

## Nr. 5 Droht der Eurozone ein zweiter Corona-Lockdown?



**Konjunktur und Geldpolitik:** Die finalen Werte der BIP-Entwicklung im zweiten Quartal fielen mit -11,8% für die EWU (ursprünglich -12,1%) und mit -9,7% (zuerst -10,1%) für Deutschland zwar etwas weniger drastisch aus, dennoch spiegeln sie immer noch den mit Abstand stärksten Einbruch der europäischen Konjunktur seit vielen Jahrzehnten wider. Mit der Lockerung der Corona-Restriktionen setzte dann ab Mai eine konjunkturelle Erholung ein, die zunächst auch dynamischer verlief als erwartet. Jüngst – auch vor dem Hintergrund wieder deutlich steigender Infektionszahlen in vielen Ländern – zeichnet sich jedoch eine spürbare Abflachung der Erholungsdynamik ab. Auch wenn die Politik möglichst erneute, umfassende Lockdown-Maßnahmen vermeiden will, könnte eine weitere Verschärfung der medizinischen Lage sie letztlich dazu zwingen und damit den Aufschwung ausbremsen.

02. Oktober 2020

**Euro:** Nachdem der Euro in der Zeitspanne von Mitte Mai bis Ende Juli gegenüber dem US-Dollar noch sehr deutlich von rund 1,08 auf knapp 1,20 USD/EUR aufgewertet hatte, ging er zunächst in eine Seitwärtskonsolidierung mit Kursen um die Marke von 1,18 US-Dollar über. Kritische Kommentare der Europäischen Zentralbank (EZB) zur Euro-Stärke und in manchen EWU-Staaten wieder sprunghaft ansteigende Corona-Infektionszahlen setzten den Euro dann zum Ende des Berichtszeitraums etwas unter Druck, sodass er Ende September wieder bei 1,172 USD/EUR notierte.

**Rentenmarkt:** An den internationalen Anleihemärkten herrscht inzwischen die Erwartung vor, dass die führenden Notenbanken ihre sehr expansive geldpolitische Ausrichtung noch sehr lange beibehalten werden. Da somit vorerst keine nennenswerten zinspolitischen Impulse zu erwarten sind, entwickelten sich die Renditen an den europäischen Anleihemärkten im Berichtszeitraum auf historisch niedrigem Niveau sehr ruhig.

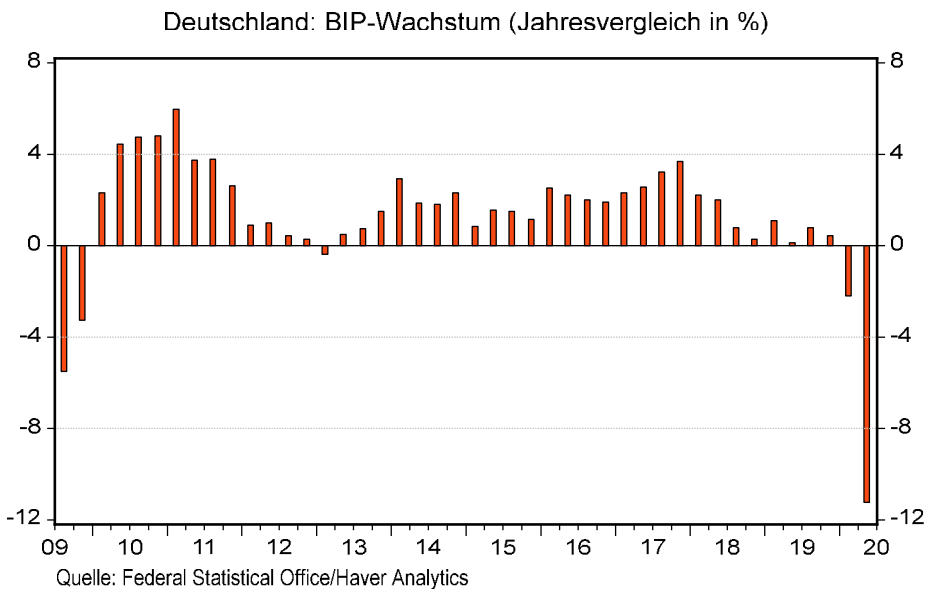
**Aktienmarkt:** Die europäischen Aktienmärkte setzten zuletzt ihre im Juni begonnene Seitwärtsbewegung fort. Auch wenn die konjunkturelle Erholung eher dynamischer ablief als ursprünglich erwartet, verhinderten erneute Spannungen zwischen den USA und China insbesondere im Technologiesektor, die mit hoher Unsicherheit behafteten US-Präsidentchaftswahlen im November, das erreichte hohe Bewertungsniveau von Aktien und zuletzt teils wieder sehr deutlich ansteigende Infektionszahlen als Belastungsfaktoren einen weiteren Kursanstieg.

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

## Konjunktur und Geldpolitik

Das zweite Quartal 2020 wies als Folge der zur Bewältigung der Corona-Pandemie notwendigen Einschränkungen der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Aktivitäten (Lockdown-Maßnahmen) einen Rekordeinbruch des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in der Eurozone und ihren Mitgliedstaaten auf. Ein – zumindest geringfügig – positiver Aspekt ist, dass die finalen Werte zur BIP-Entwicklung inzwischen etwas weniger negativ ausfallen als noch ursprünglich gemeldet. So verzeichnete die gesamte EWU einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um „nur“ noch 11,8% im Quartalsvergleich nach zuvor gemeldeten -12,1%. Für Deutschland lag der finale Wert bei -9,7% nach ursprünglich -10,1%. Das Vorjahresniveau wurde dabei um 11,3% unterboten.

