht veröffentlicht, Daten aus den Mitgliedsländern deuten aber darauf hin, dass sich vor allem der Privatkonsum stark entwickelt hat. Da die Konsumenten nach den Entbehrungen der Corona-Pandemie wieder häufiger ins Restaurant gehen, in den

Dienstleistungssektor profitiert besonders von Corona-Lockerungen.

Urlaub fahren und ihre Ersparnisse für Freizeitaktivitäten sowie Einkäufe im Einzelhandel nutzen, profitiert davon vor allem der Dienstleistungssektor.

Im Verarbeitenden Gewerbe stören dagegen die Materialengpässe. Zu nennen ist hierbei vor allem die Knappheit an Computerchips, die zwar in der Produktion einen nur geringen Anteil der verwendeten Vorleistungsgüter ausmachen, aber vor allem in den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette eine wichtige Rolle spielen. Neben Computerchips gibt es aber auch Engpässe bei anderen Vorleistungsgütern (z.B. bei chemischen Erzeugnissen, Kunststoffen, Metallen und Holz), sodass sich vor allem in der Kombination mit Verzögerungen beim Containerfrachtverkehr die Lieferzeiten dramatisch verlängert haben. In der jüngsten Branchenumfrage der Europäischen Kommission nannten 23% der Unternehmen im europäischen Industriegewerbe Engpässe bei Material und Ausrüstung als wesentlichen produktionshemmenden Faktor, was deutlich über dem historischen Durchschnittswert von rund 6% liegt. In einer Umfrage des ifo-Instituts für Wirtschaftsforschung klagten sogar zwei Drittel der befragten Industrieunternehmen in Deutschland über Engpässe und Probleme bei Vorlieferungen und machten diese als Hindernis für die Produktion aus. Eine rasche Auflösung der Materialengpässe ist nicht zu erwarten, solange die globale Nachfrage hoch bleibt und regionale Corona-Ausbrüche die Lieferketten immer wieder stören. Im Mai beispielsweise haben die chinesischen Behörden als Reaktion auf steigende Infektionszahlen einen der wichtigsten Häfen des Landes nahe der Industriemetropole Shenzhen geschlossen, was sich auf den globalen Schiffsverkehr laut Branchenkennern stärker ausgewirkt haben dürfte als die Blockade des Suezkanals im März.

Industriegewerbe wird durch Materialengpässe gebremst.



Angesichts dieser Lieferengpässe überrascht es nicht, dass sich die Industrieproduktion weniger dynamisch von der Corona-Krise erholt als die Kennzahl zu den Auftragseingängen. Während die Auftragseingänge seit Monaten stark steigen und bereits im März das Vor-Corona-Niveau übertroffen haben, befand sich die Industrieproduktion im Mai immer noch unter dem Niveau von Anfang 2020 (-3,9% für Deutschland und -1,1% für die Eurozone). Die

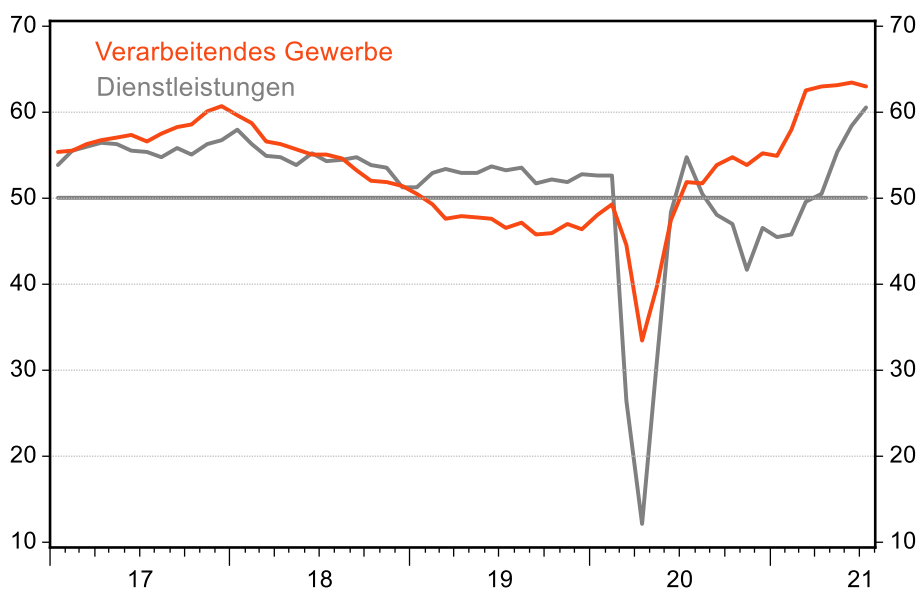
Industrieproduktion erholt sich langsamer als Auftragseingänge.

