

Nr. 5: EWU-Wirtschaft setzt Erholung fort



Konjunktur und Geldpolitik: Die Europäische Währungsunion (EWU) ist im zweiten Quartal vor allem dank hoher Konsumausgaben stark gewachsen (mit einer Rate von 2,2%) und es spricht viel für eine fortgesetzte konjunkturelle Erholung in der zweiten Jahreshälfte. Gebremst wird die Dynamik allerdings durch Engpässe bei wichtigen Rohstoffen und Vorprodukten, wovon der Industriestandort Deutschland besonders stark betroffen ist. Für die EZB ergab sich weder aus dieser Konjunkturentwicklung noch aus dem sich beschleunigenden Inflationsanstieg ein Anlass, ihre Geldpolitik nennenswert anzupassen. Lediglich das im Frühjahr erhöhte Tempo der PEPP-Anleihekäufe soll im vierten Quartal wieder zurückgefahren werden.

07. Oktober 2021

Euro: Am Devisenmarkt hat der Euro seit Anfang August stark an Wert verloren und wertete gegenüber dem US-Dollar von 1,186 auf 1,158 ab. Vor allem die Geldpolitik setzte der Gemeinschaftswährung zu. Während die Notenbanken in anderen Ländern einen restriveren Kurs beschlossen (Tschechien, Norwegen) oder zumindest in Aussicht stellten (USA, England), reduzierte die EZB das im Frühjahr beschleunigte PEPP-Ankauftempo nur auf Normalniveau und beharrte zudem darauf, dass dies kein Tapering sei.

Rentenmarkt: Im Berichtszeitraum sind die Renditen von langlaufenden Staatsanleihen rund um den Globus stark gestiegen. Neben dem zunehmenden Inflationsdruck beschäftigte Rentenhändler vor allem die sich in vielen Ländern abzeichnende nachlassende geldpolitische Unterstützung. Auch wenn in der Eurozone eine Straffung der geldpolitischen Zügel kaum spürbar ist, folgten die europäischen Anleihen den internationalen Vorgaben, sodass sich beispielsweise die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von -0,46 auf -0,20% erhöhte.

Aktienmarkt: Nachdem sich Anleger im August noch über Kursgewinne an den europäischen Aktienmärkten freuen konnten, ging es im September und Anfang Oktober abwärts, sodass sich die Performance für den Berichtszeitraum auf -2,5% für den DAX und -0,2% für den EURO STOXX 50 beläuft. Als Belastungsfaktoren erwiesen sich vor allem die Sorgen um eine Wachstumsverlangsamung in China und der Renditeanstieg an den globalen Rentenmärkten, der Wachstumstiteln besonders zusetzte.

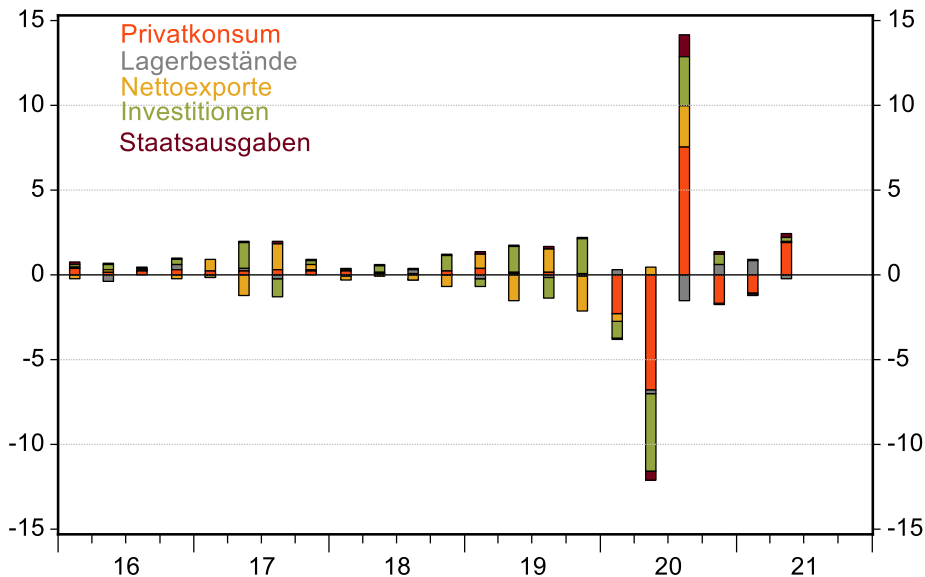
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die europäische Wirtschaft erholt sich zunehmend von der Coronakrise. Laut den finalen Eurostat-Daten stieg das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Eurozone im zweiten Quartal um 2,2% gegenüber dem Vorquartal, wobei vom Privatkonsum dank der schrittweisen Aufhebung der Corona-Maßnahmen der mit Abstand stärkste Wachstumsimpuls ausging (+1,87%). Die Staatsausgaben (+0,28%), die Unternehmensinvestitionen (+0,25%) sowie die Nettoexporte (+0,07%) trugen mit deutlich geringeren Raten zum BIP-Wachstum bei, während die Vorratsveränderung (-0,24%) leicht negativ auf das Wachstum einwirkte. Auf der Produktionsseite erhöhte sich die Wertschöpfung hauptsächlich durch die wirtschaftliche Belebung im Dienstleistungssektor. Der Bereich *Handel, Verkehr und Gastgewerbe* wies ein Quartalswachstum von 4,8% auf und Informations- und Kommunikationsdienstleistungen stiegen um 2,4%. Deutlich weniger dynamisch entwickelten sich das Baugewerbe, das lediglich auf eine Wachstumsrate von 1,1% kam, und die Industrie mit einer Rate von 0,5%. Hauptursache für die Industrieschwäche sind angebotsseitige Störungen, bestehend vor allem aus Engpässen bei Vorleistungsgütern sowie Lieferproblemen. Der Dienstleistungssektor hat dagegen von den Lockerungen der Eindämmungsmaßnahmen profitiert, die es Haushalten ermöglicht haben, wieder mehr zu konsumieren.

