

Nr. 6 Konjunkturerholung wird durch neue Corona-Welle ausgebremst



Konjunktur und Geldpolitik: Seit Herbst rollt die zweite Corona-Welle über die Eurozone und die von der Politik getroffenen Eindämmungsmaßnahmen belasten das Wirtschaftsgeschehen. Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Konjunktur nach der dynamischen Erholung in den Sommermonaten (+12,5% BIP-Wachstum im dritten Quartal) im vierten Quartal jäh ausgebremst wird. Immerhin ist ein starker Einbruch der Wirtschaftsleistung wie im Frühjahr nicht sehr wahrscheinlich, da in großen europäischen Volkswirtschaften wie Deutschland wichtige Sektoren aktuell deutlich weniger von den Corona-Einschränkungen betroffen sind. Dennoch ist bereits jetzt absehbar, dass die Wirtschaft schwach ins neue Jahr starten wird. Mit den jüngsten Erfolgen bei der Entwicklung von Impfstoffen besteht aber immerhin die konkrete Hoffnung auf Besserung im Laufe des Jahres 2021.

09. Dezember 2020

Euro: Nach einer längeren Seitwärtskonsolidierung sorgte die Schwäche des US-Dollars ab Mitte November für einen steilen Anstieg des Euro/US-Dollar Wechselkurses bis auf 1,21 US-Dollar. Dramatische Infektionszahlen in den USA, steigende Risikobereitschaft an den Finanzmärkten (aufgrund positiver Impfstoff-Meldungen) sowie der Anstieg der US-Inflationserwartungen (Sorge vor fallenden US-Realzinsen) belasteten den US-Dollar. Die Schwierigkeiten der EU angesichts des Vetos von Polen und Ungarn einen Haushalt und den Wiederaufbaufonds zu verabschieden werden von den Märkten dagegen weitestgehend ignoriert. Devisenhändler scheinen darauf zu setzen, dass sich die EU in letzter Minute doch noch auf einen Kompromiss verständigen wird.

Rentenmarkt: Während die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen im Berichtszeitraum per Saldo nur unwesentlich (um sechs Basispunkte) nachgab, waren Peripherieanleihen bei Rentenhändlern ungleich stärker gefragt. Die Aussicht auf weitere expansive Schritte durch die EZB sowie EU-Gelder aus dem sogenannten EU-Wiederaufbaufonds bewirkte z.B. bei italienischen Staatsanleihen einen deutlichen Renditerückgang (um ca. 20 Basispunkte) und eine Spreadeinengung auf historische Tiefstände.

Aktienmarkt: Die Eskalation der Corona-Krise im Herbst und die Unsicherheit vor der angestandenen US-Wahl sorgten im Oktober für empfindliche Verluste an den europäischen Aktienmärkten. Im November hellte sich die Stimmung aber wieder auf. Zunächst wurde der Ausgang der US-Wahlen positiv aufgenommen und schließlich sorgten erfreuliche Meldungen zur Impfstoffentwicklung für Kurssprünge, vor allem bei zyklischen Werten. Im Ergebnis stiegen DAX und Euro Stoxx 50 im November um circa 15%. Seit Anfang Oktober beläuft sich das Plus immerhin auf 4% beim DAX und 6,4% beim Euro Stoxx 50.

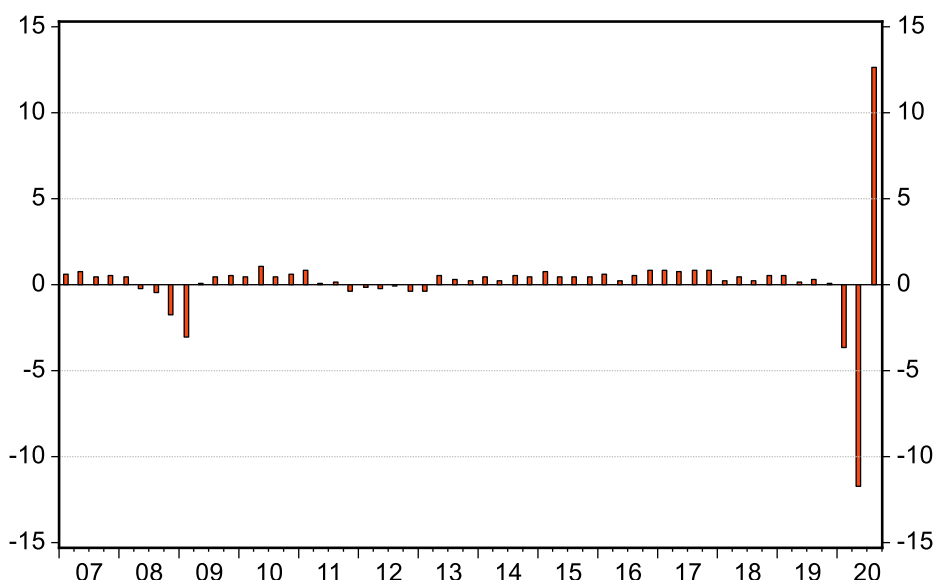
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die europäische Wirtschaft ist nach dem coronabedingten heftigen BIP-Einbruch im zweiten Quartal in den Sommermonaten auf einen rasanten Erholungskurs eingeschwenkt. Die sukzessive Lockerung der im Frühjahr beschlossenen Eindämmungsmaßnahmen sowie öffentliche Rettungsprogramme zur Stabilisierung der Wirtschaft trugen dazu bei, dass sich das BIP der Eurozone im dritten Quartal um saisonbereinigt 12,5% gegenüber dem Vorquartal erhöhte. Für das Ausmaß der Gegenbewegung spielte eine wichtige Rolle, dass die Erholung bereits ab Ende Mai eingesetzt hatte, sodass die Wirtschaftsaktivität schon zu Beginn des dritten Quartals weit über dem Durchschnitt des zweiten Vierteljahres lag.