*Corona sorgt in Q2 für Rekordinbruch des BIP.*

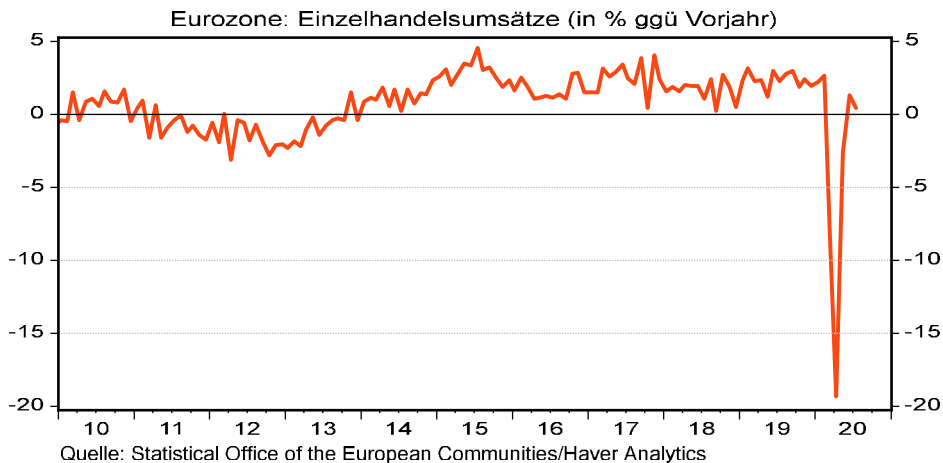


Ein zweiter erfreulicher Faktor, der zudem als deutlich gewichtiger einzustufen ist, ist die mit der schrittweisen Lockerung der Lockdown-Maßnahmen ab Mai einsetzende konjunkturelle Erholung, die in der Summe etwas dynamischer ausfiel als ursprünglich erwartet. So wiesen z.B. die Einzelhandelsumsätze in der EWU bereits im August im Vergleich zum Vorjahr wieder einen Anstieg aus. Auch wenn das Plus mit 0,4% recht gering ausfiel, war diese Entwicklung angesichts der erhöhten Arbeitslosigkeit, der das Einkommen drückenden Kurzarbeit, der Unsicherheit bezüglich der weiteren Arbeitsmarktentwicklung und dem durch Corona-Auflagen gedämpften Einkaufserlebnis doch erstaunlich. In Deutschland lagen die Einzelhandelsumsätze im August beachtliche 3,7% über dem Vorjahresniveau und sogar 5,8% über dem Februarwert, dem letzten Monat vor der Corona-Krise. Ein Grund für diese erfreuliche Entwicklung der Konsumnachfrage waren die von den Regierungen ergriffenen Krisenmaßnahmen. Neben einkommensstützenden Transferleistungen (Arbeitslosengeld, Kurzarbeitergeld) zählt hierzu z.B. auch die temporäre Absenkung der Mehrwertsteuer in Deutschland. Ein zweiter stabilisierender Faktor war eine Verlagerung der Konsumausgaben vom stationären Handel ins Internet. Schließlich spielte eine Rolle, dass geplante Urlaubsreisen entweder komplett entfielen oder in reduzierter (Inlands-)Variante durchgeführt wurden. Die gewonnene Zeit und gesparten

*Aufschwung ab Mai zunächst dynamischer als erwartet.*

*Einzelhandelsumsätze mit vollständiger Erholung.*

Finanzmittel wurden oft in den Kauf alternativer Güter (z.B. langlebige Konsumgüter wie Elektrogeräte oder Fahrräder) oder in die Verschönerung des Wohnraums (Boom der Heimwerker- und Möbelmärkte) gesteckt, was ebenfalls die Einzelhandelsumsätze stützte.



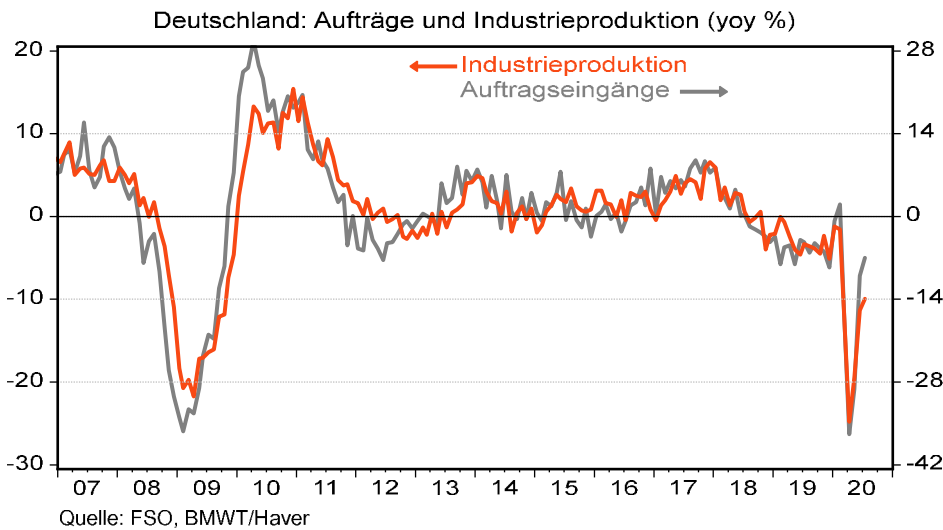
Ein weiterer positiver Aspekt der jüngsten wirtschaftlichen Entwicklungen war eine Stabilisierung der Arbeitsmarktlage. War die Arbeitslosenquote in Deutschland im Zuge der Corona-Krise in der ersten Jahreshälfte noch von 5% auf 6,4% gestiegen, sank sie im September erstmalig wieder leicht auf 6,3% ab. Auch wenn verlässliche Daten nur mit großer Verzögerung veröffentlicht werden, deutet sich zudem in den letzten Wochen auch ein spürbarer Rückgang der Kurzarbeit ab. So weisen Daten der Deutschen Bundesbank für Juli knapp 4,25 Millionen Kurzarbeiter aus, nachdem im Mai noch ein Höchstwert von über 5,9 Millionen erreicht worden war. Ob sich dieser erfreuliche Trend in den kommenden Monaten fortsetzen wird, hängt naturgemäß von der weiteren Entwicklung der Corona-Pandemie ab. Im September wieder ansteigende Infektionszahlen bergen das Risiko neuer, zumindest begrenzter Lockdown-Maßnahmen in sich. Dies könnte gegebenenfalls gerade in arbeitsintensiven Branchen wie der Gastronomie wieder zu einem Rückgang des Beschäftigungsniveaus führen. Tatsächlich kam es jüngst in Spanien und Frankreich, wo die Neuinfektionszahlen wieder sehr stark zugenommen haben, zu erneuten, bislang aber begrenzten Einschränkungen der Wirtschaftsaktivität wie z.B. Restaurantschließungen in Corona-Brennpunkten. In der Folge weist die Arbeitslosenquote in der EWU aktuell noch keine Stabilisierung auf. So überschritt sie im August mit 8,1% die 8%-Marke, nachdem sie noch im März ein Mehrjahrestief bei 7,2% erreicht hatte.