Die Eurozone wächst im zweiten Quartal mit einer Rate von 2,2%...

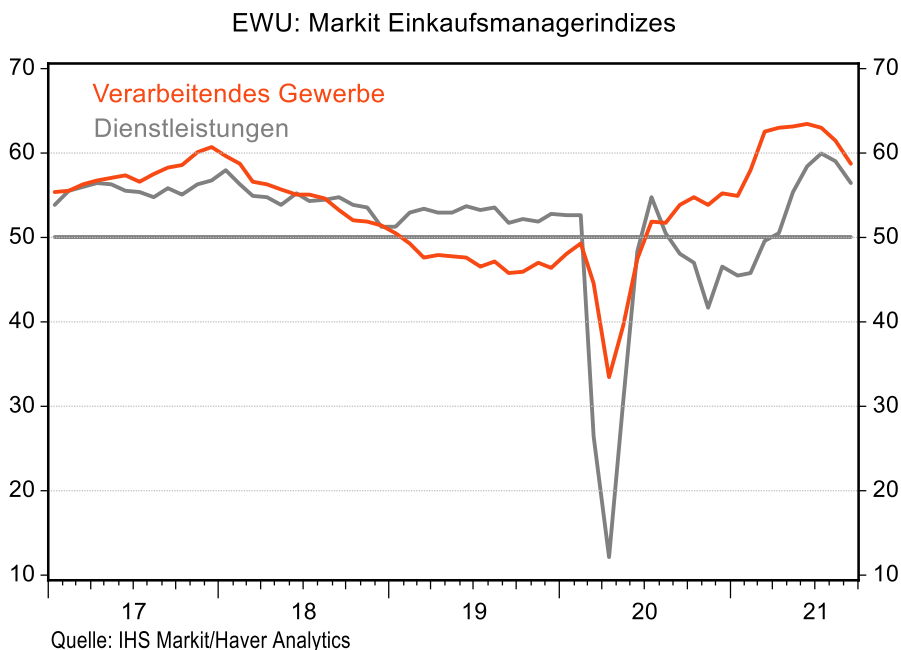
EWU: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Für das dritte Quartal werden die BIP-Daten erst Mitte November veröffentlicht, aber die monatlichen Wirtschaftsdaten deuten auf eine Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung hin. Zwar haben sich die Stimmungsindikatoren in den vergangenen Monaten von ihren zuvor erreichten Höchstständen zurückbewegt, sie befinden sich aber immer noch auf hohen Niveaus und signalisieren damit ein kräftiges Wirtschaftswachstum im dritten Quartal. Der von der Firma Markit ermittelte Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe lag im September beispielsweise bei 58,6 Punkten und damit deutlich oberhalb der

...und im dritten Quartal dürfte sich die Erholung fortsetzen.

