

## Nr. 3 Konjunkturerholung nimmt Fahrt auf



09. Juni 2021

**Konjunktur und Geldpolitik:** Die Beeinträchtigungen durch die Corona-Pandemie haben im ersten Quartal einen Rückgang des BIP um 0,3% und damit ein Abrutschen der Eurozone in eine erneute Rezession bewirkt. Für das laufende Quartal und die zweite Jahreshälfte hat sich die wirtschaftliche Perspektive zuletzt aber deutlich aufgehellt, sodass trotz des schwachen Jahresauftakts für 2021 überdurchschnittliche BIP-Wachstumsraten prognostiziert werden. Ungeachtet des erwarteten dynamischen Wirtschaftsaufschwungs und der anziehenden Inflation dürfte die EZB ihren ultra-expansiven geldpolitischen Kurs beibehalten. Auf der morgigen EZB-Sitzung dürfte lediglich das im März erhöhte Tempo der PEPP-Anleihekäufe zur Debatte stehen.

**Euro:** Während der Euro im Februar und März noch unter der Impf- und Pandemie-Entwicklung in Europa gelitten hatte, erwiesen sich die europäischen Erfolge in der Pandemiebekämpfung in den vergangenen beiden Monate als Stütze für die Gemeinschaftswährung. Daneben trug der rückläufige Zinsaufschlag von US-Treasuries gegenüber Bundesanleihen dazu bei, dass sich der Euro gegenüber dem dem US-Dollar seit Anfang April von 1,17 auf 1,22 US-Dollar verteuerte. Damit dürfte ein dynamischer Wirtschaftsaufschwung in der Eurozone weitestgehend eingepreist sein, sodass selbst eine weitere Verbesserung der Konjunkturdaten und die vollständige Aufhebung der Corona-Restriktionen nur noch begrenztes Aufwertungspotential beinhalten.

**Rentenmarkt:** Vor dem Hintergrund einer verbesserten wirtschaftlichen Perspektive und höherer Inflationserwartungen setzte sich der Renditeanstieg europäischer Staatsanleihen im Berichtszeitraum fort. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen erhöhte sich dabei von -0,29% auf -0,20%. In der EWU-Peripherie war der Renditeanstieg sogar noch ausgeprägter, wobei teilweise (wie im Fall von Italien) länderspezifische Faktoren einen Rolle spielten. Sollte die EZB in den kommenden Wochen ankündigen, das Tempo der PEPP-Anleihekäufe zurückzufahren, könnten die Renditen noch etwas weiter steigen, angesichts der nach wie vor massiven geldpolitischen Intervention durch die EZB ist das Anstiegspotential aber begrenzt.

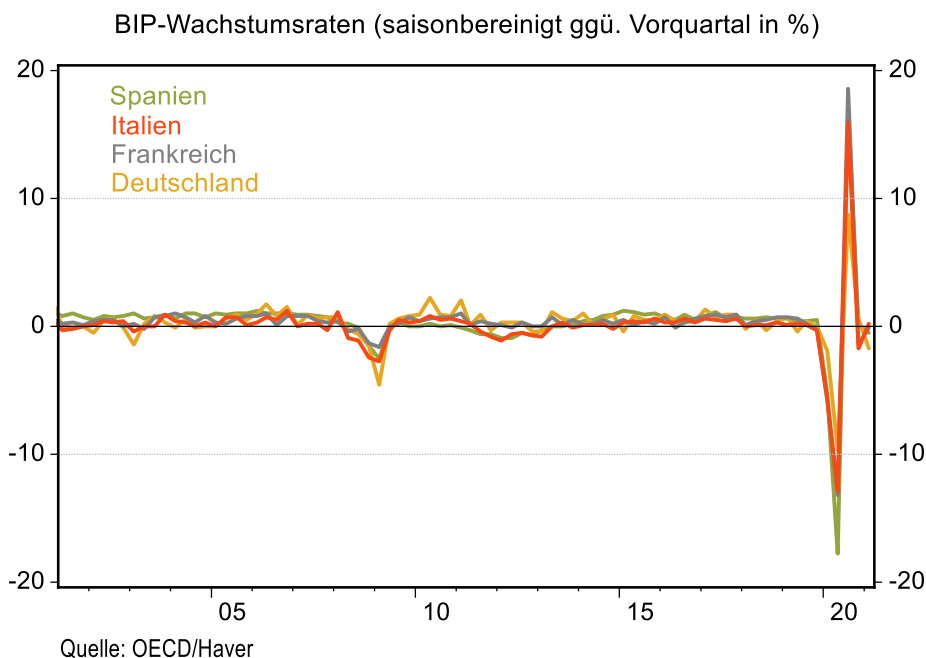
**Aktienmarkt:** Im Vergleich zu den Vormonaten hat sich die Aufwärtsdynamik am europäischen Aktienmarkt im Berichtszeitraum abgeschwächt. Dennoch gelang es dem DAX, neue Höchststände zu markieren und 3,9% zuzulegen. Der Euro Stoxx 50 schaffte sogar ein Kursplus von 5,5%. Auch wenn die Aktienmärkte inzwischen hohe Bewertungen aufweisen und nun eine saisonal schwierige Phase bevorsteht, sind wir mittel- bis langfristig weiter optimistisch für Aktieninvestments.