*Deutscher  
Arbeitsmarkt mit  
erster Stabili-  
sierung?*

Auch im Industriesektor zeigt sich ein gemischtes Bild. So weisen sowohl der Auftragseingang als auch die Produktion der deutschen Industrieunternehmen seit dem Corona-bedingten Frühjahrseinbruch eine spürbare Erholung auf, das Vorjahresniveau wird aber weiterhin deutlich unterschritten. Konkret weisen die Neubestellungen im Juli immer noch einen Rückgang um 7,3% gegenüber dem Vorjahr auf, was jedoch gemessen am Jahrestief von -36,9% im April eine kräftige Erholung darstellt. Einen ähnlichen, wenn auch etwas gedämpfteren Verlauf weist die Industrieproduktion auf. Hier wurde im Juli das Vorjahresniveau noch um 10% unterschritten, während das Jahrestief im April noch bei -24,9% gelegen hatte. Dabei verzeichnete der Investitionsgüterbereich mit -15,7% nicht überraschend die schwächste Entwicklung, während sich der Rückgang im Bausektor auf ein Minus von 2% beschränkte. In der gesamten EWU konnte sich das Produktionsniveau

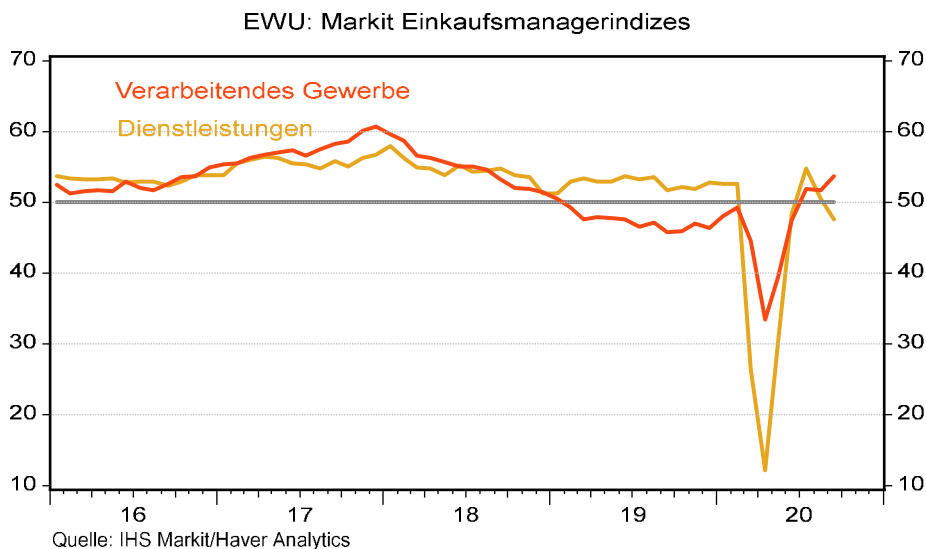
*Industriesektor  
zwar erholt, aber  
immer noch  
deutlich unter  
Vorjahresniveau.*

sogar etwas kräftiger erholen. Nach -28,6% im Vorjahresvergleich im April, verringerte sich der negative Wert bis Juli auf nur noch -7,7%.



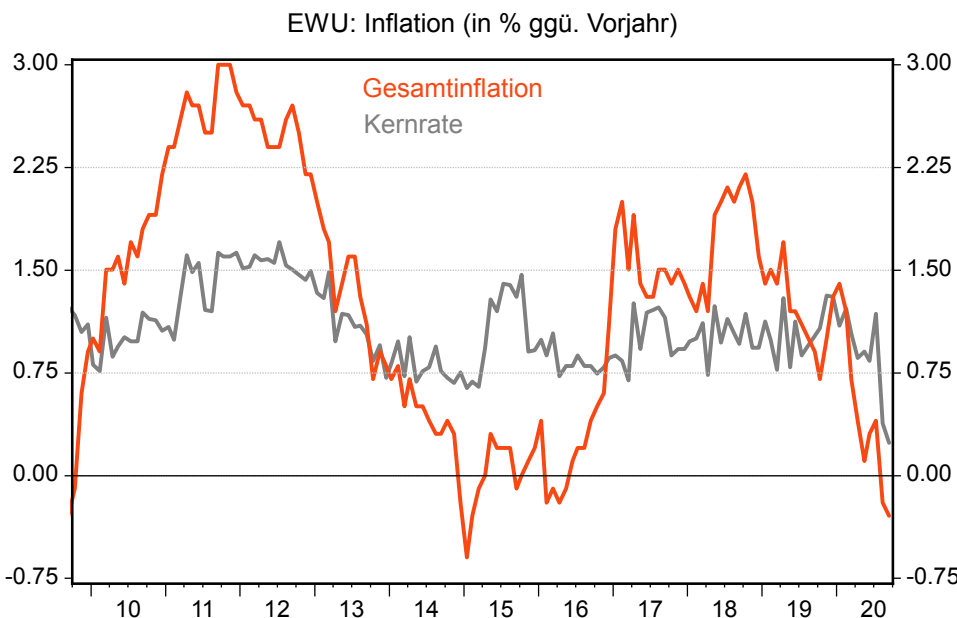
Angesichts der in der Summe somit recht erfreulichen wirtschaftlichen Entwicklung verwundert es nicht, dass führende Stimmungsindikatoren inzwischen das Vor-Corona-Niveau entweder fast wieder erreicht oder sogar überschritten haben. So vollzog z.B. das ifo-Geschäftsklima im September den fünften Anstieg in Folge und steht mit 93,4 Punkten nur noch knapp unterhalb des Februarniveaus von 95,9 Punkten. Eine ähnliche Entwicklung vollzog das EWU-Wirtschaftsvertrauen. Auch dieses stieg im September zum fünften Mal an. Hier wird mit 91,1 Punkten der Februar-Vergleichswert von 103,4 Punkten aber doch noch recht deutlich unterboten. Eine spannende Entwicklung wiesen die PMI-Indizes im September auf. Während die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe der EWU noch einmal kräftig um zwei Punkte auf 53,7 Punkte stieg und damit den Februarwert von 49,2 Punkten inzwischen deutlich überschreitet, gab die Stimmung im Dienstleistungsgewerbe im September deutlich auf 47,6 Punkte nach und unterschreitet damit die wichtige Expansionsschwelle von 50 Punkten wieder signifikant. Hier wirkten sich erste Lockdown-Maßnahmen, insbesondere im Gastgewerbe, und die Befürchtung zusätzlicher Maßnahmen stimmungsbelaastend aus.