Auftragseingänge dagegen lagen im Mai für Deutschland 3,5% und für die Eurozone 4,2% über dem Niveau von Anfang 2020.

Auch die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe leidet unter diesen Produktionshemmnissen. Der von der Firma Markit ermittelte Index zur Stimmung der Einkaufsmanager ist im Juli zum ersten Mal seit Jahresbeginn wieder gesunken, wobei sich das Stimmungsbarometer weiterhin auf historisch hohem Niveau bewegt. Während der Optimismus im verarbeitende Gewerbe angesichts der angesprochenen Materialengpässe sowie langer Lieferzeiten zuletzt einen Dämpfer erhielt, hat sich die Lage im Dienstleistungssektor dank der Aufhebung der Corona-Einschränkungen aufgehellt. Inzwischen trennen die Indizes zum verarbeitenden Gewerbe und zum Dienstleistungssektor nur noch wenige Punkte.

*Stimmung im
Industriesektor
leidet unter
Materialknappheit.*

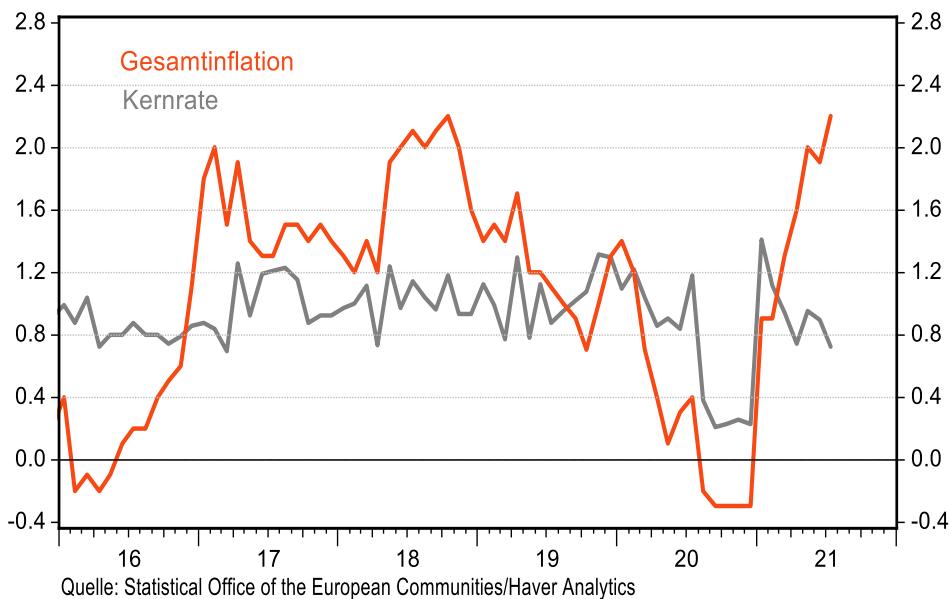
EWU: Markt Einkaufsmanagerindizes



Neben den Engpässen bei Vorprodukten machen auch die gestiegenen Einkaufspreise vielen Firmen aus dem Industriesektor zu schaffen. Im Juni sind die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte um 10,2% im Vergleich zum Vorjahresmonat gestiegen und damit so stark wie nie zuvor seit dem Start der Währungsunion 1999. Mit Abstand die stärksten Preissteigerungen wurden bei Energieprodukten gemessen (+25,4% gegenüber dem Vorjahresmonat) aber auch ohne den Energiesektor erhöhten sich die Erzeugerpreise um 5,6%. Die Statistik zu den Erzeugerpreisen enthält Produkte bevor sie weiterverarbeitet werden oder in den Handel kommen, sodass sie Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Verbraucherpreise geben können. Auch wenn sich nicht genau sagen lässt, inwiefern die höheren Erzeugerpreise an die Verbraucher weitergegeben werden (oder ob Unternehmen einen Rückgang ihrer Gewinnmargen hinnehmen), nimmt der Preisdruck auch auf Ebene der Verbraucherpreise zu. Im Juli war der zur Inflationsberechnung herangezogenen Warenkorb, der sämtliche von privaten Haushalten gekaufte Waren und Dienstleistungen repräsentiert, 2,2% teurer als ein Jahr zuvor. In Deutschland stieg die Inflationsrate unter anderem aufgrund der im vergangenen Jahr abgesenkten Mehrwertsteuer sogar auf 3,8%, den höchsten Inflationswert seit 1993.