Auf BIP-Einbruch im zweiten Quartal folgte eine dynamische Erholung.

Eurozone: BIP-Wachstum (in % ggü. Vorquartal)



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Die Bundesrepublik Deutschland verzeichnete im dritten Quartal dank beträchtlicher Nachholeffekte beim Privatkonsum (+10,8%), den Investitionen (+16,0%) und den Exporten (+18,1%) ebenfalls einen starken BIP-Zuwachs von 8,5%, der allerdings geringer ausfiel als in vielen anderen EWU-Staaten. Die italienische Wirtschaft legte im selben Zeitraum um 16,1% zu, die französische Wirtschaft schaffte ein Plus von 18,2% und in Spanien wuchs das BIP um 16,7%. All diese Länder verbindet, dass dort die pandemiebedingten Einschränkungen im Frühjahr stärker waren und das BIP im zweiten Quartal stärker geschrumpft war. Zudem haben in diesen Ländern Sektoren ein höheres Gewicht, die wie der Tourismus besonders von den Lockdown-Maßnahmen getroffen wurden. Trotz dieses dynamischen Aufholprozesses wurde das Vorkrisenniveau bislang verfehlt und das EWU-BIP lag im dritten Quartal immer noch 4,4% unter dem Niveau des Vorjahresquartals (-4,0% für Deutschland).

Trotz Erholungsbewegung bleibt das BIP unter dem Niveau des Vorjahres.

Die erfreulich rasche Erholung der Wirtschaftsaktivitäten in den Sommermonaten hat im September einige Wirtschaftsforschungsinstitute dazu veranlasst, ihre Prognosen für das BIP-Wachstum für das laufende Jahr anzupassen. So korrigierte

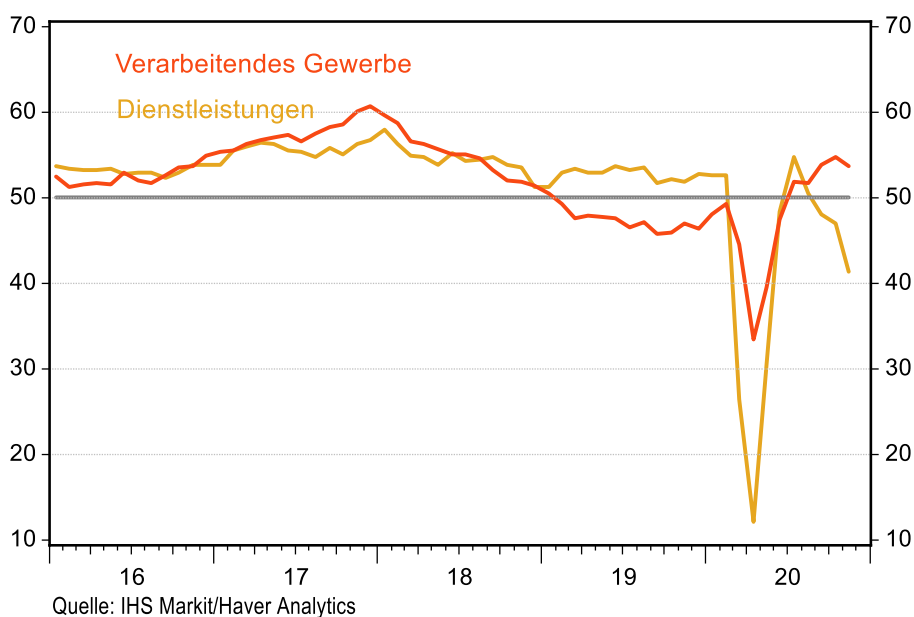
das ifo Institut seine Wachstumsprognose für Deutschland von -6,7% auf -5,2% und auch die Bundesregierung gab sich im September optimistischer und rechnete mit -5,8% (nach zuvor -6,3%). Die seit Oktober stark steigenden Infektionszahlen in Deutschland und vielen anderen europäischen Ländern und die von Regierungen beschlossenen Eindämmungsmaßnahmen stellen diese höheren Prognosen jedoch in Frage. Während die Maßnahmen im September zunächst überschaubar und regional oder lokal begrenzt waren, sahen sich die Politiker angesichts des dramatischen Infektionsgeschehens letztendlich gezwungen, die Maßnahmen auszuweiten, was in Deutschland in einem „Lockdown light“ ab November mündete.

Hohe Infektionszahlen im Herbst führen zu Eindämmungsmaßnahmen, ...

Immerhin fallen die Maßnahmen in den meisten europäischen Ländern weniger drastisch aus als noch im Frühjahr. Für Deutschland beispielsweise sind die Belastungen des „Lockdown light“ auch deswegen geringer, da der Einzelhandel im Gegensatz zum Lockdown im Frühjahr bislang weitestgehend geöffnet bleiben darf. Es wird zwar die Kundenzahl abhängig von der Geschäftsfläche beschränkt, dies ist für die Geschäfte aber deutlich leichter verkraftbar als die Maßnahmen im ersten Lockdown, als Teile des Einzelhandels komplett geschlossen werden mussten. Außerdem brachte der aktuelle Lockdown bislang keine Grenzschließungen, sodass die Lieferketten aufrechterhalten werden können, was im Frühjahr das verarbeitende Gewerbe empfindlich getroffen hatte. Zusammen machen Einzel- und Großhandel (inklusive Kfz-Gewerbe) und das verarbeitende Gewerbe über 35% der deutschen Bruttowertschöpfung aus. Die vom „Lockdown light“ besonders betroffenen Sektoren Gastgewerbe und „Kunst, Unterhaltung und Erholung“ sind dagegen für jeweils weniger als 2% der Bruttowertschöpfung verantwortlich. Die Gewichte der Sektoren in der Bruttowertschöpfung verdeutlichen die Bemühungen der Politik die wirtschaftlichen Implikationen der Corona-Maßnahmen zu begrenzen und gleichzeitig das Infektionsgeschehen zu kontrollieren.