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

## Konjunktur und Geldpolitik

Die Corona-Pandemie und die damit verbundenen Lockdown-Maßnahmen haben die europäischen Wirtschaftsaktivitäten im ersten Quartal wie erwartet stark beeinträchtigt und dafür gesorgt, dass die Eurozone erneut in die Rezession gerutscht ist. Nach einem BIP-Rückgang von 0,7% im Schlussquartal 2020 (Quartalsvergleich), verzeichneten die Eurostat-Behörde im ersten Quartal 2021 ein Minus von 0,3%. Dabei erwies sich die deutsche Wirtschaft mit einem Quartalsminus von 1,8% als Bremsklotz für die europäische Wirtschaft, was vor allem an einschneidenden Lockdown-Maßnahmen hierzulande lag. In anderen Ländern wie Frankreich konnten die Corona-Maßnahmen im ersten Quartal bereits wieder gelockert werden, sodass das Quartalminus dort mit 0,1% deutlich geringer ausfiel.

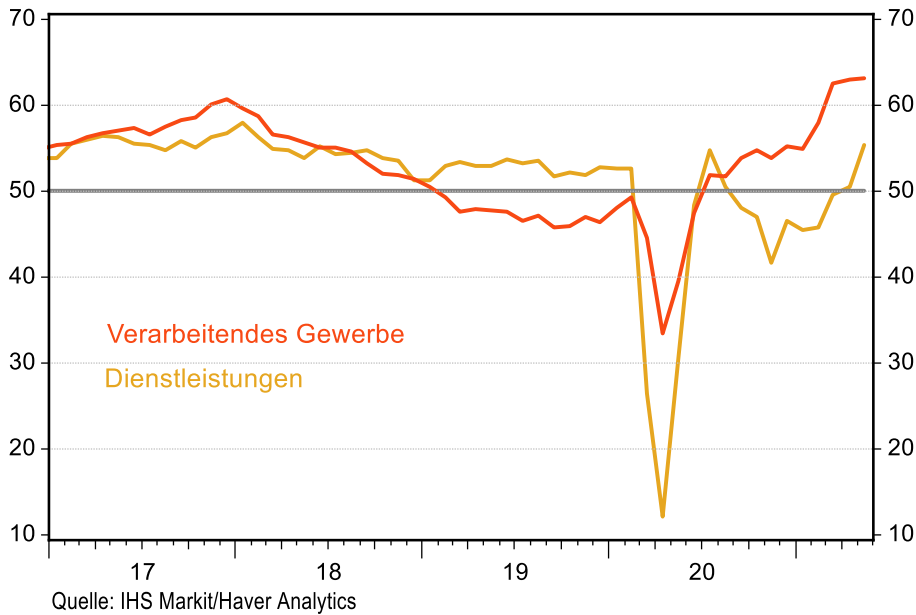
*Eurozone rutscht  
erneut in  
Rezession,...*



Auch wenn das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone im ersten Quartal immer noch 1,3% unter dem Wert des Vorjahres lag (für Deutschland beläuft sich das Minus auf 3,1%), hat sich die wirtschaftliche Perspektive gegenüber dem letzten Kapitalmarktbericht zur Eurozone (April-Ausgabe) stark aufgehellt. Anfang April hatten sich verschiedene europäische Länder gezwungen gesehen, die Corona-Beschränkungen – nach zwischenzeitlichen Lockerungen – wieder zu verschärfen, da die Infektionszahlen drohten, außer Kontrolle zu geraten. Inzwischen scheint die dritten Infektionswelle – vor allem dank der voranschreitenden Impfungen – gebrochen und immer mehr Lockdown-Maßnahmen können zurückgenommen werden. Damit rückt nun endlich auch für den in der Corona-Krise besonders hart getroffenen Dienstleistungssektor eine Erholung in greifbare Nähe. Die Stimmung im Dienstleistungssektor hat sich zuletzt stark verbessert, sodass der von der Firma Markit erhobene Einkaufsmanagerindex im Mai sprunghaft auf 55,1 Punkte angestiegen ist und die Wachstumsschwelle von 50 Punkten überschritten hat.

*...aber  
wirtschaftliche  
Perspektive hellt  
sich auf.*

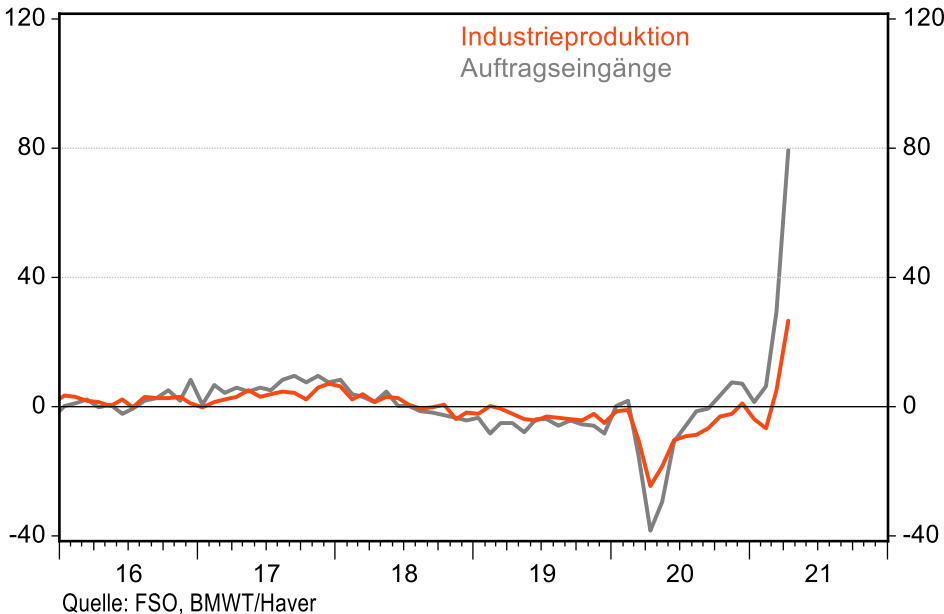
EWU: Markt Einkaufsmanagerindizes



Während es den Dienstleistern erst im Mai gelang, ihre wirtschaftlichen Aktivitäten wieder hochzufahren, haben das verarbeitende Gewerbe und der Bausektor die Krise bereits vor Längerem hinter sich gelassen. Dank einer regen Nachfrage vor allem aus dem außer-europäischen Ausland liegt der Markt Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe seit Mitte 2020 wieder im expansiven Bereich und seit Herbst vergangenen Jahres wachsen auch die Auftragseingänge wieder. Es dürfte vor allem an Engpässen bei Halbleitern, Baumaterialien und anderen Vorprodukten gelegen haben, dass die Industrieproduktion erst im März wieder eine positive Jahresveränderungsrate aufweisen konnte.