*Erzeuger- und
Verbraucherpreise
steigen weiter.*

EWU: Inflation (in % ggü. Vorjahr)



Obwohl die Inflation damit nun über der von der Europäischen Zentralbank (EZB) festgelegten Zielmarke liegt und davon auszugehen ist, dass sie im Jahresverlauf weiter ansteigen wird, sollte auf absehbar Zeit nicht mit einer geldpolitischen Wende gerechnet werden. Die im Juli bekanntgegebene neue Strategie und die angepasste Forward Guidance haben die Hürden für einen Ausstieg aus der ultralockeren EZB-Politik noch höher gesetzt. Eine Änderung der Strategie betraf das Inflationsziel, das von knapp unter 2% auf exakt 2% angehoben wurde, wobei die EZB gemäß ihrer neuen Strategie nun auch bereit ist, zumindest zeitweilig Inflationsraten zu akzeptieren, die über dem Inflationsziel liegen, sodass die Notenbanker beim Thema Inflation zukünftig mehr Spielraum haben. EZB-Präsidentin Lagarde konkretisierte, dass die Leitzinsen nun frühestens angehoben werden sollen, wenn die EZB vor Ende ihres dreijährigen Prognosezeitraums eine Inflation erwartet, die nachhaltig auf oder über dem Zielwertes von 2% liegt. Momentan liegt die Inflationsprognose der EZB für das Jahr 2023 aber lediglich bei 1,4%, also deutlich unterhalb der Zielmarke von 2,0%. Mit dieser Forward Guidance rückt eine Leitzinserhöhung in noch weitere Ferne.

Daran dürfte auch die Empfehlung der Notenbank, zukünftig auch die Preise für selbstgenutzte Wohnimmobilien mit in die Berechnung der Inflationsrate aufzunehmen, wenig ändern. Immerhin dürfte sich dadurch die Lücke zwischen wahrgenommener Inflation und gemessener Inflation etwas schließen. Bislang werden im europaweit harmonisierten Verbraucherpreisindex lediglich Mieten berücksichtigt und diese nur mit einem Gewicht von rund 7,5%. Gerade die Bewohner der europäischen Großstädte dürften aber einen deutlich größeren Anteil ihrer verfügbaren Einkommen für Mieten aufwenden und die Kosten für selbstgenutzte Immobilien werden im harmonisierten Verbraucherpreisindex gar nicht berücksichtigt. Das europäische Statistikamt Eurostat schätzt den Anteil der gezahlten Mieten an den gesamten Konsumausgaben der privaten Haushalte in der Eurozone aber auf 4,6% und der Anteil für unterstellte Mieten für den selbstgenutzten Wohnraum lag sogar bei 12,4%. In der Summe liegen die Ausgaben für Wohnen also bei 17%. Würden die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum anhand des von Eurostat geschätzten Gewichts an den gesamten Konsumausgaben in den Verbraucherpreisindex einfließen, wäre die Inflation in

Nach EZB-Strategieanpassung ist baldige geldpolitische Wende noch unwahrscheinlicher geworden.

Anpassung des Verbraucherpreisindex könnte Inflationsrate leicht erhöhen.

den letzten Jahren spürbar höher ausgefallen. Volkswirte gehen von einem Inflationsplus von bis zu 0,2 Prozentpunkte pro Jahr aus. Damit würde die Inflationsrate zumindest etwas näher an das Inflationsziel der EZB rücken. Es dürfte aber noch etwas dauern, bis die Empfehlung der EZB umgesetzt sein wird, da Eurostat zunächst eine Entscheidung des Europäischen Rats und des EU-Parlaments benötigt und es zudem nicht unerhebliche Schwierigkeiten mit der Messung der Kosten für selbstgenutzten Wohnraum gibt. Vollständigkeitshalber sei an dieser Stelle noch erwähnt, dass die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum vor allem Nebenkosten für Wohneigentümer – wie Reparaturen – betreffen und nicht die Anschaffung von Wohneigentum. Die Immobilienpreisentwicklung dürfte bei der neuen Zeitreihe also weiterhin außen vor bleiben.

Während es zuletzt also interessante Neuigkeiten sowohl zum übergeordneten Handlungsrahmen der EZB sowie zur Leitzins-Guidance gab, wurden die geldpolitischen Instrumente, insbesondere die Anleihekäufe, nicht angepasst. Zudem hielten sich die Währungshüter mit Aussagen zurück, wie es mit den Anleihekäufen weitergehen würde. Möglicherweise möchten die Währungshüter zunächst die neuen volkswirtschaftlichen Projektionen abwarten, die vor der nächsten Sitzung im September veröffentlicht werden.

EZB gibt keine Hinweise zu Änderungen bei den Anleihekäufen.