...die allerdings weniger drastisch sind als im Frühjahr.

EWU: Markt Einkaufsmanagerindizes



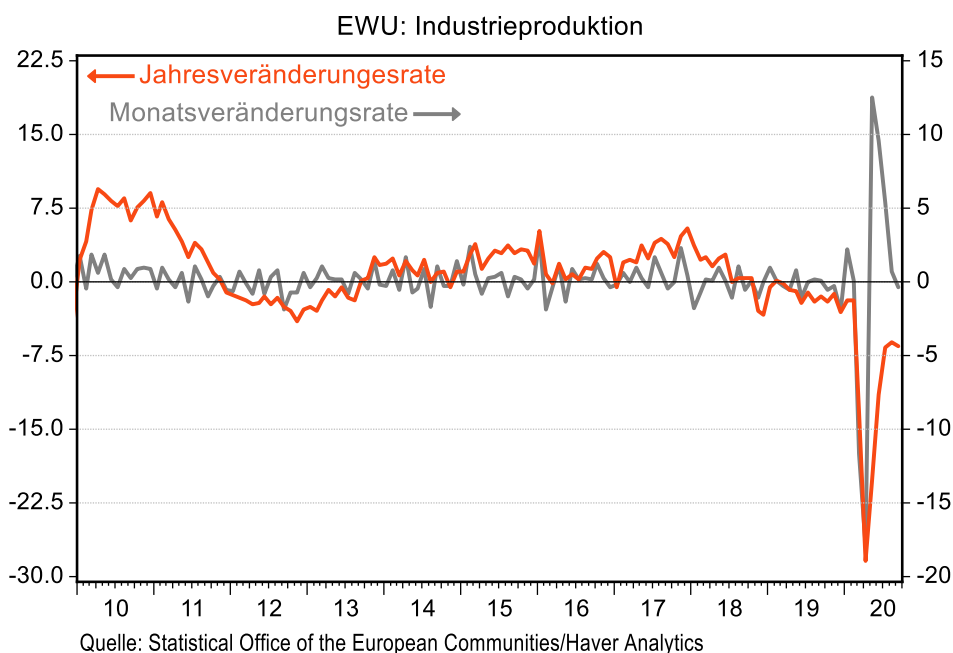
Aber auch wenn die Maßnahmen jetzt weniger strikt sind als noch im Frühjahr, ist die wirtschaftliche Erholungsbewegung durch die erneute Eskalation der Corona-Pandemie zum Erliegen gekommen. Die Wirtschaftsstimmung hat sich vor allem in

den besonders betroffenen Sektoren zuletzt stark eingetrübt. Der Einkaufsmanagerindex der Firma IHS Markit für den Dienstleistungssektor hat sich beispielsweise seit September von 48,0 Punkten auf 41,3 Punkte verschlechtert. Im verarbeitenden Gewerbe drückten die neuerlichen Corona-Beschlüsse zwar auch auf die Stimmung, insgesamt überwiegt dort aber (noch) der Optimismus und der Index befindet sich weiterhin im expansiven Bereich. Auch an den europäischen Verbrauchern geht die Pandemie-Entwicklung nicht spurlos vorbei. In den Monaten Oktober und November hat sich die Stimmung nach mehreren Anstiegen in Folge wieder verschlechtert und das von der Europäischen Kommission erhobene Verbrauchervertrauen sackte auf -17,6 Punkte im November ab (nach -13,9 Punkten im September und -15,5 Punkten im Oktober).

Bei den harten Daten lässt sich der Einfluss der jüngsten Pandemie-Entwicklung höchstens erahnen. Die aktuellsten Daten beispielsweise der Industrieproduktion beziehen sich auf den September und damit auf einem Zeitpunkt bevor europaweit die Corona-Maßnahmen verschärft wurden. Im Monatsvergleich ging die EWU-Industrieproduktion im September um 0,4% leicht zurück, im August wurde noch ein Plus von 0,6% erzielt.

Stimmungsindizes deuten darauf hin, dass die konjunkturelle Erholung im vierten Quartal zum Erliegen kommen wird.

Industrieproduktion vor Beginn der Lockdown-Maßnahmen recht stabil.