*Dienstleister konnten im Mai ihre Aktivitäten hochfahren, in der Industrie bremsen Engpässe bei Vorprodukten.*

Deutschland: Aufträge und Industrieproduktion (yoy %)



Nach zwei schwachen Quartalen in Folge rechnen Volkswirte für das laufende Quartal wieder mit einer positiven BIP-Wachstumsrate für die EWU-Wirtschaft und ab der Jahresmitte mit einer stark beschleunigten Erholung. Vor allem die in der

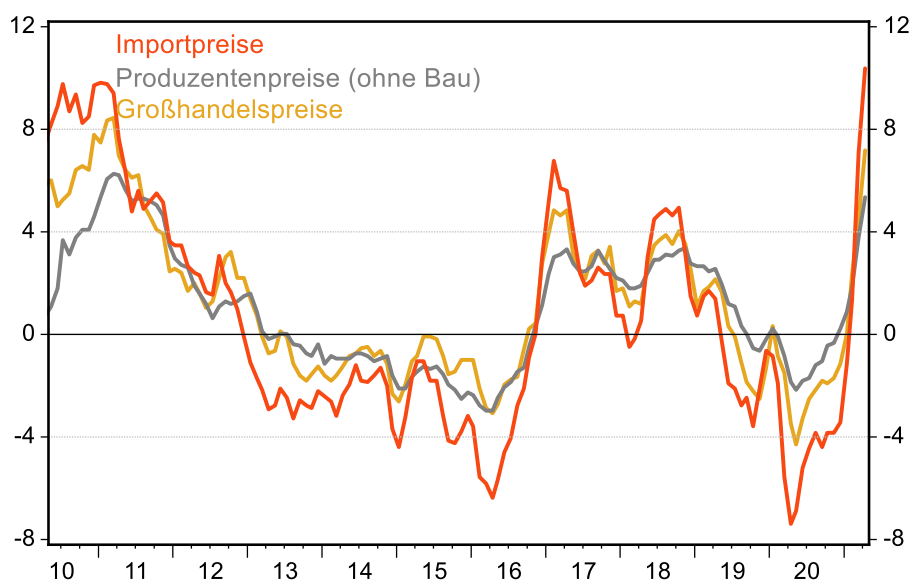
Pandemie aufgestaute Konsumnachfrage dürfte sich nach Ende der Lockdown-Maßnahmen sehr lebhaft entwickeln. Trotz eines negativen Einflusses durch das erste Quartal, ist die Mehrheit der Konjunkturforscher daher optimistisch, dass sowohl die Eurozone als auch Deutschland im Gesamtjahr 2021 ein überdurchschnittliches Wachstum aufweisen werden. Wir erwarten – genauso wie beispielsweise die deutsche Kreditanstalt für Wiederaufbau – ein BIP-Wachstum von 4,5% für die Eurozone im laufenden Jahr. Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) prognostiziert in ihrer vergangene Woche erschienenen vorläufigen Version des Economic Outlook ein etwas geringeres Wachstum von 4,3%.

*Überdurchschnittliches Wachstum für 2021 und...*

Da sich die Konjunkturbelebung in die zweite Jahreshälfte 2021 verschiebt, ergibt sich für 2022 ein außergewöhnlich großer statistische Überhang, der sich in einer hohen Wachstumsrate niederschlagen dürfte. Wir rechnen daher im kommenden Jahr mit einem BIP-Wachstum um 5,0% für die EWU, die OECD ist etwas weniger optimistisch und geht von einem Wert von 4,4% aus. Für Deutschland dürfte das Wachstum vor allem aufgrund eines schwachen ersten Quartals dieses Jahr niedriger ausfallen als für die Eurozone, im kommenden Jahr ist ein ähnlich hohes Wachstum wie in der Eurozone zu erwarten.

*...dank eines großen statistischen Überhangs auch für 2022 erwartet.*

Deutschland: Inflation (YoY in %)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Federal Statistical Office/Haver Analytics