*Industrie sehr optimistisch, Dienstleistungssektor wieder pessimistisch.*



Der Abwärtstrend der Preissteigerungsraten in der EWU hält derweil an und sorgt inzwischen sogar für negative Werte. So lag die Gesamtinflationsrate im September gemäß vorläufigen Berechnungen in Deutschland bei -0,2% und in der EWU bei -0,3%. Über verschiedene Kanäle wirkt sich hierbei die Corona-Pandemie aus. So wirken die negativen Konjunkturreffekte über eine verringerte gesamtwirtschaftliche Nachfrage und einer lohndämpfenden Eintrübung der Arbeitsmarktlage grundsätzlich preissenkend. Dem steht jedoch ein, z.B. aufgrund von Lockdown-Maßnahmen, reduziertes Güterangebot entgegen. Spätestens seit der umfassenden Lockerung der Wirtschaftsrestriktionen dominiert aber eindeutig der Nachfrageeffekt, sodass die Inflation im Ergebnis gedrückt wird. Hinzu kommt ein Rückgang des Ölpreises aufgrund der gesunkenen globalen Nachfrage. Dies war z.B. im September wieder eine gewichtige Ursache für den in der EWU zu beobachtenden Inflationsrückgang. Dieser Effekt wird auch nicht durch Corona-bedingt verteuerte Dienstleistungen, z.B. Friseur- oder Hallenbadbesuche, vollständig kompensiert. Zusätzlich kommen noch politische Reaktionen auf die Corona-Krise, namentlich die temporärer Mehrwertsteuer-Absenkung in Deutschland, hinzu, die die Preise drücken. Schließlich erschwert die Corona-Pandemie auch die Messung und Feststellung einer korrekten Inflationsrate. So war es teilweise aufgrund der erzwungenen Schließung von Geschäften gar nicht möglich, „echte“ Preise zu ermitteln. Die Statistikbehörden behelfen sich mit einer Fortschreibung der Preise, die sie vor der Corona-Pandemie ermittelt hatten, also einer angenommenen Null-Inflation. Auch die Gewichtung der Güter im zur Inflationsberechnung herangezogenen Warenkorb hätte eigentlich angepasst werden müssen. So war die Nachfrage nach Auslands- und Flugreisen z.B. zuletzt massiv niedriger als in den Vorjahren, während die Nachfrage nach Desinfektionsmitteln, Schutzmasken oder Fahrrädern sprunghaft anstieg. Doch diese Änderungen werden bei der Inflationsmessung nicht berücksichtigt, sodass die offiziellen Zahlen mit einer gewissen Vorsicht zu genießen sind.

*Inflationsraten in der EWU inzwischen negativ.*



In den kommenden Monaten ist mit einem starken Schwanken der Inflationsrate zu rechnen. Während bis zum Jahresende der deflationäre Trend wohl fortbestehen dürfte, werden Basiseffekte zum Jahreswechsel zumindest temporär für deutlich höhere Preissteigerungsraten sorgen. So fällt zum Jahreswechsel die befristete

Mehrwertsteuersenkung in Deutschland wieder weg (außer die Bundesregierung entscheidet sich angesichts wieder höherer Infektionszahlen doch für eine Verlängerung), was einen steuerinduzierten Anstieg der Inflationsrate erzeugen wird. Zudem war der Ölpreis von Januar bis Ende April 2020 massiv gesunken. In der Folge werden ab dem Jahresbeginn 2021 die Jahresvergleichsraten des Ölpreises rasch weniger negativ und ab März sogar positiv (falls der Ölpreis im Bereich von 40 US-Dollar verharren wird). Damit wirken die Energiepreise zuerst weniger deflationär und ab März sogar inflationär. Im Ergebnis muss damit gerechnet werden, dass die jahresdurchschnittliche Inflationsrate in der EWU und Deutschland 2021 signifikant höher als 2020 ausfallen wird.

*Höhere Inflation nach dem Jahreswechsel erwartet.*

Der weitere Ausblick für die Preissteigerungsraten ist derzeit noch schwierig. Gelingt es, die Corona-Krise z.B. dank eines wirksamen Impfstoffes nachhaltig zu überwinden und zu soliden Wachstumsraten zurückzukehren, könnte die Inflationsrate angesichts des durch die extrem expansive Geldpolitik geschaffenen Geldmengenüberhangs für geraume Zeit auf erhöhtem Niveau verharren. Hierfür spricht auch das Interesse der Staaten, mittels einer höheren Geldentwertung den Realwert ihrer Schulden zu reduzieren. Auch der von der US-Notenbank bereits vollzogene Strategiewechsel hin zu einem durchschnittlichen Inflationsziel (statt bislang einem Punktziel), womit sie letztlich ihre Bereitschaft signalisiert hat, ein Überschießen der Inflation zumindest phasenweise zu akzeptieren, deutet in Richtung zukünftig höhere Preissteigerungsraten. Auch die EZB dürfte bei Bekanntgabe der Ergebnisse ihrer Strategieüberprüfung in diese Richtung tendieren. Gelingt der europäischen Wirtschaft hingegen die Rückkehr auf einen Wachstumspfad nicht, z.B. aufgrund einer anhaltenden medizinischen Krise oder aufgrund eines Handelskonflikts mit den USA, droht eine lang anhaltende Deflationsphase.