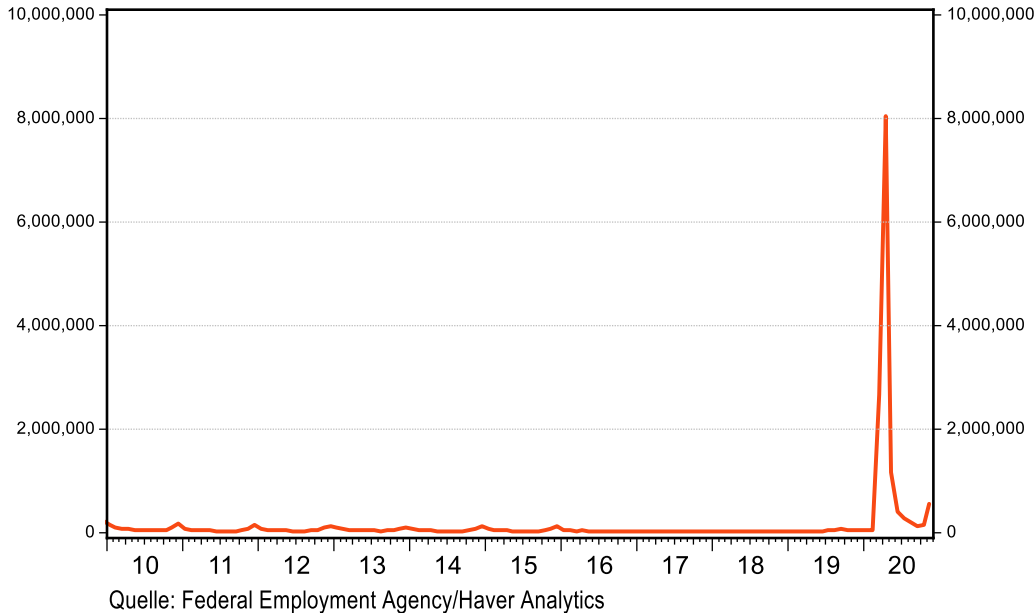


Die aktuellsten Daten zur europäischen Arbeitslosenquote sind von Oktober und können daher die wirtschaftlichen Folgen der verschärften Corona-Maßnahmen ebenfalls nicht enthalten. Aber es ist dennoch ein ermutigendes Zeichen, dass die Quote für die EWU im Oktober leicht von 8,5% auf 8,4% zurückging und sich die Quote für Deutschland auch für den November noch leicht von 6,2% auf 6,1% nach unten bewegte. Die verschlechterten Rahmenbedingungen für Unternehmen nach Einführung der deutschen Corona-Regeln im November spiegeln sich allerdings in dem Anstieg der Anzeigen der Kurzarbeit wider. Auch wenn die Zahl der Anzeigen im November noch deutlich unter dem April-Rekord (bei knapp über acht Millionen) lag, bewegte sie sich aufwärts und deutet damit auf die verschlechterte wirtschaftliche Situation hin. Besonders betroffen sind laut einer Erhebung des ifo-Instituts wie zu erwarten gewesen wäre die Branchen, die unter den Lockdown-Maßnahmen direkt leiden. Während der Anteil aller Unternehmen, die im November

Kurzarbeit in Deutschland steigt im November wieder an.

kurzarbeiten ließen, lediglich von 24,8% auf 28,0% stieg, erhöhte er sich bei den Hotels von 62,9% auf 91,0% und in der Gastronomie von 53,4% auf 71,7%.

Deutschland: Anzahl Kurzarbeiter gemäß Anzeigen



Im dritten Quartal erholte sich sowohl die EWU-Wirtschaft als auch die deutsche Wirtschaft von einem großen Teil des im ersten Halbjahr erlittenen Einbruchs. Die Wirtschaftsleistung erreichte dabei etwa 96% des Vorkriseniveaus (Deutschland 96,2% und die Eurozone 95,8%). Mit den neuerlichen Maßnahmen zur Eindämmung der zweiten Corona-Welle dürfte die wirtschaftliche Erholungsbewegung im vierten Quartal allerdings zum Erliegen kommen. Für Deutschland rechnet die Bundesregierung nur noch mit einem leicht positiven Quartalswachstum von 0,4%, nachdem zuvor ein Wert von 1,1% erwartet worden war. Auch diese stark zurückgeschraubte Prognose von Ende Oktober könnte allerdings zu hoch gegriffen sein, da sie zwar die Corona-Beschlüsse für November berücksichtigt, nicht aber die Verlängerung der Einschränkungen bis zum Jahresende (und darüber hinaus). Es ist nicht ausgeschlossen, dass das BIP im vierten Quartal sogar schrumpft. Ein Einbruch der Wirtschaftsleistung auf ein ähnlich stark gedrücktes Niveau wie im Frühjahr ist allerdings nicht sehr wahrscheinlich, da wichtige Sektoren der deutschen Wirtschaft aktuell deutlich weniger von den Corona-Einschränkungen betroffen sind.

Für das kommende Jahr hellen sich die Aussichten auf. Zwar dürften die Corona-Infektionen als Folge der Lockerungen über die Weihnachtsfeiertage zunächst steigen und es ist zu erwarten, dass die Corona-Maßnahmen noch bis ins Frühjahr hinweg bestehen bleiben und die Konjunktur belasten werden. Mit der sich abzeichnenden erfolgreichen Zulassung von Corona-Impfstoffen und der daran anschließenden Impfung von breiten Bevölkerungsschichten ist eine Überwindung der Pandemie im Laufe des kommenden Jahres aber absehbar und es ist mit einem ansprechenden BIP-Wachstum zu rechnen.

Die EWU-Gesamtinflationsrate verharrte in den vergangenen Monaten im negativen Bereich bei -0,3% und wird weiterhin durch im Jahresvergleich deutlich niedrigere Energiepreise belastet (in den Sommer- und Herbstmonaten lagen die Energiepreise etwa 8%-9% tiefer als in dem Zeitraum des Vorjahres). Aber auch die Kernrate, die ohne Energie- sowie Nahrungsmittelpreise erhoben wird, bewegte sich zuletzt nicht mehr und lag im November mit 0,2% nur knapp im positiven Bereich. Verantwortlich für die niedrige Kernrate ist die inflationsdämpfende Wirkung einer schwachen Konjunktur sowie zu einem geringeren Teil die temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland (eine ausführliche Analyse der inflationsdämpfenden Effekte sowie unsere Prognose zur Inflationsentwicklung in den nächsten Monaten finden Sie im *Kapitalmarktbericht Eurozone Nr. 5*).

Inflation verharrt im negativen Bereich...

Die extrem niedrige Inflationsrate liefert dem EZB-Rat um Präsidentin Christine Lagarde eine exzellente Rechtfertigung für eine weitere Lockerung der ohnehin bereits ultraexpansiven Geldpolitik bei der für morgen anstehenden Notenbanksitzung. Für die EZB scheint es keine nennenswerte Rolle zu spielen, dass es absehbar ist, dass die Inflationsrate im kommenden Jahr aller Voraussicht nach ansteigen wird. Für eine höhere Inflationsrate vor allem in der ersten Jahreshälfte des kommenden Jahres sprechen neben einer höheren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage die Wiederanhebung der Mehrwertsteuer in Deutschland sowie ein Basiseffekt beim Ölpreis (da dieser im Frühjahr 2020 zu sehr niedrigen Preisen gehandelt wurde). Auf ihrer letzten Sitzung im Oktober hat die EZB bereits klargestellt, dass sie im Dezember ihre Geldpolitik rekalisieren möchte. Wie genau dies aussehen soll, ließ die EZB im Herbst offen, es scheint aber darauf hinauszulaufen, dass sie das Pandemie-Anleihekaufprogramm (PEPP) um ein halbes Jahr, also bis Ende kommenden Jahres verlängern wird. Wenn die Zentralbank in einem ähnlichen Umfang wie in den vergangenen Wochen Anleihen kaufen möchte, müsste sie für die Verlängerung des Programms das PEPP-Volumen aufstocken. Analysten halten eine Aufstockung des PEPP um 350-650 Mrd. Euro für wahrscheinlich. Neben dem PEPP könnte die EZB auch das TLTRO Programm anpassen, um die Kreditvergabe an die europäischen Unternehmen zu stützen.