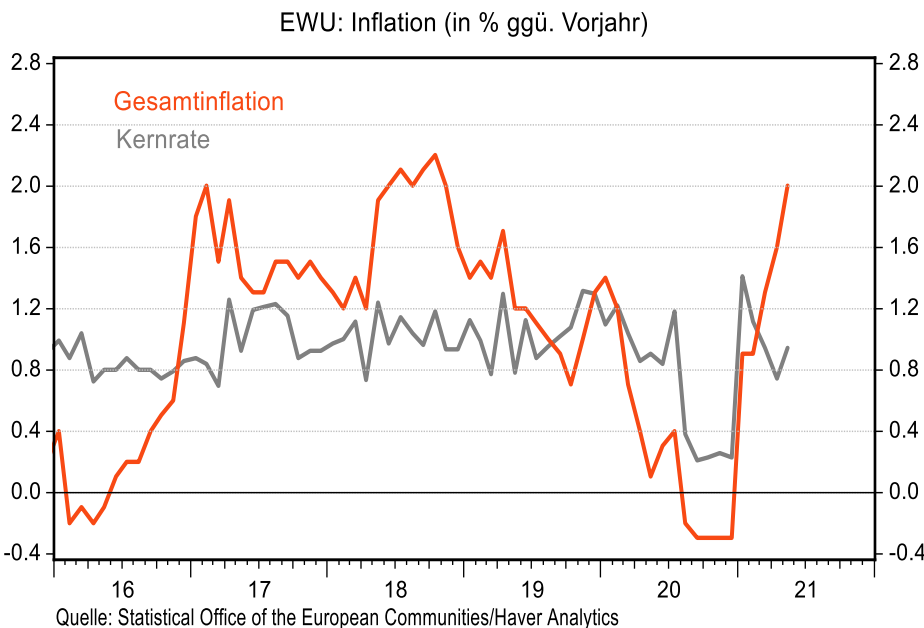
**Dank voranschreitender Impfungen klingt die Corona-Pandemie immer weiter ab und es spricht momentan Vieles dafür, dass die verbleibenden Corona-Maßnahmen im Laufe der kommenden Wochen aufgehoben werden können. Nach einem schwachen Jahresauftakt dürfte die Wirtschaft in diesem Quartal daher wieder leicht wachsen und in der zweiten Jahreshälfte sollten Aufhol- und Nachholeffekte der Wirtschaft einen Boom bescheren. Abwärtsrisiken ergeben sie vor allem aus dem Pandemieverlauf und dabei insbesondere aus möglichen Virus-Mutationen, die von den bestehenden Impfstoffen weniger wirksam bekämpft werden können. Ein höheres Wachstum könnte dagegen erreicht werden, sollten sich die bestehenden Angebotsengpässe im verarbeitenden Gewerbe rasch auflösen.**

Die wirtschaftliche Erholung von der Corona-Krise, die sich in Europa abzeichnet und in anderen Weltregionen (insbesondere in China und den USA) bereits in vollem Gange ist, wirkt sich zunehmend auf die Preise aus. Vor allem Rohstoffe und Basismetalle haben sich in den vergangenen Monaten stark verteuert, was sich hierzulande vor allem in Preissteigerungen bei Importen und auf der Stufe der Erzeuger ausdrückt. So sind die Importpreise in Deutschland im April um 10,3% gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen und die Produzentenpreise legten um 5,3% zu. In der EWU stiegen die Produzentenpreise sogar um 7,6%. Für die Verbraucher haben sich vor allem Energieprodukte – gegenüber den in der ersten Corona-Welle gedrückten Preisen – verteuert, sodass das Verbraucherpreisindex im Mai für Deutschland um 2,5% und für die EWU um 2,0% wuchs. Für die Kernrate (die Verbraucherpreis-inflation ohne die volatilen Preise für Energie und Nahrungsmittel) wurde eine deutlich geringere Jahresrate von 1,7% für Deutschland und 0,9% für die Eurozone ermittelt, was den Schluss nahelegt, dass Firmen ihre gestiegenen Kosten (noch) nicht an die Konsumenten weitergeben.

*Preissteigerungen vor allem bei Rohstoffen und Basismetallen.*

Allerdings spiegeln die Preisstatistiken die Inflation nicht in vollem Umfang wider, da die Preise aus einigen Bereichen, wie der Gastronomie und der Hotellerie, noch immer nicht vollständig erfasst werden konnten. Gerade diese beiden Branchen dürften mit einer Aufhebung der verbleibenden Corona-Restriktionen ihre Preise anheben – sofern dies nicht bereits erfolgt ist – um die Corona-Verluste zumindest teilweise zu kompensieren.

*Aber auch die Verbraucherpreis-inflation steigt an...*



Neben der Gastronomie und dem Gastgewerbe sind Preiserhöhungen auch in anderen Branchen wahrscheinlich. Laut einer Umfrage des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung stieg die Prozentzahl der deutschen Unternehmen, die Preiserhöhungen planen, abzüglich jenen, die ihre Preise senken wollen, im Einzelhandel auf 36 und bei den Dienstleistern auf 20. Damit sind historische Höchststände nicht mehr weit entfernt. Für den Großhandel stieg der Saldo sogar auf 65 und für die Industrie auf 37, was vor allem an den gestiegenen Rohstoffpreisen und den angebotsseitigen Engpässe liegen dürfte. Zusätzlicher Inflationsdruck ergibt sich ab Juli durch die temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im vergangenen Jahr. Obwohl der preistreibende Basiseffekt bei den Energiepreise

*...und dürfte vorerst erhöht bleiben.*

bald nachlassen wird, sind daher in den kommenden Monaten anhaltend hohe Inflationsraten wahrscheinlich.

Trotz einer sich zunehmend dynamisch von der Corona-Krise erholenden Wirtschaft und obwohl sich die Inflationsrate im Mai über der von der EZB angestrebten Marke von „knapp unter 2%“ befand, dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) ihre ultra-expansive Geldpolitik auf absehbare Zeit fortsetzen. Notenbankvertreter haben klargestellt, dass sie den Inflationsanstieg für ein temporäres Phänomen halten und im höchsten EZB-Gremium herrscht weitestgehend Einigkeit darüber, die Leitzinsen noch lange auf dem aktuellen Niveau zu halten sowie die Anleihekäufe fortzusetzen. Auf der morgigen EZB-Ratssitzung könnte es aber durchaus eine kontroverse Diskussion darüber geben, ob das erhöhte Tempo der Anleihekäufe im Rahmen des Pandemie-Anleihekaufprogramms PEPP weiterhin gerechtfertigt ist. Der niederländische Notenbanker Klaas Knot hat sich bereits dafür ausgesprochen, im dritten Quartal mit dem Ausstieg aus dem PEPP zu beginnen. Die Mehrheit der Ratsmitglieder, gerade diejenigen aus der südeuropäischen Peripherie, sieht den Zeitpunkt für eine Drosselung allerdings noch nicht gekommen. Sie halten das hohe Kaufvolumen im Rahmen des PEPP (sowie das zusätzlich bestehende APP-Programm) ungeachtet der absehbaren dynamischen Konjunkturerholung in der Eurozone weiterhin für notwendig.

