

## Nr. 6: Konjunkturerholung wird durch Corona-Welle ausgebremst



**Konjunktur und Geldpolitik:** Die konjunkturelle Erholung in der Eurozone hat sich im dritten Quartal zwar mit einer gleichbleibenden Wachstumsrate von 2,2% (im Quartalsvergleich) fortgesetzt, die Wachstumsdynamik dürfte im Laufe des Quartals aber spürbar nachgelassen haben. Vor dem Hintergrund der jüngsten Eskalation der Corona-Lage wird das Wirtschaftswachstum im laufenden Quartal weiter zurückgehen, möglicherweise sogar negativ ausfallen. Während die Wirtschaftsaktivitäten nachlassen, ist die Inflation immer höher gestiegen und hat im November bei 4,9% den höchsten Stand seit Bestehen des Euro erreicht. Die geldpolitische Antwort auf die hohe Inflation dürfte auf der nächste Woche anstehenden EZB-Sitzung sehr zögerlich ausfallen (wahrscheinliches Ende des PEPP), was EZB-Präsidentin Christine Lagarde vermutlich mit ihrer Erwartung eines Inflationsrückgangs im kommenden Jahr begründen wird.

09. Dezember 2021

**Euro:** Der Euro leidet weiter unter der – im Vergleich zu anderen Notenbanken – wenig entschlossenen Bekämpfung der Inflation durch die EZB. Während die Märkte für die USA einen ersten Leitzinsschritt im ersten Halbjahr 2022 einpreisen, ist dieser in der Eurozone bislang nicht absehbar. Da sich zudem die Corona-Lage in Europa in den vergangenen beiden Monaten verschlechterte, wertete der Euro bis auf unter 1,12 US-Dollar ab, dem niedrigsten Stand seit Mitte 2020.

**Rentenmarkt:** Nachdem sich der im August begonnene Renditeanstieg bei langlaufenden Bundesanleihen im Oktober noch fortgesetzt hatte, setzte im November eine Gegenbewegung ein, die die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen bis auf unter -0,40% fallen ließ. Neben den internationalen Vorgaben erhöhte vor allem die Unsicherheit rund um die Omikron-Virusvariante die Nachfrage nach den als sicher wahrgenommenen deutschen Staatsanleihen. Die Aussicht auf ein Ende des PEPP, welche die Peripherieanleihen zwischenzeitlich stark belastete, hatte dagegen keinen nennenswerten Einfluss auf Bundesanleihen.

**Aktienmarkt:** Die europäischen Aktienmärkte haben sich im Oktober von der Kursschwäche des Vormonats erholt und markierten bereits Mitte November wieder Rekordstände. Steigende Infektionszahlen sowie strikte Eindämmungsmaßnahmen in vielen europäischen Ländern und vor allem die Ausbreitung einer neuartigen und aggressiven Virusvariante haben den DAX und den Euro STOXX 50 zwar kurzzeitig unter Druck gesetzt, inzwischen liegen aber sowohl der DAX als auch der Euro STOXX 50 wieder höher als Anfang Oktober.

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

## Konjunktur und Geldpolitik

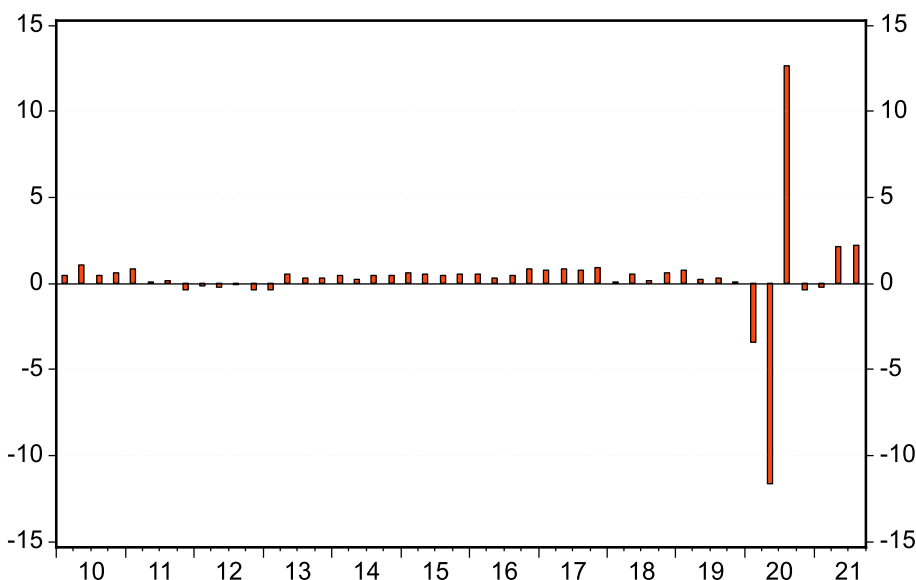
Die europäische Wirtschaft hat im dritten Quartal ihren Erholungsprozess fortgesetzt. Wie bereits im zweiten Quartal wuchs das Bruttoinlandsprodukt (BIP) gemäß der finalen Schätzung von Eurostat auch im dritten Quartal um 2,2%, sodass sich der Abstand zum Vorkrisen-Niveau auf 0,35% verringerte. Die konjunkturelle Dynamik dürfte allerdings im Laufe des Quartal spürbar nachgelassen haben. Während die wirtschaftlichen Aktivitäten im kontaktintensiven Dienstleistungssektor nach der Aufhebung der Corona-Maßnahmen zum Ende des zweiten und zu Beginn des dritten Quartal noch stark zugelegt hatten, setzte im Laufe des dritten Quartals eine Normalisierung ein. Da zudem das verarbeitende Gewerbe weiterhin unter den gestörten Lieferketten und den fehlenden Vorprodukten litt, hat das gesamtwirtschaftliche Erholungstempo nachgelassen.