... und liefert der EZB ein Argument für weitere Lockerungsschritte.

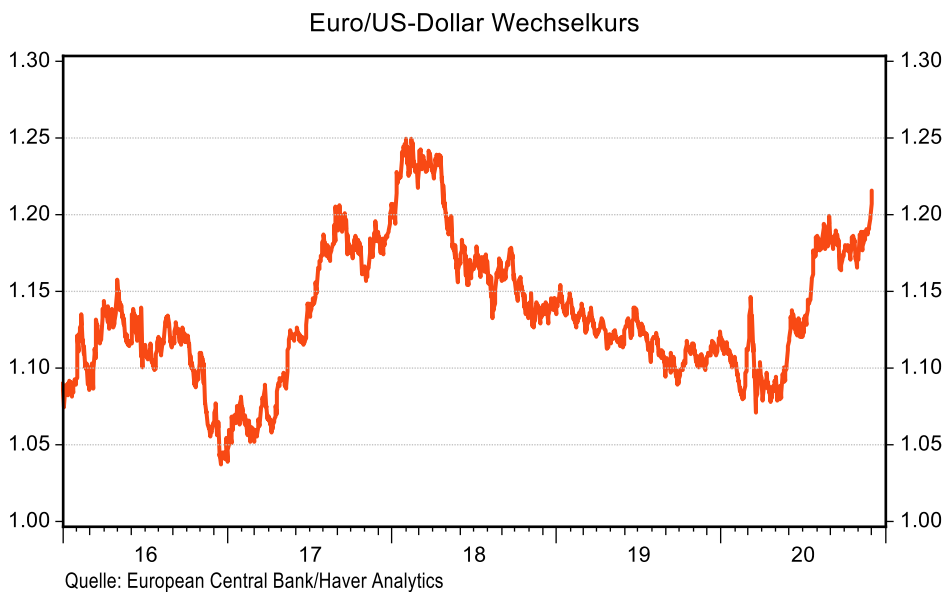
Die Inflationsrate wurde im Berichtszeitraum weiterhin durch einen niedrigen Ölpreis, die gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche sowie die temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland belastet. Für die EZB bietet sich dadurch eine Rechtfertigung, auf ihrer für morgen angesetzten Ratssitzung, ihre Maßnahmen anzupassen. Da eine Reduzierung des (negativen) Einlagezinssatzes zusätzliche Kosten für das Finanzsystem bedeuten würde, ist eine Verlängerung und Aufstockung des Pandemie-Anleihekaufprogramms sowie eine Anpassung des TLTRO-Programms am wahrscheinlichsten.

Euro

Die unspektakuläre Seitwärtskonsolidierung, die der Euro/US-Dollar Wechselkurs bereits im August eingeschlagen hatte, setzte sich im Berichtszeitraum zunächst fort. Im Oktober und der ersten Novemberhälfte bewegte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar überwiegend in einem Band zwischen 1,165 US-Dollar bis 1,185 US-Dollar. Mitte November nahm der Euro aber Fahrt auf, durchbrach die Marke

Der Euro werte auf und durchbricht die Marke von 1,20 US-Dollar.

von 1,20 US-Dollar und erhöhte sich sogar bis auf 1,21 US-Dollar, was dem höchsten Stand seit Frühjahr 2018 entspricht.



Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar ist allerdings nicht der Stärke der Gemeinschaftswährung geschuldet, sondern der Schwäche des US-Dollars. Unter anderem hat der US-Dollar angesichts der Fortschritte bei der Impfstoffentwicklung gelitten. Innerhalb kurzer Zeit wurden vielversprechende Studienergebnisse zu den Impfstoffen von Pfizer/BioNTech, Moderna und AstraZeneca/University of Oxford veröffentlicht, sodass eine Zulassung in Europa und den USA nun zum Greifen nahe ist. An den Märkten hat dies die Risikobereitschaft erhöht, was typischerweise einer safe-have Währung wie dem US-Dollar zu schaffen macht. Und auch die wieder ansteigenden Infektionszahlen in den USA wirken sich negativ auf den Greenback aus. Allerdings kann dies nicht die einzige Erklärung sein, da sich andere safe-haven Währungen wie der japanische Yen oder der Schweizer Franken robuster gezeigt haben. Ein weiterer Faktor für die US-Dollar Schwäche dürfte mit dem Anstieg der US-Inflationserwartungen (vor allem getrieben von der Hoffnung auf weitere fiskalische Unterstützung) zusammenhängen. Da die US-Notenbank klargemacht hat, dass sie im Rahmen ihrer neuen Strategie bereit ist, eine temporär hohe Inflation zu akzeptieren, wirken sich die höheren Inflationserwartungen vor allem auf den Realzinserwartungen aus, was der Währung schadet. Ob sich die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar fortsetzt, wird auch davon abhängen, ob es im Rahmen der morgigen EZB-Tagung Kommentare geben wird, die die Gemeinschaftswährung schwächen. Dem EZB-Rat könnte die jüngste Geschwindigkeit der Euro-Aufwertung missfallen. Zudem könnte er befürchten, dass sich das Tempo der Euro-Aufwertung sogar beschleunigt, sollte er sich nicht äußern.