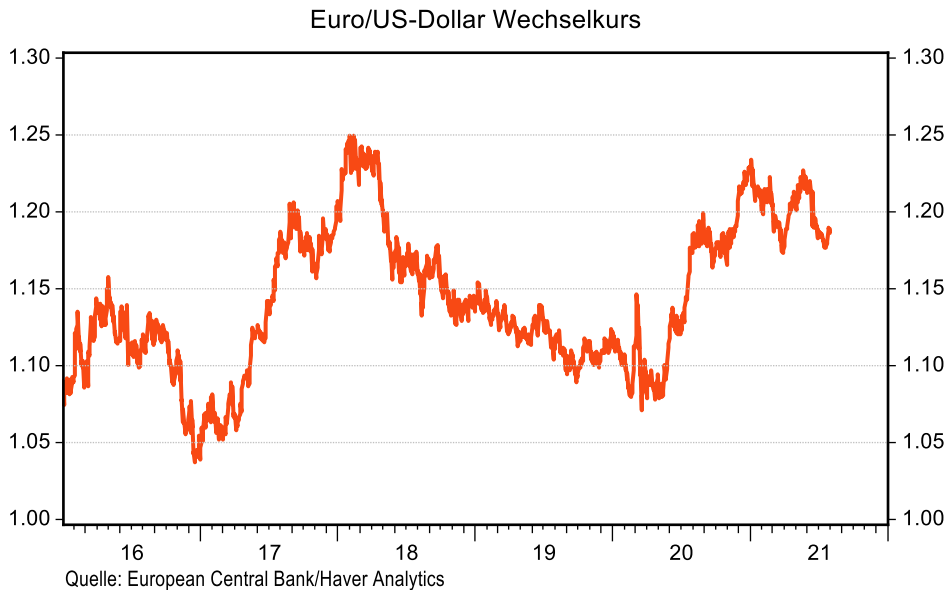
Eine günstige Pandemie-Entwicklung und die Lockerung der Corona-Maßnahmen haben der Wirtschaft der Eurozone im zweiten Quartal einen kräftigen Schub verpasst. Nachdem das BIP zuvor noch zwei Quartale in Folge geschrumpft war, erhöhte es sich im zweiten Quartal um kräftige 2,0%, sodass der Wirtschaftsraum die Rezession hinter sich lassen konnte. In der zweiten Jahreshälfte dürfte die Wirtschaft noch dynamischer wachsen, unterstützt durch anziehende Konsumausgaben, eine starke globale Nachfrage sowie eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. Allerdings stellen die rasche Ausbreitung der Delta-Variante – sowie weitere mögliche Mutationen – ein Risiko für den weiteren Konjunkturverlauf dar. Noch ist nicht abzuschätzen, ob erneute Lockdowns erforderlich sein werden. Der Blick nach Großbritannien, wo eine erneute Corona-Welle nach der vollständigen Öffnung der Wirtschaft und der Fußball-Europameisterschaft bereits wieder am Abklingen ist, macht Hoffnung, dass in Ländern mit hohen Impfquoten scharfe Restriktionen vermieden werden können. Für die Geldpolitik in der Eurozone spielt die konjunkturelle Lage momentan nur eine untergeordnete Rolle. Stattdessen hat die EZB vor allem die Inflation fest im Blick, wobei die aktuelle Inflationsentwicklung für die Währungshüter kein Anlass für eine Kursänderung darstellt. Die EZB betont immer wieder ihre Überzeugung, dass der Inflationsanstieg lediglich temporärer Natur sei und sie mittelfristig mit niedrigeren Raten rechnet.

Euro

Der Devisenmarkt hat weder auf die Strategieänderung durch die EZB noch auf die Anpassung der Forward Guidance nennenswert reagiert. Aber auch sonst waren stärkere Kursbewegungen des Euro-US-Dollar Währungspaares in den vergangenen Wochen eine Seltenheit, sodass der Euro bereits seit Mitte Juni in einem engen Band zwischen 1,175 und 1,19 US-Dollar schwankt. Dass die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Veröffentlichungszeitpunkt des letzten EWU-Kapitalmarktberichts dennoch von 1,215 auf aktuell 1,176 US-Dollar

Euro wertet von 1,21 auf 1,176 US-Dollar ab.

abgewertet hat, lag vor allem an der starken Reaktion des Devisenmarktes auf die Fed-Sitzung Mitte Juni. Innerhalb weniger Stunden hat der Euro von über 1,21 US-Dollar auf unter 1,19 US-Dollar abgegeben, da Investoren scheinbar von der Anhebung der Inflationsprojektionen und den hawkisheren Dot-Plots (Erwartungen der Notenbanker an die zukünftigen Leitzinsen) überrascht worden waren. Als Folge der Ergebnisse der Notenbanksitzung verschoben die Anleger ihre Erwartungen an einen ersten Zinsschritt der Fed von 2023 auf Ende 2022 nach vorne.