*BIP-Wachstum von 2,2% im dritten Quartal...*

Ein Dynamikverlust im Laufe des dritten Quartal war auch in der deutschen Volkswirtschaft zu erkennen. Hierzulande hat sich das BIP-Wachstum sogar leicht von 1,9% im zweiten Quartal auf 1,8% im dritten Quartal abgeschwächt, was vor allem an dem größeren Gewicht und dem stärkeren Produktionsrückgang des Industriesektors lag. Inzwischen liegt die deutsche Industrieproduktion 9% unter dem Niveau von Anfang 2020, während die europäische Industrie diese Lücke immerhin bis auf 3,4% geschlossen hat. Nicht nur, aber zu einem großen Teil lässt sich die schwache Entwicklung der deutschen Produktion mit dem Chipmangel bei deutschen Autobauern erklären.

*... aber Dynamikverlust im Laufe des Quartals.*

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

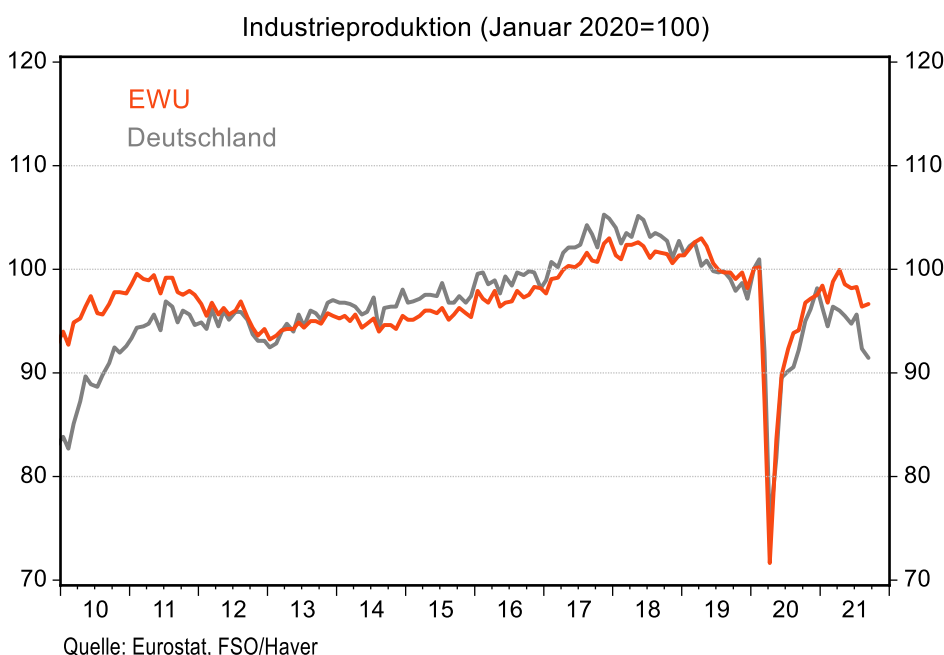


Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Im Winterhalbjahr wird sich die Erholung in der Eurozone vor dem Hintergrund der sich verschärfenden Corona-Lage und den in vielen Ländern beschlossenen Eindämmungsmaßnahmen nicht weiter fortsetzen. In Österreich wurde bereits ein dreiwöchiger harter Lockdown beschlossen. In Deutschland wird ein harter Lockdown zwar diskutiert, bislang versucht die Politik aber ohne Lockdown und stattdessen mit verschärften Regeln vor allem für Ungeimpfte durch die kalte

*Weitere Konjunkturerholung wird durch Corona-Welle ausgebremst.*

Jahreszeit zu kommen. Aber auch wenn viele Regeln in Deutschland bisher lediglich den ungeimpften Teil der Bevölkerung treffen, werden sie Umsatzeinbußen für die Geschäfte vieler Dienstleister (u.a. Einzelhändler, Gastronomen) nach sich ziehen, zumal sich auch viele Geimpfte vorsichtiger verhalten. Dagegen dürften für das verarbeitende Gewerbe die europaweit und weltweit steigenden Infektionszahlen die bestehenden Lieferprobleme weiter verschärfen, was sich in einer rückläufigen Industrieproduktion ausdrücken würde. Gerade die No-Covid-Strategie in China, wo nach dem Bekanntwerden einzelner Corona-Fälle immer wieder ganze Städte und Häfen abgeriegelt werden, führt auch hierzulande zu Produktionsunterbrechungen.