Auch wenn sich der jüngste Höhenflug des Euro vor allem durch die US-Dollar Schwäche speist, ist er vor dem Hintergrund des Gezerres um den EU-Haushalt sowie den sogenannten EU-Wiederaufbaufonds („Next-Generation-EU“) nicht selbstverständlich. Im November hatten Ungarn und Polen ihr Veto gegen die Verabschiedung des EU-Haushalts und des EU-Wiederaufbaufonds eingelegt, da sie nicht akzeptieren wollen, dass die Auszahlung der Gelder an

US-Dollar wertet ab angesichts einer risk-on Bewegung, steigender Infektionszahlen in den USA und höherer US-Inflationserwartungen.

Stillstand bei der Verabschiedung des EU-Haushalts und des Wiederaufbaufonds schadet weder dem Euro, noch dem Forint oder Zloty.

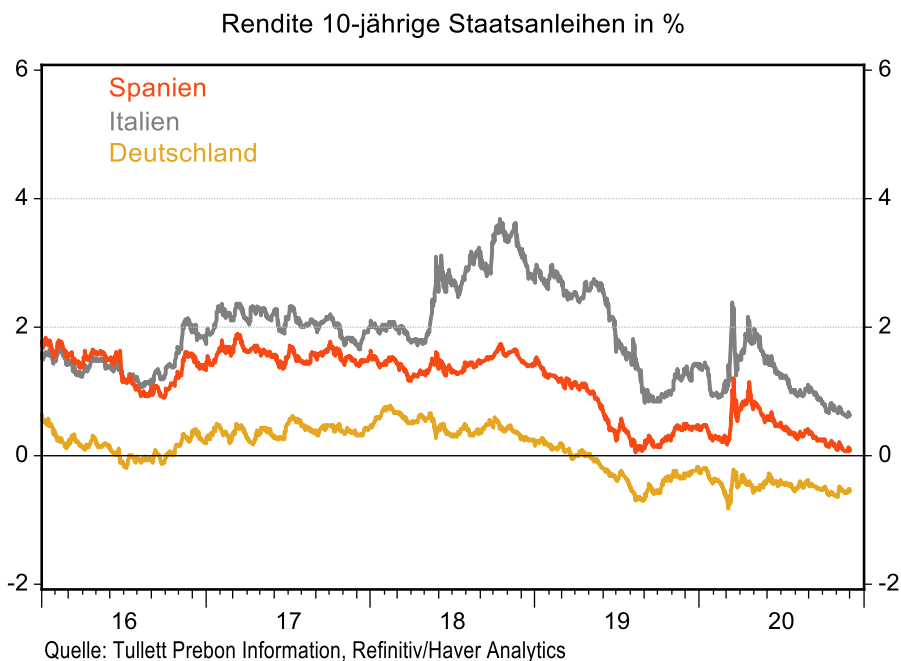
Rechtsstaatlichkeitsprinzipien geknüpft wird. Den Devisenmarkt lassen diese Entwicklungen bislang jedoch kalt. Weder der Euro wurde belastet, noch die Währungen der beiden Veto-Länder Ungarn und Polen. Dabei ist durchaus vorstellbar, dass die anderen 25 EU-Mitgliedstaaten zumindest die 750 Mrd. Euro für den Wiederaufbaufonds an Polen und Ungarn vorbei verabschieden. Die Folge wäre, dass beide Länder auf ihren großzügigen Anteil aus diesem Paket verzichten müssten. Schätzungen zufolge könnten sich Kredite und Zuschüsse allein aus dem Fonds auf rund vier Prozent des jeweiligen BIPs beider Länder belaufen. Zudem würden durch die Blockade des EU-Haushalts auch die üppigen Struktur Gelder nicht mehr von Brüssel gen Osten fließen. Devisenhändler scheinen aber darauf zu setzen, dass sich die EU wie zuletzt so oft in letzter Minute doch noch auf einen Kompromiss verständigen wird. Eine fehlende Einigung würde jedoch eine heftige Reaktion beim ungarischen Forint und dem polnischen Zloty hervorrufen und auch der Euro könnte unter die Räder kommen, da die erhoffte wirtschaftliche Erholung in der Eurozone in Frage gestellt wird.

Am Devisenmarkt sorgte in den vergangenen Wochen vor allem der Kursanstieg des Euro/US-Dollar Währungspaares für Aufmerksamkeit. Der US-Dollar wurde zuletzt durch die steigenden Infektionszahlen in den USA, die risk-on Bewegung an den Märkten (aufgrund von positiven Impfstoff-Meldungen) sowie dem Anstieg der US-Inflationserwartungen belastet. Während ein Anstieg der Inflationserwartung häufig eine Aufwertung der Währung bewirkt, da er mit der Erwartung einhergeht, dass die Notenbank auf höhere Inflation mit Zinsanhebungen reagiert, sind Anleger momentan in Sorge angesichts fallender US-Realzinsen, denn die Fed hat in ihrer neuen Strategie verankert, auf ein Überschießen der Inflation zunächst nicht mit Leitzinsschritten zu reagieren.

Rentenmarkt

Auf die hohe Volatilität der Renditen im ersten Halbjahr folgte in den vergangenen Monaten ein ruhigerer Verlauf. Die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen liegt mit aktuell -0,58% nur sechs Basispunkte tiefer als zu Beginn des Berichtszeitraums. Im Oktober war die Rendite langlaufender deutscher Staatsanleihen zunächst moderat zurückgegangen, was vor allem an der Eskalation der Corona-Krise lag. Anfang November wurde die Abwärtsbewegung jedoch abrupt durch eine Meldung aus dem Bereich der Impfstoffentwicklung beendet. Die Unternehmen BioNTech und Pfizer erklärten, dass ihr Corona-Impfstoff eine beeindruckende Wirksamkeit von über 90% besitze. Auch wenn es sich bei diesem Wert um vorläufige Ergebnisse aus einer klinischen Phase III-Studie handelte, stieg dadurch der Konjunkturoptimismus an den Finanzmärkten und zumindest kurzzeitig wurde die Erwartung neuer umfangreicher geldpolitischer Maßnahmen geschmälert. Für die Bundrendite ging es in der Folge dadurch um gut 10 Basispunkte steil nach oben. Der Renditeanstieg bröckelte jedoch rasch wieder ab, was zu dem aktuellen Niveau von -0,58% führte.