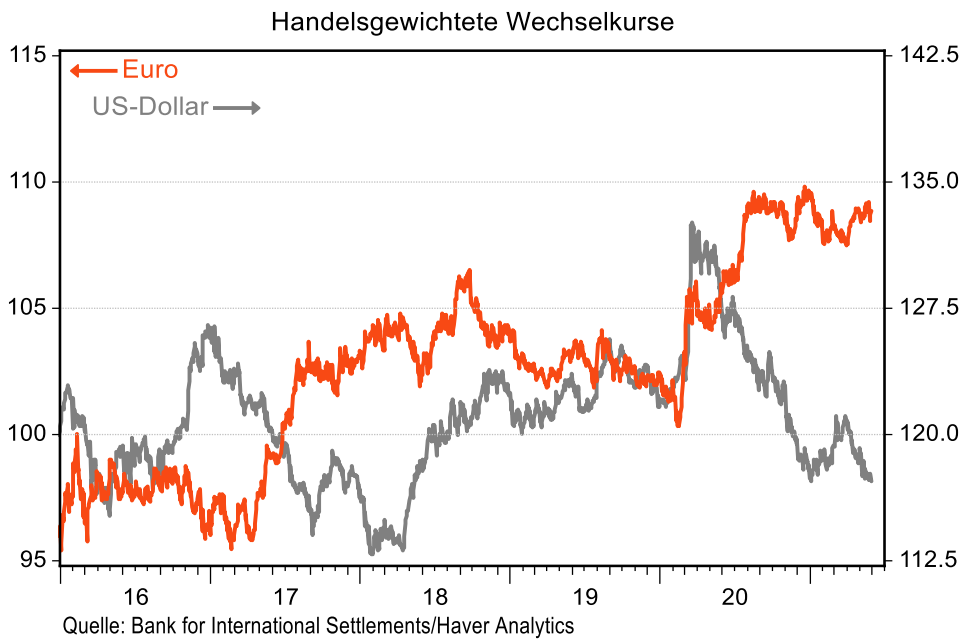
*EZB dürfte expansive Geldpolitik beibehalten.*

**Die Verbraucherpreisinflation ist in den vergangenen beiden Monaten – wie von vielen Volkswirten erwartet – vor allem aufgrund von Basiseffekten bei Energieprodukten stark angestiegen. Obwohl sich die Inflation im Mai über der Zielmarke der EZB befand und eine rasches Absinken der Inflation unwahrscheinlich erscheint, sollte sich die ultra-expansive Geldpolitik der EZB noch lange fortsetzen. Bei der für morgen angesetzten EZB-Sitzung dürfte lediglich das im März erhöhte Tempo der PEPP-Anleihekäufe zur Debatte stehen, wobei eine signifikante Reduktion der Anleihekäufe unwahrscheinlich ist.**

## Euro

Der Euro hatte im ersten Quartal eine deutlich Abwertung hinnehmen müssen. Von einem Hoch bei 1,23 US-Dollar zum Jahresbeginn ging es für die Gemeinschaftswährung bis auf 1,17 US-Dollar Ende März abwärts. Über die Gründe für die Euro-Schwäche – insbesondere die Impf- und Infektionslage in Europa, den Zinsvorteil US-amerikanischer gegenüber vielen europäischen Staatsanleihen sowie die konjunkturelle Situation – hatten wir im letzten EWU-Bericht ausgiebig berichtet. Außerdem hatten wir die Erwartung zum Ausdruck gebracht, dass die Euro-Schwäche nicht Bestand haben würde und der Euro sich wieder erholen würde, wenn die Pandemie in Europa überwunden ist und eine dynamische Konjunkturerholung eingesetzt hat. Zwar sind die Corona-Maßnahmen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht vollständig aufgehoben, aber die Konjunkturperspektive hat sich – wie oben beschrieben – in den letzten beiden Monaten stark verbessert. Mit diesem konjunkturellen Rückenwind gelang es dem Euro wieder, bis auf 1,227 US-Dollar anzusteigen. Zuletzt notierte das Währungspaar bei knapp unter 1,22 US-Dollar.

*Euro wertet von 1,17 bis 1,22 US-Dollar auf.*



Der deutliche Anstieg des Euro-US-Dollarkurses lag aber nicht nur an der Stärke des Euro, sondern auch an der Schwäche der US-Währung, wie ein Blick auf die handelsgewichteten Wechselkurse zeigt (siehe Grafik oben). Für den US-Dollar stellte sich der im ersten Quartal aufgebaute US-Konjunkturoptimismus zunehmend als Hürde dar. Die Konjunkturdaten für die USA haben sich in den letzten Wochen zwar weiter verbessert (der ISM-Index für den Dienstleistungssektor stieg beispielsweise auf ein neues Allzeithoch), aber die Markterwartungen sind inzwischen so hoch, dass es schwer geworden ist, diesen gerecht zu werden. So ist der Economic Surprise Index der Citigroup, der die Differenz zwischen den Analystenerwartungen und den tatsächlich veröffentlichten Werten darstellt, für die USA inzwischen auf den niedrigsten Stand seit einem Jahr gefallen. Mit Werten um die Null Punkte deutet der Index darauf hin, dass die veröffentlichten Daten lediglich den Erwartungen entsprachen. Für die Eurozone liegt der Index dagegen weiter auf einem hohen Niveau, ein Hinweis darauf, dass die Markterwartungen deutlich übertroffen werden.