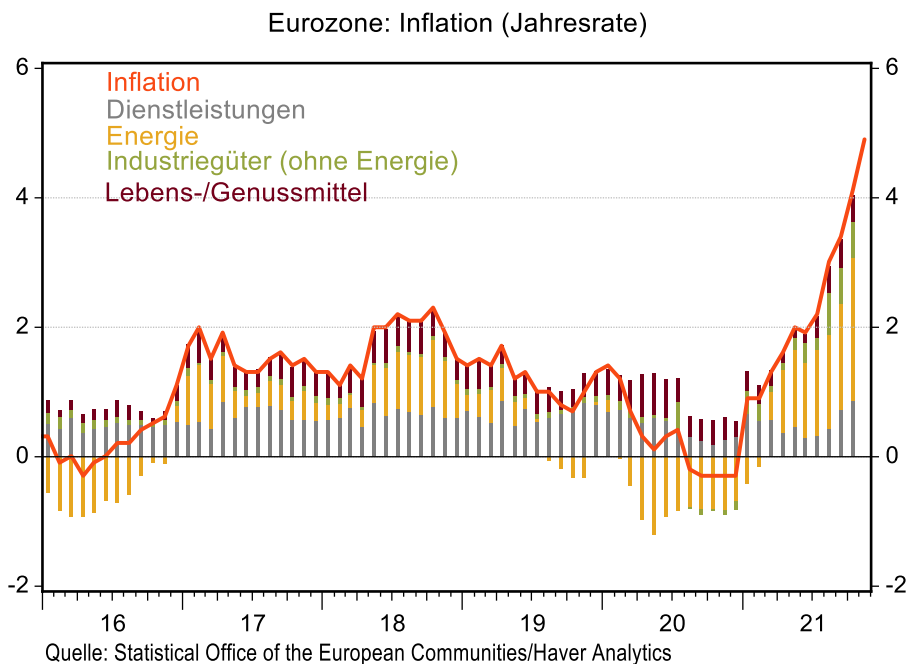


Damit kann in Deutschland auch ohne einen erneuten Lockdown ein BIP-Rückgang im vierten Quartal 2021 bzw. im ersten Quartal 2022 nicht mehr ausgeschlossen werden und auch für die Eurozone ist eine Rezession im Winterhalbjahr wahrscheinlicher geworden. Erst für die Zeit danach hellt sich die Konjunkturperspektive wieder auf. Eine Entspannung der Corona-Pandemie im Frühjahr dürfte dem Dienstleistungssektor – wie schon im Vorjahr – wieder einen Schub geben und im Industriesektor sprechen der außergewöhnlich hohe Auftragsbestand für erhebliche Aufholeffekte sobald die Lieferengpässe nachlassen. Gerade für die deutsche Wirtschaft, die stark vom Industriesektor abhängig ist, ergibt sich daraus Wachstumspotential. So rechnet die Bundesregierung für Deutschland mit einem realen BIP-Wachstum von 4,1% für 2022, für die Eurozone erwartet die EZB 2022 ein Wachstum von 4,6%. Voraussetzung für dieses überdurchschnittliche Wachstum ist, dass sich die neuartige Omikron-Variante (oder eine mögliche andere Virusmutationen) nicht als resistent gegen die Impfstoffe erweisen wird. Für dieses Jahr sind die allermeisten Wachstumsprognosen durch die erneute Corona-Eskalation nicht mehr realistisch. Selbst die recht junge Herbstprognose des Sachverständigenrates für 2021 von 2,4% Wachstum für die Bundesrepublik dürfte zu optimistisch sein, obwohl diese gegenüber der im Frühjahr veröffentlichten Prognose von 3,7% bereits deutlich abwärts korrigiert wurde und auch die EZB-Prognose von 5,0% für die Eurozone dürfte zu hoch gegriffen sein.

*Erst ab dem zweiten Quartal 2022 hellt sich die Konjunkturperspektive wieder auf.*

Während die Wachstumsdynamik im Schlussquartal 2020 zum Erliegen kommen dürfte, befindet sich die Inflation weiter in einer rasanten Aufwärtsbewegung. Im November stieg die Rate von 4,1% auf 4,9% und damit den höchsten Stand seit dem Bestehen des Euro. Wie aus der Grafik „Eurozone: Inflation (Jahresrate)“ unten ersichtlich wird, geht der größte Teil der Teuerungsrate auf das Konto von Energieprodukten, die 2020 im Zuge der Ausbreitung der Corona-Pandemie stark gesunken waren und nun deutlich höher liegen. Im November lagen diese 27,4% über dem Niveau des Vorjahresmonats. Aber auch ohne die volatilen Preise für Energieprodukte, Lebens- und Genussmittel hat sich der für die Messung der Inflation herangezogene Warenkorb um 2,6% verteuert. Einerseits kann ein Teil des starken Anstiegs dieser sogenannten Kerninflationsrate auf statistische Effekte zurückgeführt werden. So liegt das Gewicht von Pauschalreisen in diesem Jahr nur bei rund einem Drittel des Gewichts im vergangenen Jahr. Daher hat der im November in dieser Kategorie übliche Preisrückgang den Warenkorb in diesem Jahr weniger stark verbilligt als 2020. Andererseits treiben Einmaleffekte, wie die Mehrwertsteuersenkung in Deutschland oder die Erhöhung der CO<sub>2</sub>-Preise die Inflationsrate. Aber auch ohne diese Effekte dürfte die Kernrate bei über 2,0% gelegen haben, was darauf hindeutet, dass der Inflationsanstieg an Breite gewinnt. So lag die Teuerung sowohl bei den Dienstleistungen als auch bei den Industriegütern (ohne Energie) über 2,0%.

*Inflation nimmt weiter zu.*



Zum Jahreswechsel dürften die oben genannten Einmaleffekte (temporäre Mehrwertsteuersenkung und höhere CO<sub>2</sub>-Preise) aus der Inflationsberechnung herausfallen und die Basiseffekte bei den Energiepreisen werden in den kommenden Monaten nachlassen, sofern die Energiepreise nicht unerwartet steigen werden. Daher ist ab Anfang 2022 mit einem Rückgang der Inflation zu rechnen, der die Teuerungsrate allerdings zunächst nicht auf das Vor-Corona-Niveau zurückführen wird. Der Druck auf die Verbraucherpreise dürfte vor allem durch die explodierenden Import- und Produzentenpreise auch über den Jahreswechsel hinaus erhöht bleiben. Im Oktober legten die Produzentenpreise um 21,9% in der Jahresfrist zu und liegen bereits seit Juni im zweistelligen Bereich. Zwar sind auch

*Inflationsrate dürfte 2022 nachlassen aber nicht auf Vor-Corona-Niveau sinken.*

im Produzentenpreisindex die Energiepreise Haupttreiber für die Teuerungsrate, aber auch ohne Energieprodukte legte der Index im Oktober um 8,9% zu.