Inzwischen scheint sich der Devisenmarkt damit arrangiert zu haben, dass die Fed-Anleihekäufe in nicht allzu ferner Zukunft zurückgefahren werden. Zumindest haben die jüngsten Äußerungen von einflussreichen Notenbankern, wonach die Fed noch in diesem Jahr eine Reduzierung der Anleihekäufe ankündigen könnte, zu keiner weiteren nennenswerten Bewegung beim Euro-US-Dollar Währungspaar geführt. Da die US-Notenbank klargestellt hat, dass sie den starken Anstieg der Inflation als vorübergehend betrachtet, dürfte es in den kommenden Monaten vor allem von der Erholung des Arbeitsmarktes abhängen, in welche Richtung sich die Tapering-Diskussion entwickelt. Sollte der Beschäftigungszuwachs ins Stocken geraten und damit ein Tapering-Ankündigung noch in diesem Jahr unwahrscheinlicher werden, könnte der Dollar unter Druck geraten. Nach dem starken Arbeitsmarktbericht vom vergangenen Freitag sieht es danach jedoch nicht aus.

Devisenmarkt scheint von US-Tapering-Ankündigung in diesem Jahr auszugehen.

In Europa ist eine baldige Reduktion der im Rahmen des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programm) getätigten Anleihekäufe dagegen unwahrscheinlich. Marktseitig wurde sogar spekuliert, ob das Anleihekaufprogramm ausgeweitet werden würde, da die überarbeitete EZB-Strategie eine expansivere Gangart grundsätzlich ermöglicht. Angesichts der robusten konjunkturellen Entwicklung (siehe Kapital Konjunktur und Geldpolitik) dürften es die geldpolitischen Tauben im EZB-Rat jedoch schwer haben, höhere monatliche Anleihekäufe durchzusetzen. Sobald sich die Euro-belastende Spekulation über eine Ausweitung der EZB-Anleihekäufe auflöst, hätte der Euro damit gewisses Aufwertungspotential.

Reduktion der EZB-Anleihekäufe noch nicht absehbar.

Aufwärtspotential für den Euro ergibt sich auch aus dem Vergleich der Realzinsen. Zwar liegen die Nominalzinsen von US-Treasuries zum gegenwärtigen Zeitpunkt deutlich über den Zinsen deutscher Staatsanleihen. Werden diese jedoch um die jeweiligen Inflationsraten bereinigt, stellen sich Bundesanleihen attraktiver dar. Im Bereich der 10-jährigen Staatsanleihen lag die reale US-Rendite 1,5% niedriger als im Euroraum, bei 2-jährigen Staatsanleihen lag der Wert sogar bei 2,2%. Bleiben die Inflationsraten in den USA noch länger so hoch, könnten die Marktteilnehmer der Zinsdifferenz eine stärkere Bedeutung zumessen. Zumindest dürfte der Euro aber durch die Zinsdifferenz unterstützt bleiben.

*Realzinsen
sprechen für Euro...*

Während die Realzinsen ein gewisses Potential für den Euro bieten, stellt eine erneute Eskalation der Corona-Pandemie eine Gefahr für die Gemeinschaftswährung dar. Eine weitere Corona-Welle in der Eurozone, die die konjunkturelle Erholung unterbrechen würde, würde den Euro doppelt unter Druck setzen. Einerseits könnte die EZB darauf mit einer Ausweitung des PEPP-Programms reagieren, andererseits ist eine Risk-off-Bewegung wahrscheinlich, die den US-Dollar typischerweise stärkt.

*...aber
Pandemieverlauf
stellt Risiko dar.*

In unserem Hauptszenario rechnen wir aber nicht mit erneuten Corona-Lockdowns in Europa. Da sich zudem die geldpolitischen Impulse in Grenzen halten dürften – der ultra-expansive Kurs der europäischen Notenbank dürfte bestehen bleiben und eine Tapering-Ankündigung in den USA noch in diesem Jahr dürfte eingepreist sein – rechnen wir mit einer Fortsetzung der Seitwärtsbewegung des Euro-US-Dollar Wechselkurses. Für das Jahresende halten wir einen Kurs zwischen 1,15 und 1,20 US-Dollar für wahrscheinlich.