*Längerfristig höhere Inflation vorstellbar.*

Der anhaltende Rückgang der Inflation, zuletzt bis in den negativen Bereich hinein, hat innerhalb der EZB zu ersten Forderungen nach einer weiteren Lockerung der Geldpolitik geführt. So gab es den Vorschlag, die Flexibilität des PEPP (Pandemie-Notanleihekaufprogramm) hinsichtlich der Aufteilung des Kaufvolumens auf die Anleihemärkte der einzelnen Mitgliedstaaten zukünftig auch auf das Standard-Anleihekaufprogramm (APP) anzuwenden. Letztlich zielt dieser Vorschlag erneut auf eine besondere Bevorzugung und Unterstützung der südlichen EWU-Peripheriestaaten hin. Andere Stimmen brachten sogar eine weitere Absenkung des Einlagezinssatzes ins Spiel. Angesichts der negativen Wirkungen und Kosten, die mit Negativzinsen insbesondere im Finanzsystem verbunden sind, wäre dies tatsächlich ein sehr großer Schritt. Die Mehrheit im EZB-Rat scheint dementsprechend hiervon (noch) zurückzuschrecken, zumindest nahm die EZB selbst zum Höhepunkt der Corona-Krise keine Zinssenkung vor. Angesichts unserer Erwartung, dass die Inflation in der EWU nach dem Jahreswechsel wieder rasch ansteigen wird, wäre der EZB tatsächlich zu empfehlen, Ruhe zu bewahren und vorerst die weiteren ökonomischen Entwicklungen abzuwarten.

*Erste Stimmen fordern weitere Lockerungen der EZB-Politik.*

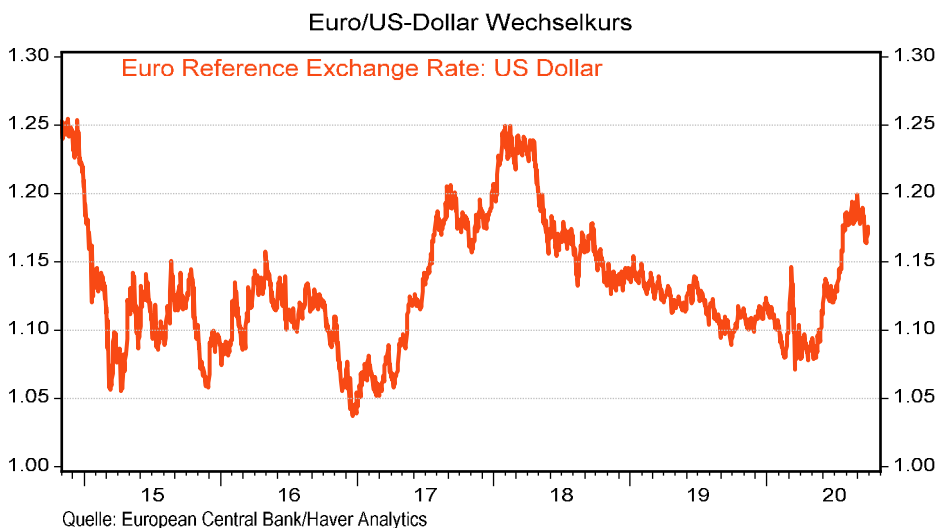
**Nach dem historischen Einbruch der Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal als Folge der Corona-Pandemie hat sich die EWU-Wirtschaft über die Sommermonate rascher erholt als von vielen erwartet. Zuletzt zeichnet sich aber – auch aufgrund teils wieder rasch steigender Infektionszahlen und ersten, bislang regional begrenzten Lockdown-Maßnahmen – eine Abschwächung der Erholungsdynamik ab, insbesondere im Dienstleistungssektor. Aufgrund der Erfahrungen, die im zweiten Quartal gemacht wurden, werden die Regierungen aber extrem bemüht sein, erneute umfassende**

**Einschränkungen des Wirtschaftslebens zu vermeiden. Daher erwarten wir, dass es in den kommenden Monaten nicht zu einem generellen, umfassenden Lockdown kommen wird. Regionale Beschränkungen, die sich aber eher auf das gesellschaftliche Leben als auf das Wirtschaftsgeschehen konzentrieren werden, sind aber zu erwarten. Mit den laufenden Gesprächen der EU mit Großbritannien um die zukünftige Ausgestaltung der Handelsbeziehungen, die zu scheitern drohen, und der mit hohen Unsicherheiten behafteten US-Präsidentenwahl im November stehen zusätzlich zur Corona-Pandemie zwei politische Ereignisse auf der Agenda, die im negativen Falle die Konjunktur erneut deutlich belasten könnten. Damit bleiben die Risiken für die EWU-Wirtschaft zunächst hoch. Im positiven Fall – weitgehende Einigung der Briten mit der EU, Wahl eines Konsens suchenden US-Präsidenten, Überwindung der Corona-Pandemie – kann es Europa aber gelingen, spätestens im zweiten Halbjahr 2021 auf einen ansprechenden Wachstumspfad zurückzukehren.**

## Euro

Nachdem der Euro gegenüber dem US-Dollar von Mitte Mai bis Ende Juli – in einer Periode, als die Corona-Infektionszahlen in den USA deutlich gestiegen waren, während sie in der EWU noch niedrig gewesen waren – sehr deutlich von 1,08 bis auf 1,19 US-Dollar je Euro aufgewertet hatte, ging er anschließend in eine Seitwärtskonsolidierung um die Kursmarke von 1,18 US-Dollar über. Neben technischen Faktoren (so hatten die Euro-Long-Positionen spekulativer FX-Anleger ein sehr hohes Ausmaß erreicht) spielte hierbei auch eine erneute Eintrübung der medizinischen Lage in der EWU eine Rolle. Kurzzeitig gab der Euro wieder auf 1,16 US-Dollar nach, bevor er das dritte Quartal bei 1,172 US-Dollar beendete.