Per Saldo kaum Bewegung bei der Bund-Rendite.



Während das Niveau von 10-jährigen Bundesanleihen gegenüber Anfang Oktober nahezu unverändert ist, haben sich die Kurse von Peripherieanleihen erhöht, sodass sich der Trend der Spread-Einengung fortsetzte. Zum einen haben Peripherieanleihen überproportional davon profitiert, dass die EZB andeutete, das PEPP-Programms zu verlängern und dessen Volumen zu erhöhen. Zum anderen hilft Ländern wie Italien und Spanien die Aussicht auf EU-Gelder aus dem EU-Wiederaufbaufonds. Im Ergebnis sanken deren Renditen auf historische Tiefstände. Anfang Dezember lag die Rendite von 10-jährigen italienischen Staatsanleihen bei knapp unter 0,60%, mehr als 20 Basispunkte unter dem Niveau von Anfang Oktober. Der Spread gegenüber deutschen Staatsanleihen sank dadurch auf etwa 110 Basispunkte. Bei spanischen Staatsanleihen war der Rückgang ebenfalls beträchtlich, wenn auch weniger stark ausgeprägt. Der Spread 10-jähriger spanischer Staatsanleihen verringerte sich um ca. 15 Basispunkte auf etwa 60 Basispunkte.

Peripherie-Anleihen profitieren von der Erwartungen einer Ausweitung des PEPP-Programms und der Hoffnung auf Gelder aus dem EU-Wiederaufbaufonds.

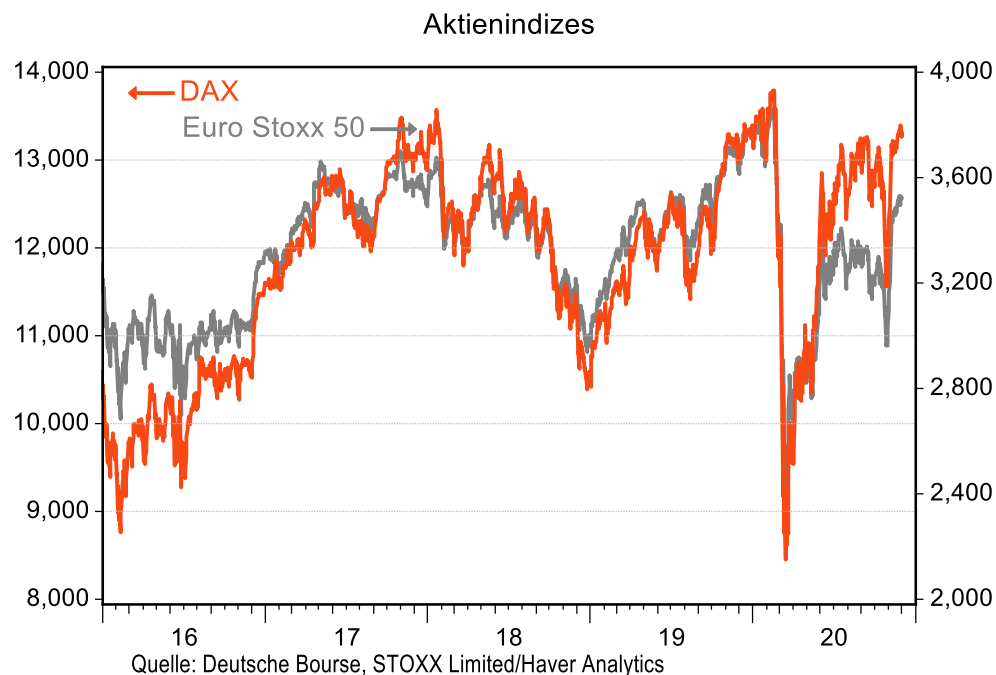
Im Berichtszeitraum hat sich die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen per Saldo nicht nennenswert verändert, während die Renditen von Peripherieanleihen deutlich nachgaben. Die 10-jährige Bunderendite dürften die Seitwärtsbewegung fortsetzen. Für größere Bewegungen wären starke Impulse notwendig, die sich momentan aber nicht abzeichnen. Die Notenbanken haben klargemacht, dass sie die Leitzinsen selbst bei einer konjunkturellen Erholung noch lange Zeit auf dem aktuell sehr niedrigen Niveau belassen werden und dass ihre massiven Anleihekäufe noch lange Zeit fortgesetzt werden. Die erwartete Ausweitung des PEPP-Programms bei der morgigen EZB-Sitzung dürfte nicht genug sein, um die Rentenmärkte nachhaltig zu beeinflussen, da sie weitestgehend eingepreist ist. Das Pandemiegeschehen dürfte die Rentenmärkte ebenfalls kalt lassen, da mit einem baldigen Beginn von Impfungen und damit mit einer Überwindung der Viruskrise im kommenden Jahr zu rechnen ist. Lediglich aufgrund des erwarteten signifikanten Inflationsanstiegs im Laufe der ersten Jahreshälfte 2021 (aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen und der Wiederanhebung der Umsatzsteuer in Deutschland) besteht die Möglichkeit

eines Renditeanstiegs. Für Peripherieanleihen dürfte kurzfristig vor allem entscheidend sein, ob beim EU-Haushalt und dem Wiederaufbaufonds eine Einigung erzielt werden kann. Ein Scheitern könnte Peripherieanleihen unter Druck setzen, da damit der erhoffte konjunkturelle Schub sowie die Schuldentragfähigkeit von Ländern mit hohen Schuldenquoten in Frage gestellt werden.