Rentenmarkt

Am europäischen Rentenmarkt war der Berichtszeitraum von weiter sinkenden Renditen geprägt. Für 10-jährige Bundesanleihen ging es von -0,18% Anfang Juni bis auf -0,52% abwärts. Mit -0,46% liegt die Rendite aktuell nur leicht darüber und wieder auf dem Niveau von Mitte Februar, bevor anschließend Inflationsorgen und Konjunkturoptimismus („Post-Corona-Boom“) eine Aufwärtsbewegung ausgelöst hatten.

*Europäische
Anleiherenditen
haben deutlich
nachgegeben...*

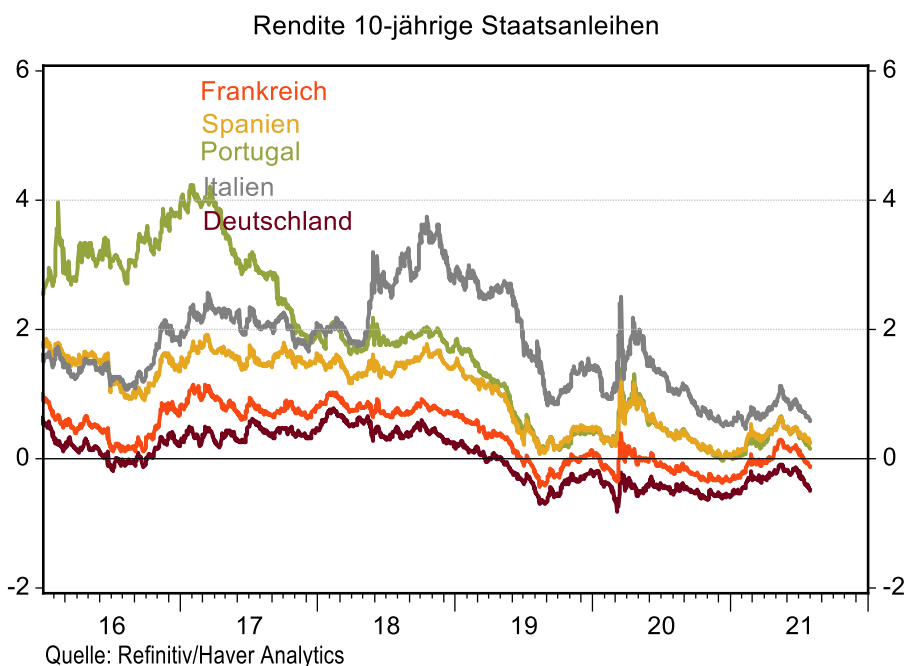
Interessanterweise lag es keineswegs an fallenden Inflationserwartungen, dass die Renditen in den vergangenen Monaten gesunken sind. Stattdessen erreichte die Inflationseinschätzung des Marktes – angefacht durch die hohen Steigerungsraten der Verbraucherpreisindizes vor allem in den USA – in den vergangenen Wochen sogar Mehrjahreshöchststände. Der sogenannte 5-Jahres-5-Jahres-Inflationsswap, der die Erwartungen an die Inflationsrate eines in fünf Jahren beginnenden Fünf-Jahreszeitraum abbildet, stieg von 1,5% Anfang Juni auf zuletzt 1,65%. Damit zeigt sich derzeit eine sehr seltene Kombination aus sinkenden Rendite und steigenden Inflationserwartungen.

*...was weniger an
gesunkenen
Inflations-
erwartungen lag...*

Statt Inflationsängste belasteten vielmehr die Sorgen einer erneuten Eskalation der Corona-Pandemie und die Befürchtung, der Post-Corona-Boom könnte dadurch unterbrochen werden. Beunruhigende Ergebnisse veröffentlichte beispielsweise die US-amerikanische Gesundheitsbehörde CDC. Demnach soll die Delta-Variante zehnmal ansteckender sein als die Alpha-Variante und selbst zweifach Geimpfte könnten das Corona-Virus mit derselben Infektionsrate weitergeben wie

*...sondern vor allem
an Konjunktur-
sorgen.*

Ungeimpfte. Immerhin soll eine Impfung mit mehr als 90% vor schweren Verläufen schützen, sodass die Hoffnung besteht, dass die Gesundheitssysteme nicht wieder an ihre Kapazitätsgrenzen stoßen und Lockdowns daher vermieden werden könnten. Wie um diesen Konjunktursorgen zu verstärken haben einzelne Konjunkturdaten, wie z.B. die Stimmungsindizes in den USA enttäuscht. Die Marktreaktion in Form von fallenden Anleihenrenditen auf die enttäuschenden Stimmungsindizes ist insofern etwas erstaunlich, da diese weiterhin auf einem historisch hohem Niveau notieren und deutlich im expansiven Bereich liegen. Ein Stimmungsrückgang ist also lediglich eine Normalisierung nach der Euphorie, die typischerweise einen konjunkturelle Aufschwung begleitet.