Wachstumsschwelle von 50 Punkten und der entsprechende Index für den Dienstleistungssektor lag mit 56,4 Punkten ebenfalls klar im expansiven Bereich. Immer noch in Reichweite des im Juni erreichten Mehrjahreshochs befindet sich das von der Europäischen Kommission erhobene Verbrauchervertrauen, sodass auch von Seiten des Privatkonsums ein positiver Einfluss auf das BIP-Wachstum im dritten Quartal zu erwarten ist.



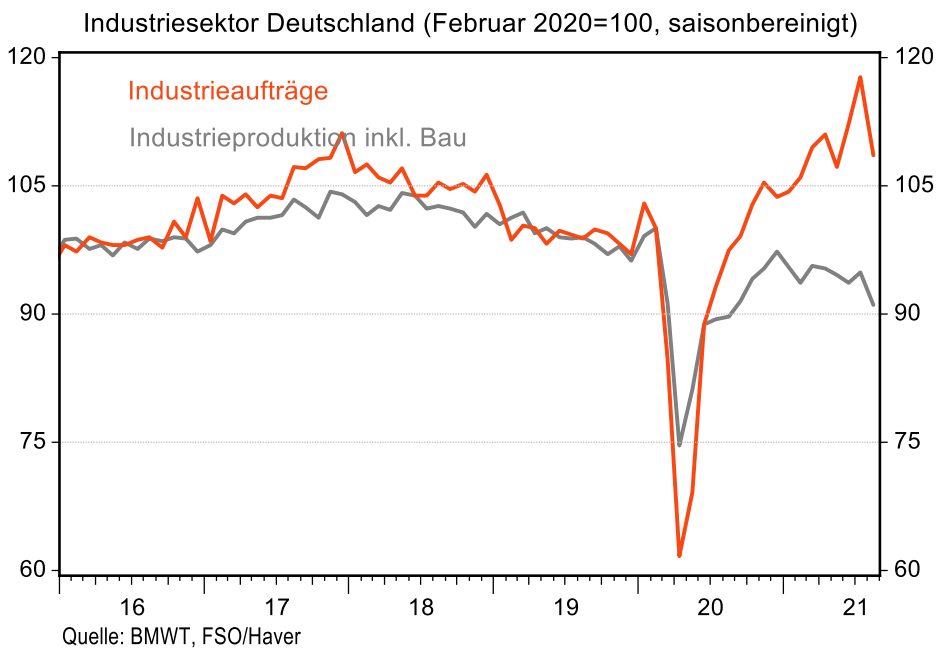
Nach dem dritten Quartal könnte der Post-Corona-Boom langsam enden und die Wachstumsraten dürften sich danach schrittweise normalisieren. Bis ins nächste Jahr hinein kann aber mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten gerechnet werden, da sich die angebotsseitigen Engpässe verringern dürften und voranschreitende Lockerungen der Corona-Maßnahmen in der Kombination mit weiter positiven Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt (im September ist die Arbeitslosenquote bereits auf 7,5% gefallen) den Konsum der Privathaushalte stützen sollten. Da auch von der Geld- und Finanzpolitik weiterhin positive Impulse ausgehen werden, rechnen wir für 2021 mit einem realen BIP-Wachstum von 4,5% und für 2022 mit einer Rate von 4,2%. Die Volkswirte der Europäischen Zentralbank (EZB) sind in ihrer jüngsten Prognose etwas optimistischer und erwarten Raten von 5,0% für 2021 und 4,6% für 2022. Gegenüber den Juni-Prognosen liegen diese Werte etwas höher, was die EZB vor allem mit den Ergebnissen für das erste Halbjahr erklärt, die über den Erwartungen lagen. Die Projektionen für das Wachstum im zweite Halbjahr wurden dagegen etwas abgesenkt, da die Produktionsengpässe länger anhalten und gravierender ausfallen als erwartet.

Während die Wachstumsprognosen für die Eurozone zuletzt angehoben wurden, gehen Volkswirte für Deutschland nun von einem geringeren Wachstum aus als noch vor wenigen Monaten. Genau wie für die Eurozone ist es für Deutschland die Knappheit an Rohstoffen und Vorprodukten, die die Produktion bremst. Nachdem die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im ersten Quartal bereits um 1,8% zurückgegangen war, reduzierte sie sich im zweiten Quartal nochmals um 2,1%, sodass sie im August immer noch 9% unter dem Niveau von Februar 2020 lag, also dem Monat vor der Corona-Krise. Dagegen lagen die Auftragseingänge im August

Nach dem dritten Quartal dürfte sich das EWU-Wachstum abschwächen aber 2022 weiter überdurchschnittlich ausfallen.