Für das Gesamtjahr 2022 rechnet die Europäische Zentralbank (EZB) laut ihrer Septemberprognose mit einer Teuerungsrate von 1,7% und für 2023 wird ein Wert von 1,5% erwartet. Da die EZB in ihrer Forward Guidance unter anderem festgelegt hat, dass sie die Leitzinsen erst anheben wird, wenn die Inflationsrate „deutlich vor dem Ende“ ihres Projektionszeitraums 2% erreichen wird, ist eine Leitzinserhöhung momentan nicht absehbar, auch wenn inzwischen sogar Mitglieder aus dem EZB-Direktorium die oben genannten Werte der Inflationsprognosen in Frage stellen. Die deutsche EZB-Direktorin Isabel Schnabel beispielsweise geht davon aus, dass die Inflationsprognosen der EZB-Volkswirte für 2022 nach oben revidiert werden müssen.

*Trotz  
Inflationsanstieg ist  
Leitzinserhöhung  
nicht absehbar...*

Während die Frage nach einer ersten Leitzinserhöhung in der Eurozone momentan nur eine untergeordnete Rolle spielt, ist es vor allem die Zukunft des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP), über die auf der nächsten EZB-Sitzung am 16. Dezember entschieden werden soll. Laut den Beschlüssen der letzten EZB-Sitzung sollen im Rahmen des PEPP noch bis März Anleihen der EWU-Mitgliedsstaaten gekauft werden. Inzwischen hat EZB-Präsidentin Lagarde klar gemacht, dass das Programm im März beendet werden soll. Allerdings ist die EZB bestrebt, Verwerfungen an den Kapitalmärkten zu vermeiden, sodass nicht wenige Marktbeobachter davon ausgehen, dass sie die Anleihekäufe im Rahmen des Asset Purchase Programms (das APP liegt aktuell bei monatlich 20 Mrd.) hochfahren oder zumindest dessen Flexibilität erhöhen könnte. So könnte die EZB den Kapitalschlüssel aufweichen, der bisher festlegt, wie hoch das Volumen der Anleihekäufe eines jeden EWU-Mitgliedsland ist. Eine flexible Handhabung des Kapitalschlüssels würde es der EZB erlauben, überproportional viele Staatsanleihen von Ländern der südlichen Peripherie zu kaufen, um so eine Spreadausweitung zu verhindern, die normalerweise die Folge einer hohen Verschuldung wäre. Eine Alternative zu einer Aufstockung beziehungsweise Flexibilisierung des APP, wäre die Schaffung eines neuen Instruments etwa einem APP 2.0, ebenfalls mit dem Ziel eine starke Spreadausweitung zu verhindern. Möglicherweise könnte die EZB eine Entscheidung zum APP aber auch auf die Februar-Sitzung verschieben, wenn sie den weiteren Verlauf der Pandemie und insbesondere die Implikationen durch die neuartige Omikron-Variante besser einschätzen kann.

*...aber PEPP soll  
Ende Februar  
beendet werden.*

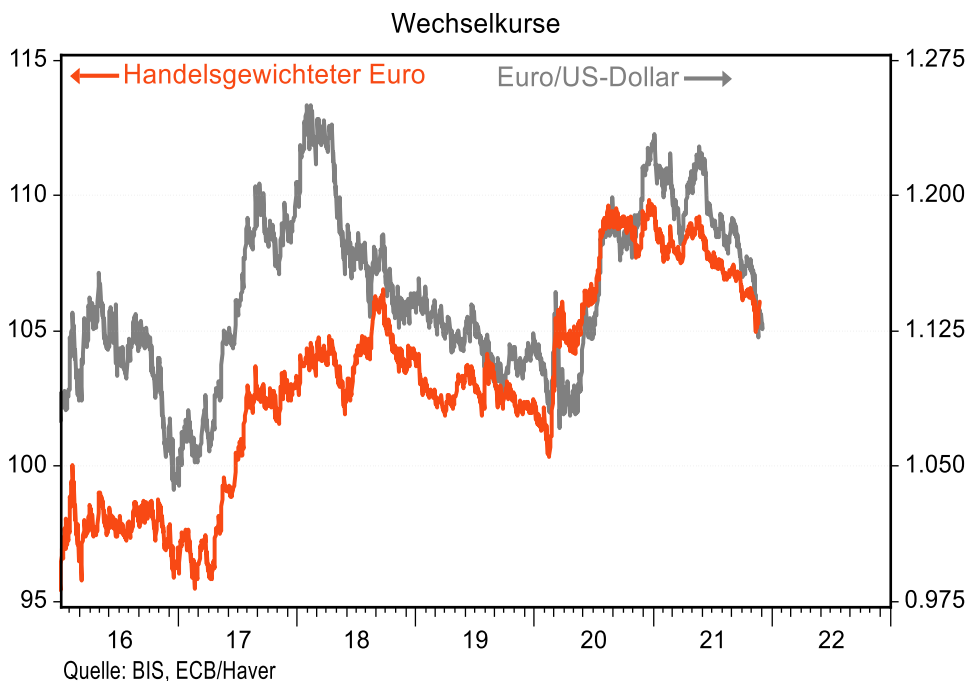
**Die von der Politik verhängten Maßnahmen zur Eindämmung einer sich seit Herbst aufbauenden Corona-Welle bremsen die wirtschaftliche Erholung in der EWU aus und dürften im Winterhalbjahr zu einem Stagflations-Szenario führen, also einem Umfeld mit niedrigem oder negativem Wachstum und hoher Inflation. Aber bereits für das Frühjahr hellt sich die wirtschaftliche Perspektive wieder auf, wenn mit der Rücknahme der Corona-Maßnahmen die Wirtschaftsaktivitäten wieder an Fahrt aufnehmen. So dürften Gastronomen, Hoteliers und andere Dienstleister ihre Betriebe wieder hochfahren, Privathaushalte dürften ihre in der Pandemie gebildeten Ersparnisse ausgeben und die Industrie nach einem Abklingen der Lieferprobleme ihren hohen Auftragsbestand abarbeiten. Gleichzeitig dürfte die derzeit hohe Inflation Anfang 2022 zurückfallen, wenn auch nicht auf das Vor-Corona-Niveau. Von Seiten der EZB wird es in wenigen Tagen eine Entscheidung über die Zukunft des Anleihekaufprogramms PEPP geben. Dabei dürften zwar die Anleihekäufe im Rahmen des PEPP beendet werden, die Käufe im Rahmen**