*Euro konsolidiert  
Aufwertung der  
Vormonate.*



Der kurzfristige Ausblick für den Euro/US-Dollar-Wechselkurs ist stark von den anstehenden US-Präsidentenwahlen geprägt. Die Mehrheit der Analysten erwartet, dass es im Falle eines Wahlsiegs des Demokraten Biden an den US-Aktienmärkten (insbesondere aufgrund der erwarteten Erhöhung der Unternehmenssteuern) und US-Anleihemärkten (befürchtete Emissionsflut neuer Staatsanleihen zur Finanzierung sehr umfangreicher Ausgabenprogramme) zu einer Verkaufswelle kommen wird. Diese Flucht aus den US-Kapitalmärkten dürfte den

*US-Präsidentenwahl  
prägt kurzfristigen  
FX-Ausblick.*

US-Dollar belasten und spiegelbildlich den Euro aufwerten lassen. In diesem Szenario wäre ein Überschreiten der psychologisch wichtigen Marke von 1,20 US-Dollar je Euro wahrscheinlich. Setzt sich jedoch entgegen der aktuellen Wahlumfragen erneut Amtsinhaber Trump durch, könnten die Erleichterung der Finanzmarktakteure sowie die Fortsetzung (und eventuell sogar Verschärfung) der Politik des „America first“ in Verbindung mit einer aggressiven Handels- und Zollpolitik zumindest temporär zu einer spürbaren Aufwertung des Greenbacks gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung führen.

**Nachdem der Euro in den Jahren 2018/19 vor dem Hintergrund einer sehr aggressiv expansiven EZB-Politik, des von den USA angezettelten Handelskriegs, der Brexit-Problematik und der Zerstrittenheit der EWU-Mitglieder einen ausgeprägten Abwärtstrend gegenüber dem US-Dollar ausgebildet hatte, zeichnet sich seit dem Frühjahr 2020 ein grundlegender Trendwechsel hin zu Euro-Stärke ab. Begünstigt wird diese Entwicklung dadurch, dass einerseits der EZB allmählich die Möglichkeiten ausgehen, die Geldpolitik wirkungsvoll weiter zu lockern und andererseits die US-Notenbank mit ihrer neuen Strategie eines durchschnittlichen Inflationsziels signalisiert hat, selbst an der sehr expansiven Ausrichtung ihrer Politik noch lange festhalten zu wollen. Kurzfristig könnten politische Entwicklungen, insbesondere ein Wahlsieg Trumps, diesen neuen Aufwertungsstrend des Euro unterbrechen. Sollte hingegen der demokratische Kandidat Biden gewinnen, könnte sich die Euro-Aufwertung sogar beschleunigen.**

## Rentenmarkt

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stand zu Beginn des Berichtszeitraums bei -0,52% und genau auf diesem Niveau lag sie auch zum Ende der Betrachtungsperiode. Insgesamt hat die Volatilität der Verzinsung deutscher Staatsanleihen in den letzten Wochen noch einmal deutlich abgenommen. So schwankte die Zehn-Jahres-Rendite seit Mitte Juni nur innerhalb einer Bandbreite von 20 Basispunkten. Im kurzfristigen Laufzeitenbereich, z.B. bei zweijährigen Anleihen, war die Volatilität mit zehn Basispunkten noch niedriger. Wichtigste Ursache dieser sehr ruhigen Marktentwicklung ist die EZB-Politik. Die Finanzmarktteilnehmer sind mehrheitlich davon überzeugt, dass sich am europäischen Leitzinsniveau für lange Zeit nichts ändern wird. Zinsanhebungen sind angesichts der Corona-Krise, sehr niedrigen Inflationsraten und dem Ziel, Belastungen für Schuldner zu vermeiden, de facto ausgeschlossen. Weitere Zinssenkungen, auch wenn sie schon vereinzelt gefordert wurden, erscheinen aufgrund der resultierenden Belastungen für das Finanzsystem und ihrer zu vermutenden Wirkungslosigkeit unwahrscheinlich. Zudem tritt die EZB im Rahmen ihrer Anleihekaufprogramme selbst aktiv am Markt als Käufer auf. Dabei ist gut vorstellbar, dass sie an Tagen mit schwächeren Anleihekursen eher größere Volumina ankauft und an Tagen, an denen die Kurse spürbar steigen, sich eher zurückhält. Damit wäre ihr Verhalten marktstabilisierend.

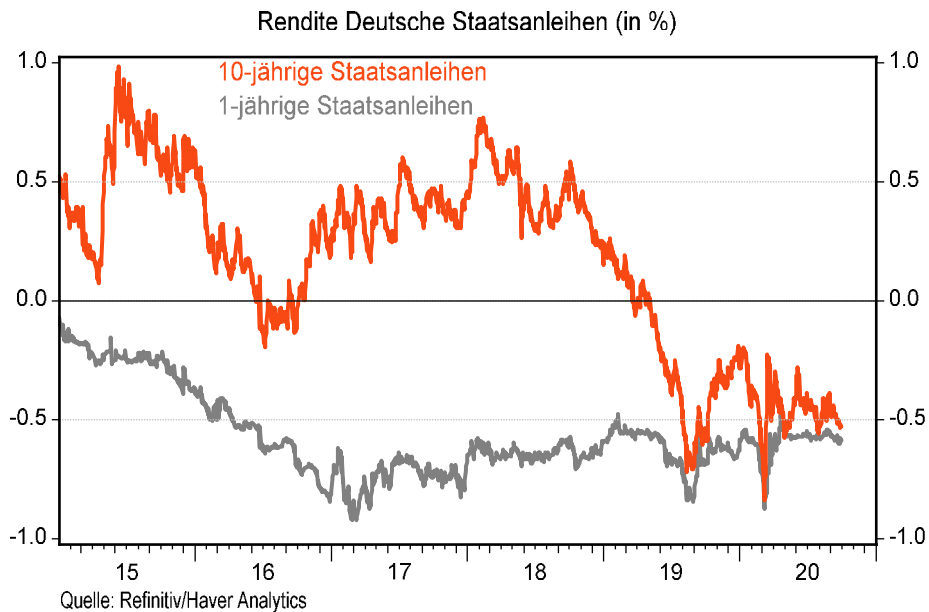
Angesichts dieses geldpolitischen Umfelds dürften auch in den kommenden Monaten Impulse der EZB rar bleiben. Auch die konjunkturellen Erwartungen eines etwas an Dynamik verlierenden Aufschwungs sind fest etabliert, sodass auch von dieser Seite kaum Anregungen für Zinsbewegungen zu erwarten sind. Somit verbleibt auch am Rentenmarkt die (Geo-)Politik als möglicher Auslöser von nennenswerten Marktschwankungen. Sollten z.B. die US-Renditen auf den