Aktienmarkt

Europäische Anleger mussten im Berichtszeitraum zunächst starke Nerven haben. Der Anstieg der Corona-Fälle in vielen europäischen Ländern im Herbst und die daraufhin von den politischen Entscheidungsträgern getroffenen bzw. sich abzeichnenden Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie sorgten im Oktober zusammen mit der Unsicherheit vor der anstehenden US-Wahl für herbe Verluste am Aktienmarkt. Bis Ende des Monats gab der DAX mehr als 10% nach und auch der Euro Stoxx 50 verlor deutlich an Wert. Anfang November wurden Anleger dann aber zunehmend optimistischer. Zunächst wurde der Wahlausgang positiv aufgenommen. Immerhin dürften Zölle auf europäische Exporte in die USA unter dem neuen Präsidenten Biden recht unwahrscheinlich werden. Ein wahres Kursfeuerwerk zündet schließlich mit der Nachricht, wonach der von BioNTech und Pfizer entwickelte Corona-Impfstoff mit der sperrigen Bezeichnung BNT162b2 eine Wirksamkeit von über 90% haben könnte. Innerhalb eines Tages kletterte der DAX um 4,9% und eroberte die Marke von 13.000 Punkten zurück. Von den Oktoberverlusten blieb dadurch nichts mehr übrig. An den anderen europäischen Börsenplätzen ging es ebenfalls steil nach oben und der Euro Stoxx 50 verbuchte sogar einen Tagesgewinn von 6,4%.

Auf den Kurseinbruch im Oktober folgt eine Rallye im November.



Auf Unternehmensebene war zu beobachten, dass vor allem die bisherigen Corona-Verlierer in der Erwartung der Überwindung der Pandemie und einer Normalisierung der Verhältnisse gefragt waren. Die Kurse von Unternehmen des Tourismus- und Ölsektors sowie von Fluglinien und Flugzeugbauern wiesen Kurssprünge im zweistelligen Bereich auf. Die bisherigen Corona-Gewinner, allen voran Unternehmen aus dem Technologiesektor, gewannen hingegen lediglich unterdurchschnittlich hinzu oder gaben sogar nach.

Nach der Impfstoff-Rallye zeigten sich die Anleger ab Mitte November unentschlossen und es etablierte sich ein enger Seitwärtstrend, was angesichts beeindruckender Indexgewinne von ca. 15% im November beim DAX und Euro Stoxx 50 nicht sonderlich verwundern sollte. Im Berichtszeitraum seit Anfang Oktober kommt der DAX immerhin auf ein Plus von 4,0% und der Euro Stoxx 50 auf 6,4%.

Die Hoffnung auf eine baldige Verfügbarkeit eines Covid-Impfstoffes hat eine Branchenrotation ausgelöst und Anleger zeigten gesteigertes Interesse an den bisherigen Corona-Verlierern. Mit einer zunehmenden konjunkturellen Erholung dürfte diese Änderung Bestand haben. Wichtig für eine Rückkehr zur Normalität ist die baldige Impfung von breiten Bevölkerungsschichten. Dabei hilft, dass insgesamt drei Präparate in Kürze zugelassen werden könnten, unter anderem ein Präparat von AstraZeneca und der University of Oxford, das weniger hohe Ansprüche an die Lagerung und den Transport richtet und günstig in der Herstellung ist. Neben der Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung werden die Aktienmärkte von der expansiven Geldpolitik unterstützt. Daran dürfte sich auch im kommenden Jahr nichts ändern. Ein Risiko für die Aktienmärkte stellen die inzwischen sehr hohen Bewertungen dar, die bei negativen Nachrichten oder Entwicklungen zu Gewinnmitnahmen führen können.

Positive Nachrichten in der Impfstoffentwicklung sorgten vor allem bei Zyklikern für Kursgewinne.

DAX gewinnt im November 15%, seit Anfang Oktober 4%.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e
EWU	2,7	1,9	1,3	-7,3	5,0	1,5	1,8	1,2	0,4	1,0	9,1	8,2	7,6	7,8	8,7
- Deutschland	2,9	1,3	0,6	-5,5	4,5	1,5	1,7	1,4	0,6	1,5	5,7	5,2	5,0	6,0	6,5
UK	1,7	1,3	1,3	-11,0	5,0	2,7	2,5	1,8	0,9	1,5	4,4	4,1	3,8	4,3	5,5
USA	2,3	3,0	2,1	-3,8	3,8	2,1	2,4	1,8	1,3	2,7	4,4	3,9	3,7	8,1	6,5
Japan	1,7	0,6	0,3	-5,5	4,0	0,5	1,0	0,5	0,1	0,0	2,8	2,4	2,4	2,9	3,0

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e
EWU	3,1	3,1	2,7	1,9	2,4	-1,0	-0,5	-0,6	-10,1	-5,0	1,20	1,15	1,12	1,18	1,18
- Deutschland	7,8	7,4	7,1	5,8	6,8	1,2	1,8	1,5	-8,2	-3,2	-	-	-	-	-
UK	-3,5	-3,9	-4,0	-2,0	-3,8	-1,8	-2,3	-2,2	-16,5	-9,2	1,35	1,28	1,30	1,38	1,24
USA	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1	-4,5	-5,8	-6,3	-18,7	-8,7	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,2	3,6	3,6	2,9	3,2	-3,2	-2,5	-3,3	-14,2	-6,4	113	110	110	105	100

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	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e
EWU	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,24	-0,19	-0,25	-0,25
UK	0,5	0,75	0,75	0,25	0,25	1,2	1,28	0,82	0,40	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	0,90	1,35
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0,03	0,0	0,0	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

	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	30.11.
CRB-Index	200,4	195,2	169,8	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	160,1
Ölpreis (Brent)*	79,4	82,7	53,8	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	47,6

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

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.