**des APP könnten aber erhöht bzw. flexibilisiert werden, sodass die EZB ihren Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik im Vergleich zu anderen wichtigen Notenbanken nur sehr behutsam vollzieht.**

## Euro

Für den Euro erwies sich die zögerliche Vorgehensweise der EZB in Bezug auf eine Rücknahme ihres geldpolitischen Impulses im Berichtszeitraum – wie schon in den Monaten zuvor – als Belastung. Vor allem da andere Notenbanken angesichts hoher Inflationsraten und einer dynamischen Konjunkturerholung ihre geldpolitischen Zügel erheblich strafften. In den USA ist die Fed mit einer besonders hohen Inflationsrate konfrontiert und hat daher auf ihrer Sitzung Anfang November eine Reduktion der monatlichen Anleihekäufe beschlossen (Tapering). Inzwischen verdichten sich die Hinweise, dass sie sogar noch einmal nachlegen und das Tapering-Tempo bereits auf ihrer nächsten Sitzung am 14. Dezember erhöhen könnte. Damit bereitet sie die Grundlage für eine erste Zinserhöhung, die gemäß den Markterwartungen bereits im Mai anstehen könnte. Die aus Optionspreisen auf die Federal Funds Futures abgeleitete implizite Wahrscheinlichkeit eines ersten Zinsschritts im Mai lag zuletzt gemäß dem FedWatch Tool der CME Group bei beinahe 60%. Für einen ersten Zinsschritt bis Juni liegt die entsprechende Wahrscheinlichkeit sogar bei über 80%. Damit haben sich die Erwartungen an eine erste Zinserhöhung deutlich nach vorne verschoben. Anfang November lag die Wahrscheinlichkeit für einen Zinsschritt im Mai noch bei 25%.

*Euro durch Geldpolitik belastet.*



Neben der Geldpolitik erwies sich auch die Verschlechterung der Corona-Lage in Europa als Belastungsfaktor für den Euro. In der Folge wertete die Gemeinschaftswährung im Berichtszeitraum seit Anfang Oktober von 1,16 auf 1,13 US-Dollar ab, nachdem sie Anfang Juni noch zu 1,22 US-Dollar wechselte. Damit hat der Euro gegenüber dem US-Dollar seit Sommer über 9% an Wert verloren. Deutlich geringer war die Abwertung des von der Bank for International Settlements

*Schwacher EUR-USD-Wechselkurs auch Resultat der USD Stärke.*



(BIS) erhobenen handelsgewichteten Euro, der die bilateralen Euro-Wechselkurse zu den 42 wichtigsten EWU-Handelspartnern darstellt. Dieser gab im selben Zeitraum lediglich um etwa 3% ab, sodass sich die Schwäche des Euro gegenüber dem US-Dollar zu großen Teilen als Stärke der US-Währung erklären lässt. Diese Feststellung ist vor dem Hintergrund der Inflationssorgen nicht unwichtig, denn das Ausmaß der importierten Inflation erscheint in der Betrachtung des handelsgewichteten Euro deutlich weniger dramatisch.

Für den US-Dollar scheint nach der starken Aufwertung gegenüber dem Euro viel Positives eingepreist zu sein und es stellt sich die Frage, wo weitere Impulse herkommen sollen. So ergibt sich aus der Corona-Lage in den USA wenig Potential für eine weitere US-Dollar Aufwertung. Nachdem sich die Inzidenz im November bei moderaten Werten zwischen 150 bis 200 bewegt hat, stieg sie zuletzt steil an auf nun über 250. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, dürfte es nicht mehr lange dauern, bis die Regierung gezwungen sein wird, Eindämmungsmaßnahmen zu verhängen. Dagegen konnten die in manchen europäischen Ländern verhängten Corona-Maßnahmen einen weiteren Anstieg der Neuinfektionen bereits aufhalten. Insofern würde die verzögerte Corona-Entwicklung in den USA im Vergleich zur Eurozone sogar Aufwertungspotential für den Euro ergeben.