*Wenig Bewegung bei den Renditen von Bundesanleihen...*

*...dies dürfte sich vorerst nicht ändern.*



Ausgang der Präsidentschaftswahlen reagieren, würde sich dies gedämpft auch auf Bundesanleihen auswirken. Bei einem etwas weiteren Blick in die Zukunft könnte auch der zu erwartende, temporäre Inflationsanstieg im Jahr 2021 (siehe oben) Impulse für die Anleihemärkte liefern. Eigentlich sind die im Inflationsabschnitt dieses Berichtes beschriebenen Effekte auch den Finanzmarktteilnehmern bekannt und sollten daher die Renditen nicht groß beeinflussen. Dennoch ist nicht ausgeschlossen, dass einige Akteure ihre Bestände reduzieren werden und es zu einem gewissen, begrenzten Zinsanstieg kommen wird.



Die erwartete, lang anhaltende Konstanz der EZB-Leitzinsen, die Anleihekäufe der europäischen Notenbank, das vermutete Interesse der Staaten an niedrigen Zinsen und ein zuletzt gefestigter Konjunktur- und Inflationsausblick sorgten in den letzten Wochen für eine sehr ruhige Entwicklung am deutschen Anleihemarkt. Große Änderungen sind hierbei kurzfristig nicht zu erwarten. Ob der Ausgang der US-Präsidentschaftswahlen oder der erwartete, temporäre Inflationsanstieg im nächsten Jahr nennenswerte Bewegungen bei den Renditen auslösen werden, muss sich erst noch zeigen. Insgesamt bleibt die Erwartung bestehen, dass die europäischen Zinsen noch sehr lange Zeit nahe ihrer historischen Tiefs verharren werden.

## Aktienmarkt

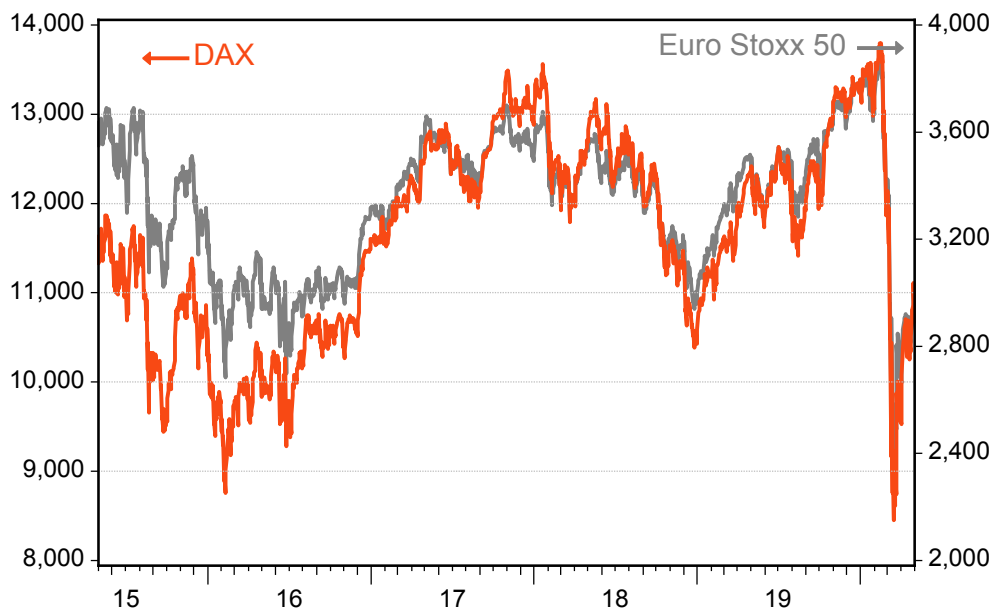
Nach sehr schwankungsintensiven ersten Monaten im Jahr 2020 – ab Mitte Februar der ausgeprägte Kursrutsch als Folge der wirtschaftlichen Verwerfungen aufgrund der Corona-Pandemie, ab der zweiten Märzhälfte dann eine auf sehr umfangreiche Unterstützungsmaßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik fußende kräftige Erholungsrally – gingen die europäischen Aktienmärkte ab Junibeginn in deutlich ruhigere Fahrwasser über. Damit vollzogen die Aktienmärkte eine Seitwärtskonsolidierung, die auch noch den gesamten Berichtszeitraum anhielt. Im Ergebnis schwankt z.B. der Euro STOXX 50 nun schon seit mehreren Monaten in einer Kursbandbreite zwischen 3.100 und 3.400 Punkten. Für den DAX gilt eine Range von rund 12.000 bis 13.300 Indexpunkten.

*Aktien zuletzt mit Seitwärtskonsolidierung.*

Verschiedene Belastungsfaktoren verhinderten dabei eine Fortsetzung des Aufwärtstrends. Zum einen führten in den USA deutlich steigende Infektionszahlen, die im Vorfeld der Präsidentenwahl verhärteten politischen Fronten, anhaltende Konflikte der USA mit China im Technologiesektor und die erreichte sehr hohe Bewertung zahlreicher Aktien Anfang September zu einer Kurskorrektur, insbesondere beim technologieelastigen Nasdaq-Index. Hierdurch wurden auch die europäischen Werte der Technologiebranche gedrückt. Mit einer gewissen Verzögerung stiegen dann auch die Infektionszahlen in einigen EWU-Ländern, z.B. Spanien oder Frankreich, sprunghaft an. Die resultierenden Befürchtungen neuer wirtschaftlicher Restriktionen lasteten auf den Aktienkursen. Schließlich verhärteten sich die Verhandlungsfrenten zwischen der EU und Großbritannien bei den Gesprächen um die zukünftigen Handelsbeziehungen. Nachdem der britische Premierminister Johnson mit einer Gesetzesinitiative zur Schaffung eines einheitlichen Binnenmarkts im Vereinigten Königreich offen einen Bruch des mit der EU geschlossenen Austrittsabkommens anstrebt, nahm die Wahrscheinlichkeit eines Scheiterns der Gespräche und damit eines „No Deal“-Brexit erneut deutlich zu.