Als zusätzliche Belastung für den US-Dollar erwies sich die Einengung der Renditedifferenz langlaufenden US-amerikanischen und europäischen Staatsanleihen. Während die Rendite von 10-jährigen US-Staatsanleihen im Februar und März noch stark gestiegen war, bewegte sie sich im April und Mai leicht nach unten. Bundesanleihen mit derselben Restlaufzeit hatten sich im Februar und März deutlich weniger stark aufwärts bewegt, setzten im April und Mai aber die Aufwärtsbewegung fort. In der Konsequenz verringerte sich der Zinsaufschlag 10-jähriger US-Treasuries gegenüber Bundesanleihen, der Anfang April noch bei über 2% gelegen hatte, auf knapp 1,74%. Aktuell liegt er bei 1,82%.

**Der Euro hat in den vergangenen Wochen einen großen Teil der Erholungsbewegung, die wir für die zweite Jahreshälfte erwartet hatten, bereits vollzogen und kletterte seit Anfang April von 1,17 auf 1,22 US-Dollar. Eine starke wirtschaftliche Erholung in der Eurozone dürfte damit weitestgehend in den Kursen berücksichtigt sein. Selbst der erwartete zukünftige Anstieg der europäischen Stimmungsindizes und die Aufhebung**

*Datenveröffentlichungen können den US-Dollar nicht mehr stützen...*

*...und der geringere Zinsaufschlag von US-Treasuries belastet.*

**der verbleibenden Corona-Beschränkungen dürften nur noch begrenztes Aufwertungspotential beinhalten. Bis zum Jahresende erwarten wir daher einen Euro-US-Dollar-Kurs zwischen 1,20 – 1,25.**

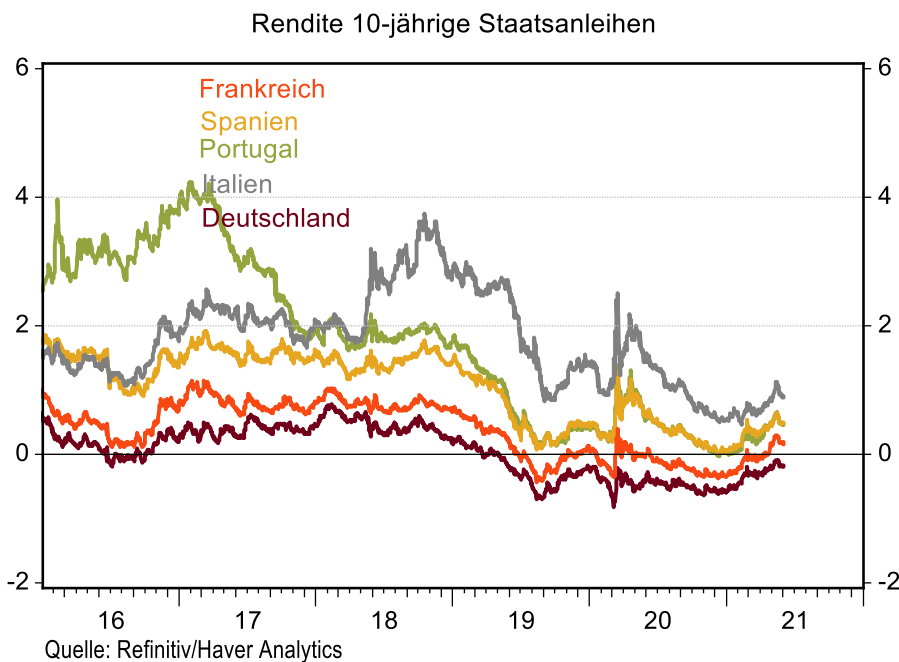
## Rentenmarkt

Das momentan bestimmende Thema am Rentenmarkt ist die Inflationsentwicklung und deren Implikationen auf die Geldpolitik. In den vergangenen Monaten war der Inflationsdruck in der Eurozone noch recht verhalten und die Inflationsrate stieg vor allem aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen. Am Markt scheinen jedoch zunehmend Zweifel daran aufzukommen, dass die Inflation nachlässt, wenn dieser Sondereffekt wegfällt. Möglicherweise stehen die Anleger und Anlegerinnen dabei auch unter dem Einfluss der Situation in den USA, wo die Preise durch die massiven staatlichen Wirtschaftshilfen Auftrieb erfahren. Die Reflationierungssorgen wurden in den letzten beiden Monaten aber nicht nur durch die Inflationsdaten angeheizt, sondern auch durch die jüngsten Stimmungsdaten, die eine deutliche Beschleunigung des wirtschaftlichen Expansionstempos signalisieren. Damit wuchs die Befürchtung, die EZB würde bald damit beginnen, die Geldpolitik weniger expansiv auszugestalten.

In diesem Umfeld stieg die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen im April von -0,29% auf -0,20% an und im Mai setzte sich die Aufwärtsbewegung bis auf -0,07% fort. Einige Marktbeobachter erwarteten bereits ein Überschreiten der Marke von 0%, als sich die Bewegung umdrehte und die Rendite wieder sank. Dennoch rentieren 10-jährige deutsche Staatsanleihen aktuell mit -0,20% höher als noch Anfang April.