Auch die Erwartungen der Kapitalmärkte an die Fed, das Tapering aggressiv voranzutreiben und bereits in der ersten Jahreshälfte des kommenden Jahres die Leitzinsen zu erhöhen, sind für den US-Dollar nicht ohne Risiko. Sollten sich die Markterwartungen an einen ersten Leitzinsschritt zeitlich nach hinten verschieben, stünde der US-Dollar ohne eine wichtige Unterstützung da, die ihm zuletzt Auftrieb verschafft hat, und für den Euro ergäbe sich dadurch Potential, die in den letzten Monaten erlittenen Kursverluste gegenüber dem US-Dollar etwas einzugrenzen. Eine größere Aufwertungsbewegung des Euro halten wir allerdings angesichts des sehr vorsichtigen Ausstiegs der EZB aus ihrer ultraexpansiven Geldpolitik und der sich zugunsten des US-Dollars ausweitenden Zinsdifferenz für unwahrscheinlich.

**Die wenig entschlossene Bekämpfung der Inflation durch die EZB erweist sich für den Euro weiter als Belastungsfaktor, vor allem da in den USA erste Leitzinserhöhungen bereits in der ersten Jahreshälfte eingepreist werden. Da sich zudem die Corona-Lage in den USA besser darstellte als hierzulande, wertete der Euro gegen den US-Dollar im Berichtszeitraum von 1,16 auf unter 1,13 US-Dollar ab. Für die kommenden Monate können wir uns zwar durchaus vorstellen, dass der Euro wieder etwas Boden gegenüber dem US-Dollar gutmachen kann (da viel US-Dollar Positives nun eingepreist ist), eine Euro-Aufwertung wird aber durch die restriktivere Geldpolitik in den USA und die sich ausweitende Zinsdifferenz begrenzt.**

## Rentenmarkt

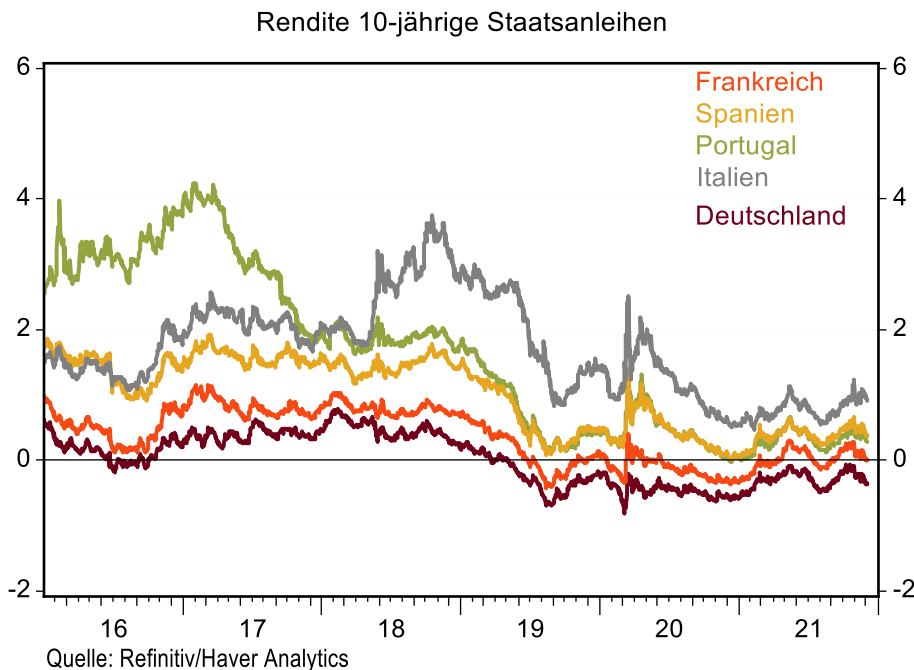
In der letzten Ausgabe des Kapitalmarktberichts zur Eurozone hatten wir unsere Zweifel geäußert, dass eine Tapering-Ankündigung der Fed im November einen weiteren Anstieg der internationalen Renditen bewirken würde, da dieser bereits eingepreist gewesen sein dürfte. Stattdessen hatten wir auf die Möglichkeit verwiesen, dass die Renditen sogar fallen und dabei der Börsenweisheit „Buy the rumor, sell the fact“ folgen könnten. Außerdem erschien es uns möglich, dass eine Verschärfung der Corona-Lage im Herbst und Winter eine Gegenbewegung

*US-Dollar könnte aber Gegenwind von steigenden Corona-Zahlen in den USA...*

*...und einer weniger aggressiven Fed-Politik bekommen.*

*Bundesanleihen im Zuge der Corona-Eskalation gefragt.*

bewirken könnte. Tatsächlich hat sich der Renditeanstieg bei langlaufenden Bundesanleihen nur bis Ende Oktober fortgesetzt und bereits vor der Fed-Sitzung hatten sich die Renditen abwärts bewegt. Im Zuge steigender Corona-Zahlen und vor allem der Verbreitung der aggressiven Omikron-Virusvariante hat sich der Renditerückgang fortgesetzt, sodass 10-jährige Bundesanleihen aktuell nur noch bei -0,35% und damit 29 Basispunkte unter dem Niveau von Ende Oktober notieren. Gegenüber Anfang Oktober bedeutet dies ein Renditerückgang von 14 Basispunkten.