Während unter Marktbeobachtern weitestgehend Einigkeit herrscht, dass die Konjunktursorgen die Renditen in den vergangenen Wochen unter Druck setzten, wunderten sich nicht Wenige über das Ausmaß der Abwärtsbewegung. Als weitere mögliche Gründe gelten technische Faktoren, wobei diese in der Eurozone eine geringere Rolle gespielt haben dürften, als in den USA, wo die Anleiheemissionen durch das US-Schatzamt Ende Juni/Anfang Juli stark gefallen waren und nahezu vollständig von den Käufen der US-Notenbank absorbiert wurden. Zudem ist nicht von der Hand zu weisen, dass auch die Saisonalität für das gedrückte Zinsniveau eine Rolle gespielt hat, da typischerweise im Sommer – bedingt durch die Urlaubszeit – sichere Investitionen gefragt sind. Zudem sind die Markterwartungen bezüglich eines ersten Zinsschritts der EZB in den Wochen nach der Strategieüberarbeitung weiter in die Zukunft gerückt. Allerdings hat weder die Bekanntgabe der neuen EZB-Strategie noch die angepasste Forward Guidance einen unmittelbaren Einfluss auf die langfristigen Zinsen gehabt.

Umfang des Renditerückgang erstaunt und ist schwer zu erklären.

In den Monaten Juni und Juli haben die Renditen europäischer Staatsanleihen deutlich nachgegeben. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen etwa ist von -0,18% auf aktuell -0,46% gefallen. Neben Konjunktursorgen angesichts der Befürchtung einer weiteren Eskalation der Corona-Pandemie im Herbst dürften auch saisonale Effekte eine Rolle gespielt haben. In den Sommermonaten ist daher zunächst mit einer Seitwärtsbewegung zu rechnen. Gestützt auf einen günstigen Konjunkturverlauf könnten die Zinsen

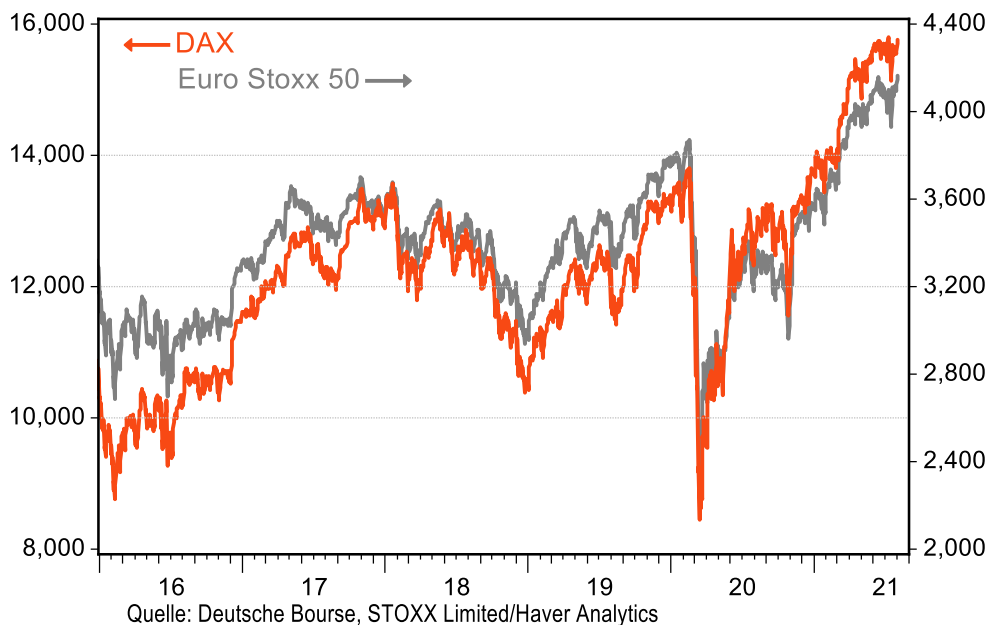
danach leicht steigen, vor allem da das aktuelle Niveau angesichts des fundamentalen Umfelds zu niedrig erscheint. Ein stärkerer Renditeanstieg ist wegen der massiven Anleihekäufe der EZB aber schwer vorstellbar.