*Inflationssorgen belasten europäischen Staatsanleihen.*

*Die 10Y-Bundrendite stieg von -0,29% auf -0,20%.*



In der europäischen Peripherie litten die Staatsanleihen noch stärker unter den Reflationierungssorgen. In Spanien verdoppelte sich die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen fast von 0,34% Anfang April bis auf 0,65% Mitte Mai, bevor sie wieder zurückging und aktuell mit 0,48% angegeben wird. In Italien legte die

*Peripherie-Rendite stiegen noch stärker an.*



Rendite von Staatsanleihen mit derselben Restlaufzeit im Berichtszeitraum per Saldo sogar von 0,67% auf aktuell 0,92% zu. Der Spread gegenüber Bundesanleihen vergrößerte sich dadurch von 95 Basispunkten auf 109 Basispunkte. Damit liegt die Zinsdifferenz wieder auf dem Niveau von Anfang Februar, als der italienische Staatspräsident Sergio Mattarella den ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi beauftragte, eine neue Regierung zu bilden. Es scheint, als ob die Märkte – nach ihrer anfänglichen Euphorie – zu der Erkenntnis gekommen sind, dass es selbst Mario Draghi schwer fallen könnte, das Land auf einen Wachstumspfad zurückzuführen. Argumente, die normalerweise für italienische Anleihen sprechen würden, gerieten dabei in den Hintergrund. So erhielt die Stellungnahme des Bundesverfassungsgerichts zum europäischen Wiederaufbaufonds wenig Aufmerksamkeit, obwohl dadurch die letzte wichtige Hürde für den Europäischen Wiederaufbaufonds NGEU beseitigt wurde. Ein Fonds, dessen größter Profiteur Italien ist. Außerdem hat die italienische Regierung ihre Antragspläne für Mittel aus dem NGEU pünktlich bei der Europäischen Kommission eingereicht, sodass erste Zahlungen aus Brüssel bereits in den kommenden Wochen in Italien eingehen könnten. Selbst die Kommentare der wichtigen Ratingagentur S&P zur Schuldenfähigkeit Italiens klangen zuletzt etwas zuversichtlicher.

Von der EZB gingen in den letzten beiden Monaten wenig Impulse für den Rentenmarkt aus. Deren Vertreter bekräftigten hauptsächlich, dass der Inflationsanstieg der letzten Monaten nicht nachhaltig sei und eine geldpolitische Wende weit entfernt sei. Lediglich einzelne Notenbanker wie der Niederländer Klaas Knot zeigten sich empfänglich für eine Reduktion der PEPP-Anleihekäufe. Sollte die EZB auf der morgigen Sitzung wider unserer Erwartung das Tempo der PEPP-Anleihekäufe deutlich reduzieren, dürften die Renditen in Europa einen Schub erhalten. Da sich Peripherieanleihen relativ betrachtet auf einem besonders niedrigen Niveau befinden und besonders stark von den EZB-Anleihekäufen profitieren, dürften diese am stärksten reagieren. Mit einer deutlichen Kürzung der Anleihekäufe rechnen wir jedoch nicht. Als wahrscheinlicher erscheint uns, dass sich die Mehrheit der Notenbanker die Flexibilität des PEPP vorerst erhalten möchte.

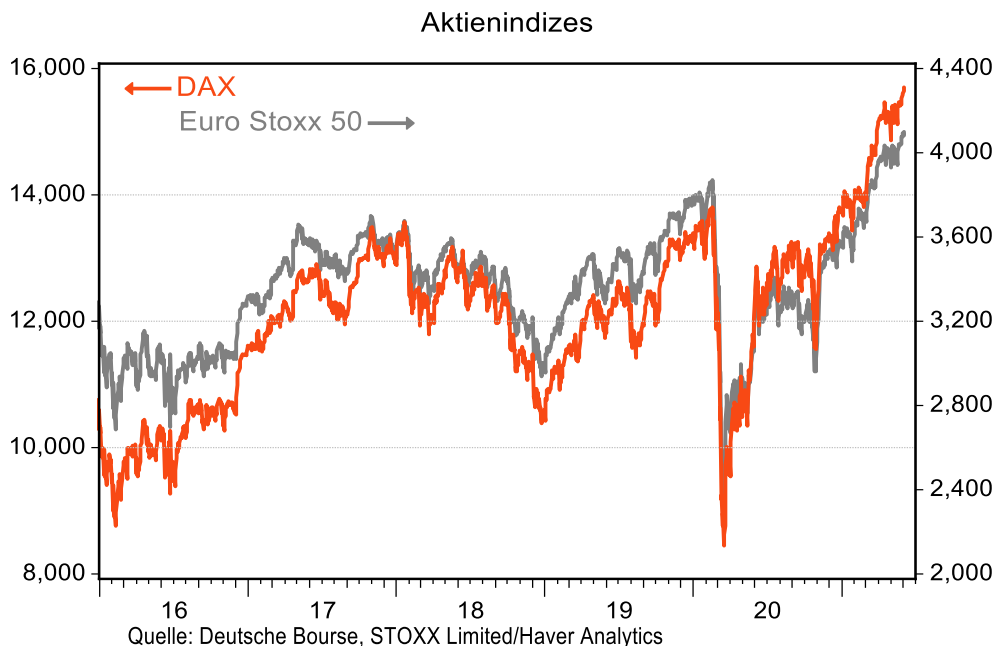
*Reduktion der PEPP-Anleihekäufe könnte weiteren (begrenzten) Renditeanstieg auslösen.*