Während Bundesanleihen vor allem unter dem Einfluss der internationalen Vorgaben und der durch die Omikron-Variante hervorgerufenen Verunsicherung hohe Nachfrage erfuhren, machte den Staatsanleihen aus der EWU-Peripherie die Aussicht auf ein Ende des PEPP-Programms zu schaffen. Entsprechende Aussagen der EZB-Präsidentin Lagarde quittierten Peripherieanleihen mit einem sprunghaften Renditeanstieg. So stieg die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen innerhalb von nur drei Tagen um 30 Basispunkte an, während es für spanische Staatsanleihen mit derselben Restlaufzeit immerhin um knapp 20 Basispunkte aufwärts ging. Da die Ankündigung eines voraussichtlichen Endes der PEPP-Käufe vor dem Hintergrund der konjunkturellen Erholung und der hohen Inflation wenig überraschend kam, dürfte die heftige Marktreaktion vor allem daran gelegen haben, dass Lagarde offen ließ, wie es mit der Geldpolitik nach März 2022 konkret weitergehen würde. Offenbar geht in der EWU-Peripherie die Sorge um, die EZB könnte nach einem Ende des PEPP weniger Staatsanleihen kaufen. Auch wenn sich die Lage inzwischen wieder beruhigt hat liegen 10-jährige italienische Staatsanleihen 18 Basispunkte über dem Niveau von Anfang Oktober.

*In der EWU-Peripherie belastet die Aussicht auf ein Ende des PEPP.*

**Für langlaufende Bundesanleihen hat sich der im August begonnene Renditeanstieg im Oktober zunächst noch fortgesetzt. Eine Gegenbewegung ab Anfang November sorgte dann aber für einen Rückgang der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen auf unter -0,40%. Solange Ungewissheit darüber besteht, wie Omikron den Pandemieverlauf beeinflussen wird, dürfte die fragile Risikostimmung bestehen und Bundesanleihen gefragt bleiben. Die**



**Zinsaufschläge von Peripherieanleihen sind dagegen primär abhängig von der EZB-Politik, sodass für deren Verlauf die EZB-Sitzung am 16. Dezember eine entscheidende Rolle spielen wird. Da den europäischen Währungshütern ihr Einfluss auf die Peripherie-Zinsen und damit die Refinanzierungsfähigkeit vieler EWU-Staaten bewusst ist, dürfte sie bei einer geldpolitischen Anpassung sehr behutsam vorgehen.**

## Aktienmarkt

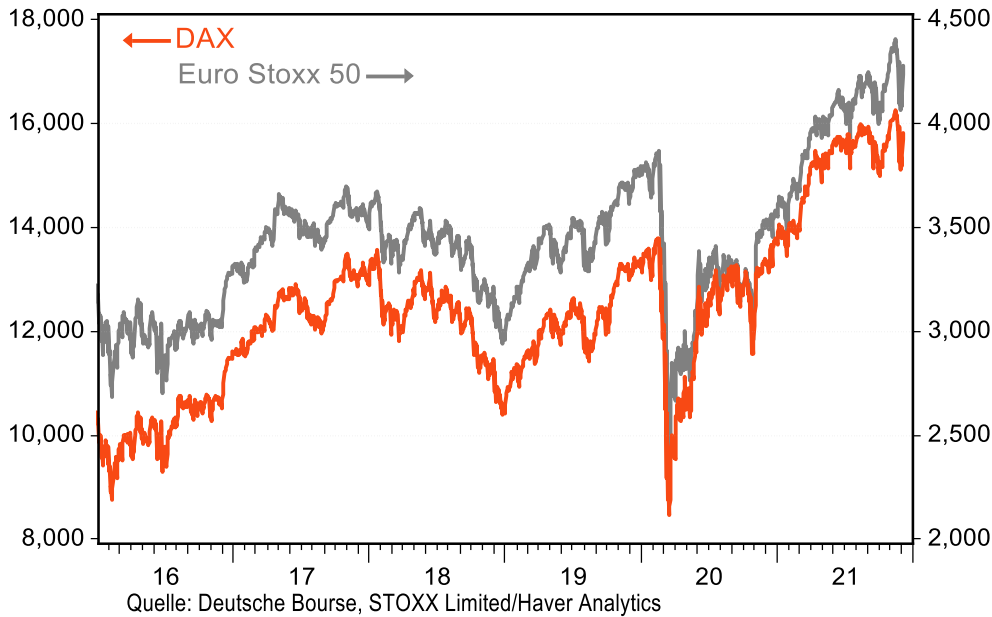
Auf die Schwächephase im September folgte an den Aktienmärkten eine dynamische Erholung, die den DAX auf einen neuen Rekordstand bei 16.290 Punkten und den Euro STOXX 50 immerhin auf einen Mehrjahreshöchststand bei 4.415 Punkten hob. Dabei waren es vor allem überzeugende Berichte der Unternehmen zum dritten Quartal, die für eine ausgelassene Börsenstimmung sorgten. Weder die Ankündigung der Fed, ihre Anleihekäufe zurückzufahren, noch die Aussicht auf ein Ende des PEPP in der Eurozone konnten der Aufwärtsbewegung etwas anhaben. Erst Mitte November als die Corona-Lage in Europa immer bedrohlicher wurde, agierten die Anleger vorsichtiger und bauten Aktienpositionen ab. In diese ohnehin angespannte Lage platzten dann Nachrichten aus Südafrika, wonach sich dort eine neue Virusvariante ausbreitet, die möglicherweise nicht nur ansteckender sein könnte als der aktuell besonders grassierende Delta-Typ, sondern sich auch als resistenter gegen die bisherigen Impfstoffe erweisen könnte. Die Folge war der stärkste Kursrutsch in diesem Jahr, für viele Aktien sogar seit der Corona-Krise im März des vergangenen Jahres. Da sich Wissenschaftler zuletzt mehrheitlich vorsichtig optimistisch zur Bekämpfung der Omikron-Variante mit den bestehenden Impfstoffen äußerten und die bisherigen Omikron-Infektionen mild verliefen, haben sich viele Anleger inzwischen wieder an den Aktienmarkt zurückgetraut. Von BioNTech/Pfizer gab es gestern die Nachricht, dass vorläufigen Studienergebnissen zufolge ihr Impfstoff nach drei Dosen einen effektiven Schutz gegen Omikron böte. Nach zwei Dosen gehen beide Unternehmen zwar von einer geringeren Wirksamkeit aus, diese sollte allerdings genügen, um vor schweren Verläufen zu schützen.