*Diverse Belastungsfaktoren verhindern Fortsetzung der Aufwärtsbewegung.*

Euro STOXX 50 und DAX 30



Quelle: Deutsche Bourse, STOXX Limited/Haver Analytics

Die anstehende US-Präsidentenwahl und die Brexit-Gespräche werden die europäischen Aktienmärkte auch noch in den kommenden Wochen beeinflussen. Je nach Ergebnis wird die Reaktion der Aktienkurse unterschiedlich ausfallen. Bei den Gesprächen der EU mit den Briten um einen Handelsvertrag sind die Erwartungen eindeutig. Wird doch noch eine umfassende, konstruktive Einigung über die zukünftigen Handels- und Wirtschaftsbeziehungen erreicht, ist eine zumindest moderat freundliche Reaktion der europäischen Aktienmärkte zu erwarten. Im Falle eines Scheiterns der Gespräche und eines dann „harten“ Brexits ist eine negative Kursreaktion zu erwarten. Nicht so eindeutig könnte die Reaktion der europäischen Aktien auf den Ausgang der US-Präsidentenwahl ausfallen. Gewinnt Amtsinhaber Trump, ist mit einer positiven Reaktion der US-Märkte zu rechnen, was grundsätzlich auch den Kursverlauf in Europa stützen würde. Auf der anderen Seite könnten die Marktteilnehmer aber auch damit rechnen, dass Trump in seiner zweiten Amtsperiode noch einmal den Handelskrieg aufleben lassen und sogar Zölle auf EU-Exporte erheben könnte. Dies wäre für die europäischen Aktienindizes, in denen exportabhängige Unternehmen häufig hoch gewichtet sind, sehr belastend. Auch ein Sieg Bidens wäre wohl nicht eindeutig positiv. Zwar wäre die Gefahr eines erneuten Handelskrieges, insbesondere mit der EU, deutlich geringer. Auf der anderen Seite ist bei einem Wahlsieg Bidens eine negative Reaktion der US-Aktien zu erwarten. Zudem könnte der Euro als Folge eines Biden-Siegs deutlich aufwerten (siehe oben). Auch dies erschwert den europäischen Exportunternehmen das Geschäft und führt an der Börse zumeist zu einer negativen Kursreaktion. Eindeutig negativ wäre es hingegen, wenn die US-Wahl kein eindeutiges Ergebnis erbringen würde beziehungsweise lange Zeit juristisch umstritten wäre.

*Kurzfristiger Ausblick  
bleibt politisch  
geprägt.*

**Wie dargestellt ist der kurzfristige Ausblick für die europäischen Aktienmärkte aufgrund anstehender politischer Großereignisse derzeit unsicher. Wählt man einen etwas längeren, mittelfristigen Prognosehorizont hellen sich unseres Erachtens die Aussichten spürbar auf. Nehmen im Jahresverlauf 2021 die politischen Unsicherheiten ab und wird die Coronakrise, z.B. durch die erfolgreiche Entwicklung eines Impfstoffes, nachhaltig überwunden, stehen die Chancen gut, dass die europäische Wirtschaft auf einen ansprechenden Wachstumspfad zurückkehrt. Zusammen mit einem anhaltend sehr günstigen monetären Umfeld und fehlenden, attraktiven Anlagealternativen spricht dann vieles für die Ausbildung eines neuen Aufwärtstrends an den Börsen. Dabei wird den Aktienmärkten aufgrund des nachhaltig sehr niedrigen Zinsniveaus eine im historischen Vergleich überdurchschnittliche Bewertung zugebilligt werden. Kehrt hingegen 2021 keine politische Ruhe ein (z.B. weil es doch zu einem Handelskrieg der USA mit der EU kommt) oder gelingt eine Überwindung der medizinischen Krise nicht, trübt sich der Aktienmarktausblick massiv ein.**

*Mittelfristiger Ausblick  
grundsätzlich positiv.*

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e
EWU	1,9	2,7	1,9	1,3	-7,5	0,2	1,5	1,8	1,2	0,4	10,0	9,1	8,2	7,6	8,0
- Deutschland	2,1	2,8	1,5	0,6	-6,0	0,5	1,5	1,7	1,4	0,6	6,1	5,7	5,2	5,0	6,0
UK	1,9	1,9	1,4	1,3	-10,0	0,7	2,7	2,5	1,8	0,75	4,9	4,4	4,1	3,8	6,0
USA	1,6	2,4	2,9	2,3	-4,5	1,3	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	4,4	3,9	3,7	8,0
Japan	0,6	1,9	0,8	0,7	-5,5	-0,1	0,5	1,0	0,5	0,0	3,1	2,8	2,4	2,4	2,8

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e
EWU	3,3	3,1	3,1	2,7	2,6	-1,6	-1,0	-0,5	-0,9	-0,9	1,06	1,20	1,15	1,12	1,18
- Deutschland	8,5	7,8	7,4	7,1	6,6	1,2	1,2	1,9	1,1	1,0	-	-	-	-	-
UK	-5,2	-3,5	-3,9	-3,8	-4,4	-2,9	-1,8	-1,4	-1,4	-1,5	1,23	1,35	1,28	1,30	1,38
USA	-2,3	-2,3	-2,4	-2,3	-2,6	-4,2	-4,5	-5,7	-5,6	-5,5	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,0	4,2	3,5	3,6	1,7	-3,7	-3,2	-3,2	-3,0	-2,2	117	113	110	110	105

<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)				
	2016	2017	2018	2019	2020e	2016	2017	2018	2019	2020e
EWU	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,24	-0,19	-0,25
UK	0,25	0,5	0,75	0,75	0,25	1,2	1,2	1,28	0,82	0,40
USA	0,5-0,75	1,25-1,5	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	2,4	2,4	2,68	1,92	0,90
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0	0,03	0,0	-0,1

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> 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

	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	04 19	Q1 20	Q2 20	30.09.
CRB-Index	195,4	200,4	195,2	169,8	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5
Ölpreis (Brent)*	70,27	79,4	82,7	53,8	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> 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.