**Die europäischen Renditen haben in den vergangenen beiden Monaten vor allem wegen höherer Inflationserwartungen kräftig zugelegt, wobei der Renditeanstieg in der europäischen Peripherie besonders ausgeprägt war. Während die EZB auf den letzten starken Renditeanstieg im März mit beschleunigten Anleihekäufen reagiert hatte, hielt sie sich in den vergangenen Wochen zurück. Die Notenbanker bekräftigten lediglich ihre Einschätzung, dass der Inflationsanstieg nicht nachhaltig sei und ein geldpolitischer Kurswechsel nicht bevorstehe. Einzig das hohe Tempo der PEPP-Anleihekäufe wird von einzelnen EZB-Vertretern in Frage gestellt. Sollten sich mit einer zunehmend dynamischen Konjunkturerholung mehr und mehr Notenbanker für ein reduziertes PEPP-Anleihekauftempo aussprechen, könnten die europäischen Renditen mit einem gewissen Anstieg darauf reagieren. Auch wenn die Marke von 0% bei der 10-jährigen Bundrendite dadurch wieder in greifbare Nähe rücken könnte, dürften die massiven Anleihekäufe der EZB einen nachhaltigen Renditeanstieg verhindern.**

## Aktienmarkt

An den europäischen Aktienmärkte hat die Aufwärtsdynamik in den letzten beiden Monaten nachgelassen. Phasenweise war die Kursbewegung sogar so gering wie sonst nur in den Sommermonaten. Vor allem dank der Kursgewinne in den letzten beiden Wochen konnte der DAX dennoch neue historische Höchststände markieren und kommt seit Anfang April auf ein Kursplus von 3,9%. Der Euro Stoxx 50 kletterte in diesem Zeitraum per Saldo sogar um 5,5%.

*Aufwärtsdynamik hat im April und Mai nachgelassen.*



Die schwächere Aufwärtsdynamik der vergangenen beiden Monaten ist angesichts des Spannungsfeldes, in dem sich die Aktienmärkte momentan befinden, wenig überraschend. Einerseits belasten die Sorgen vor höherer Inflation, die die Notenbanken zu einem weniger expansiven Kurs zwingen und die Renditen in die Höhe treiben könnten. Aktien würden dadurch im Cross-Asset-Vergleich an Attraktivität verlieren und in gängigen Bewertungsmodellen (wie dem Discounted-Cash-Flow Modell) weniger günstige Werte liefern. Zudem stimmen die hohen Bewertungen Anleger nachdenklich, wobei die hervorragenden Quartalsdaten gezeigt haben, dass es vielen Unternehmen zunehmend gelingt, in die hohen Bewertungen hineinzuwachsen. Andererseits könnte der globale Aufschwung, den wir momentan erleben, erst der Beginn einer langen Wachstumsphase sein, die die Unternehmensgewinne weiter in die Höhe treiben würde. Es ist daher nachvollziehbar, dass Anleger besorgt sind, weitere Kursanstieg zu verpassen und daher in Aktien investieren und zumindest investiert bleiben. Vor allem da Anlagealternativen fehlen.

*Kurse im Spannungsfeld von Inflationssorgen, hoher Bewertungen, fehlender Anlagealternativen und einer hohen Wirtschaftsdynamik.*

Auch wenn sich die Kurse der marktbreiten Indizes im Berichtszeitraum überwiegend in recht ruhigen Bahnen aufwärts bewegten, gab es an einzelnen Tagen stärkere Kursverluste, vor allem im Umfeld der Veröffentlichung der US-Inflationsdaten. Nachdem die Inflationsrate für den Monat April mit 4,2% deutlich höher ausgewiesen wurde als am Markt erwartet worden war, knickten die Kurse – vor allem von Technologiewerten – Anfang Mai ein. Aber bereits am nächsten Tag ging es für die Notierungen wieder aufwärts, was nicht zuletzt an der Fed lag, die

*Hohe Inflation belastete Aktienkurse nur kurz.*

betonte, dass sie auf ein vorübergehendes Überschießen der Inflation nicht „überreagieren“ würde. Seitdem konnten die Aktienmärkte die Inflationssorgen mehr und mehr abschütteln und insbesondere Wachstumswerte verteuerten sich wieder.

**Die europäischen Aktienmärkte haben im Berichtszeitraum höheren Inflationsraten getrotzt und setzen auf eine anhaltend expansive Geldpolitik. Zusätzlich stützte der sich abzeichnende dynamische Wirtschaftsaufschwung und der positive Verlauf der Berichtssaison. Da wir davon ausgehen, dass das positive Umfeld aus lockerer Geldpolitik und wirtschaftlicher Erholungsdynamik in den kommenden Monaten bestehen bleibt, rechnen wir bis zum Jahresende mit hohen Aktiennotierungen und halten ein Kursniveau von 4.100 Punkten für den Euro Stoxx 50 für gerechtfertigt. Für die kürzere Frist sind wir etwas weniger optimistisch, da eine saisonal eher schwierige Zeit bevorsteht und die Kurse durch die geplante Steuererhöhung in den USA unter Druck geraten könnten. Zwar sind europäische Unternehmen davon weniger bis gar nicht betroffen, sie dürften sich einem Kursrückgang in den USA allerdings kaum entziehen können, insbesondere da das hohe Bewertungsniveau anfällig macht für (kurzfristige) Korrekturen. Auch hohe Inflationsraten und die mögliche Ankündigung der Notenbanken, die Anleihekäufe zurückzufahren, könnten vorübergehend zu schwächeren Kursen führen. Das größte Risiko für die Aktienmärkte ist aber weiterhin eine erneute Verschärfung der Corona-Pandemie durch eine neue Virus-Variante, die von Impfstoffen weniger wirksam bekämpft werden kann.**

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

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

<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	0,60
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	1,90
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

	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	31.05.
CRB-Index**	169,8	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	184,7	205,7
Ölpreis (Brent)*	53,8	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	69,3

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> 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.