Trotz der zwischenzeitlich heftigen Kursverluste kommt der DAX für den Zeitraum seit Oktober auf ein Kursplus von 4,9% und der Euro STOXX 50 auf einen Wert von 2,8%. Seit Jahresbeginn hat der Euro STOXX mit einer Gesamrendite von 21,5% die Nase vorn. Der DAX kommt „nur“ auf einen Wert von 14,4%. Während die Aktienkurse im Jahresverlauf stark gestiegen sind, haben sich wichtige Bewertungskennzahlen, allen voran das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) abwärts bewegt. Zum Jahreswechsel 2020/2021 lag das KGV auf der Basis der Gewinnerwartung für die nächsten 12 Monate für den DAX noch bei 20,1 und für den Euro STOXX bei 23,0. Da sich die Gewinne (und Gewinnerwartungen) der Unternehmen in diesem Jahr aber stark erhöht haben, ist das KGV der europäischen Indizes trotz erheblicher Kurszuwächse deutlich gefallen. Ende November lag das KGV für den DAX nur noch bei 14,3 und damit nur noch unwesentlich über dem Durchschnittswert der vergangenen zehn Jahre von 13,7. Für den Euro STOXX lag das KGV Ende November mit 15,6 ebenfalls nur moderat über dem langjährigen Durchschnittswert von 14,4. Damit sind europäische Aktien nur etwas höher bewertet als im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre, obwohl die Anleihenrendite (vor allem die realen Renditen) momentan deutlich niedriger liegen als noch vor einigen Jahren.

*Europäische Aktienindizes erreichen zunächst Rekordstände, brechen mit Omikron-Nachrichten aber ein.*

*Seit Anfang Oktober kommt der DAX auf ein Kursplus von 4,9%.*

## Aktienindizes



Nach einer Aufwärtsbewegung bis Mitte November als Ergebnis erfreulicher Unternehmensberichte sind die europäischen Aktienindizes durch die Verbreitung der Omikron-Variante ins Rutschen geraten, sodass sie per Saldo seit Anfang Oktober nur noch ein Plus von 4,9% (DAX) bzw. 2,8% (Euro STOXX 50) aufweisen. Ob es den Aktienmärkten gelingen wird, das Jahr mit einem Schlussspurt abzuschließen, ist momentan zweifelhaft. So fehlen weiterhin umfangreiche Studienergebnisse zur Omikron-Variante, die Notenbanken in den USA und Europa dürften auf ihren nächste Woche anstehenden Sitzungen die geldpolitischen Zügel straffen und in den USA sieht es so aus, als baue sich eine weitere Corona-Welle auf. Für das kommende Jahr stehen die Börsenampeln dagegen auf Grün. Auch wenn die Geldpolitik restriktiver werden dürfte, befinden sich die Zinsen (vor allem die Realzinsen) auf einem sehr niedrigen Niveau und ein überdurchschnittliches BIP-Wachstum wird die Gewinn- und Umsatzsteigerungen der Unternehmen begünstigen. Der größte Risikofaktor bleibt eine Covid-Variante, die sich als impfresistent erweist, sodass das Risiko schärferer Kurseinbrüche bestehen bleibt.

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	2,7	1,9	1,4	-6,5	5,0	1,5	1,8	1,2	0,3	2,5	9,1	8,2	7,6	7,9	7,8
- Deutschland	3,0	1,1	1,1	-4,9	3,0	1,5	1,7	1,4	0,5	2,7	5,7	5,2	5,0	5,9	5,7
UK	1,7	1,3	1,4	-9,7	6,9	2,7	2,5	1,8	0,9	2,5	4,4	4,1	3,8	4,5	4,8
USA	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,5	2,1	2,4	1,8	1,2	4,2	4,4	3,9	3,7	8,1	5,5
Japan	1,7	0,6	0,0	-4,7	2,0	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\$) <sup>2</sup>				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	3,2	3,0	2,4	2,2	2,6	-0,9	-0,5	-0,6	-7,2	-7,7	1,20	1,15	1,12	1,22	1,18
- Deutschland	7,8	7,8	7,4	6,9	6,8	1,3	1,9	1,5	-4,3	-6,8	-	-	-	-	-
UK	-3,8	-3,7	-3,1	-3,7	-3,4	-2,4	-2,2	-2,3	-12,5	-11,9	1,35	1,28	1,30	1,37	1,31
USA	-1,9	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-4,6	-5,4	-5,7	-14,9	-10,8	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,1	3,5	3,4	3,3	3,5	-3,3	-2,7	-3,1	-10,3	-9,0	113	110	110	103	110

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>2</sup> 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 <sup>1</sup>					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	0,75
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	1,60
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0,03	0,0	0,04	0,0

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> 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

	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	09.12.
CRB-Index**	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	227,1
Ölpreis (Brent)*	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	75,3

Angaben jeweils zum Periodenende

\* 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.