Aktienmarkt

Der deutsche Leitindex DAX kam in den letzten beiden Monaten kaum von der Stelle und legte seit Anfang Juni wenig dynamisch um 2,2% zu. Die Seitwärtsbewegung wurde lediglich Mitte Juli kurz unterbrochen, als rasant steigende Corona-Infektionen in mehreren Ländern Anleger zweifeln ließen, ob die Verfügbarkeit von Impfstoffen ausreichen würde, um eine Rückkehr zur Vor-Corona-Normalität zu ermöglichen. Vor allem Fluglinien und Kreuzfahrtanbieter mussten hohe Verluste hinnehmen, aber auch zyklische Werte standen unter Druck, da der Post-Corona-Boom durch die Verbreitung der Delta-Variante des Corona-Virus in Frage gestellt wurde. Die Pessimisten bestimmten allerdings nur kurz das Geschehen an den europäischen Börsen. Bereits nach drei schwachen Handelstagen und einem Minus von insgesamt etwa vier Prozent drehten die Kurse und holten die Verluste rasch wieder auf. Zum jetzigen Zeitpunkt fehlen dem DAX nur noch wenige Zähler bis zu einem neuen Rekordhoch. Der EURO STOXX 50 ist zwar noch weiter von seinen vor der Eurokrise erzielten Höchstständen entfernt, in den vergangenen Wochen entwickelte er sich aber etwas besser als der DAX und liegt nun 3,6% höher als noch Anfang Juni.

DAX und EURO STOXX mit wenig dynamischer Aufwärtsbewegung.

Aktienindizes



Im Gegensatz zu den vorangegangenen Monaten (vor allem Februar und März) als Börseneuphorie die Kurse in die Höhe trieb, war der Handel zuletzt eher träge und von Pragmatismus geprägt. Viele Anleger dürften angesichts der hohen Bewertungen von 15,6 für den DAX (gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis) und 21,3 für den EURO STOXX 50 ein ungutes Gefühl haben. Die Alternativen am Anleihemarkt sind allerdings noch teurer und Immobilien sind ebenfalls hoch bewertet. Zuletzt sind die Kurse europäischer Anleihen – wie weiter oben bereits

Aktien zwar hoch bewertet, im Vergleich zu anderen Asset-Klassen aber attraktiv.

beschrieben – sogar noch weiter gestiegen und die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen liegt lediglich noch bei -0,46%. Im Vergleich dazu erscheint eine Dividendenrendite von 2,3% für den DAX und 2,4% für den EURO STOXX 50 attraktiv. Auch wenn sich die europäischen Rendite von dem aktuell sehr niedrigen Niveau etwas erholen sollte, wird das sehr expansive geldpolitische Umfeld einen starken Renditeanstieg verhindern und dem Aktienmarkt ein weiterhin günstiges monetäres Umfeld bieten.

Unterstützung erhielten die Aktienmärkte zudem von ausgesprochen erfreulichen Unternehmensberichten für das abgelaufene zweite Quartal. Kurz vor Abschluss der Berichtssaison weist Boomborg ein Gewinnwachstum von 243,8% gegenüber dem Vorjahresquartal für den EURO STOXX 50 aus und 502,1% für den DAX. Analysten hatten die positive Berichtssaison zwar vorhersagt, nicht zuletzt da im Vorjahr die Gewinne durch die Corona-Krise gedrückt waren und die Wirtschaft inzwischen wieder boomt. Aber den Unternehmen gelang es selbst die optimistischen Analystenprognosen zu übertreffen. Beim EURO STOXX 50 lag die Gewinnüberraschung bei 20,8% und beim DAX sogar bei 22,0%.

Die europäischen Aktienmärkte haben sich zuletzt nur noch wenig dynamisch aufwärts bewegt. Angesichts einer positiven Monatsperformance in den vergangenen sechs der sieben Monate seit Jahresanfang dürften Anleger trotzdem zufrieden sein. Obwohl Kalenderjahre ohne eine größere Korrektur recht selten sind, rechnen wir mit höheren Kursen bis zum Jahresende. Wie die Entwicklung Mitte Juli gezeigt hat, nutzen Investoren selbst kleinere Rücksetzer für Aktienkäufe, da in dem gegenwärtigen Umfeld mit kräftigem Wirtschaftswachstum und ultraexpansiver Geldpolitik Aktienanlagen attraktiv sind. Eine Kursschwäche in den kommenden Wochen ist dennoch nicht ausgeschlossen, da nun die Unterstützung der Berichtssaison ausläuft und ohnehin saisonal schwache Monate anstehen.

Eine hervorragende Berichtssaison hat zuletzt die Kurse gestützt.

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

	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	1,18
- 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	1,31
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	110

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	0,1	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	1,70
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: 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

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	31.07.
CRB-Index**	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	184,7	213,4	218,1
Ölpreis (Brent)*	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	76,3

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.