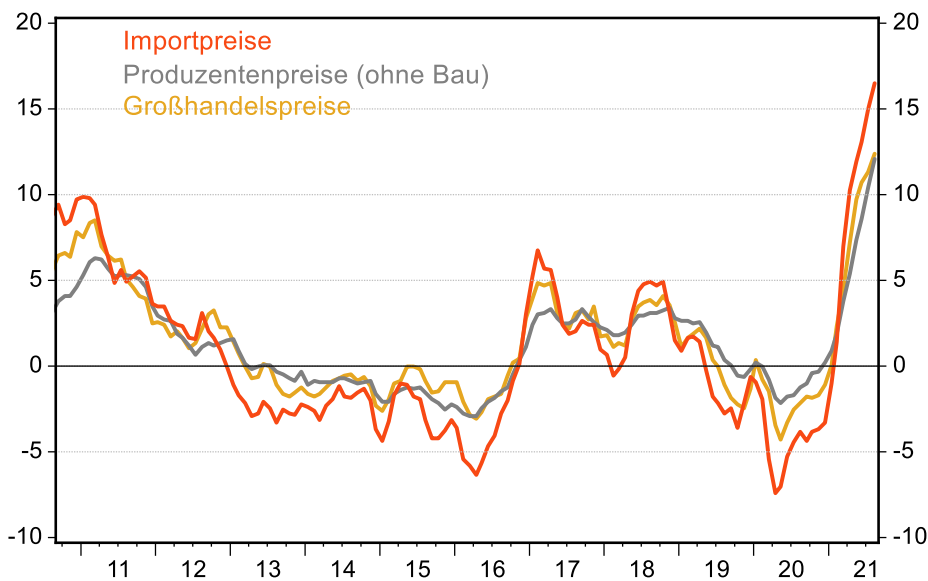
In Deutschland bremsen Lieferkettenprobleme und sorgen für eine Senkung der Wachstumsprognose.

9% über dem Niveau von Februar 2020. Auch wenn der Grund für die schwache Industrieproduktion für Deutschland der gleiche ist wie für die Eurozone, sind die Folgen für die deutsche Volkswirtschaft gravierender, da der Anteil des verarbeitenden Gewerbes gemessen an der gesamten Bruttowertschöpfung in Deutschland mit 19,7% höher ist als in vielen anderen Ländern der Eurozone (EU-Durchschnitt bei 16,2%). Damit ist auch die volkswirtschaftliche Belastung durch die Lieferengpässe für Deutschland größer. Vor diesem Hintergrund reduzierte beispielsweise das ifo-Institut für Wirtschaftsforschung seine Wachstumsprognose für Deutschland für 2021 von 3,3% auf 2,5%. Immerhin gehen die Wirtschaftsforscher davon aus, dass die Lieferengpässe zum Jahreswechsel hin an Bedeutung verlieren werden und sich die Industrieproduktion im kommenden Jahr kräftig erholen wird, da der hohe Auftragsbestand abgearbeitet werden muss. Das Wachstum verschiebt sich somit von diesem auf das nächste Jahr und dürfte 2022 laut den ifo-Forschern bei 5,1% liegen. In einer ähnlichen Größenordnung bewegen sich die Prognosen des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung und des RWI in Essen (jeweils nun bei 4,9% für 2022).



Nach einer technischen Rezession zum Jahreswechsel ist die europäische Wirtschaft im zweiten Quartal auf einen Wachstumskurs eingeschwenkt und monatliche Konjunkturdaten deuten darauf hin, dass sich die konjunkturelle Erholung in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen wird. Allerdings hat sich der konjunkturelle Ausblick für das vierte Quartal etwas eingetrübt, da die Pandemie andauert, eine weitere Corona-Welle im Herbst droht und zudem Lieferengpässe bestehen. Für das Gesamtjahr rechnen wir dennoch mit einem kräftigen EWU-Wachstum von 4,5%. Für Deutschland dürfte das Wachstum niedriger ausfallen, da die Materialnot die hiesige Wirtschaft deutlich stärker bremst.

Deutschland: Inflation (YoY in %)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Federal Statistical Office/Haver Analytics

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich in den vergangenen Monaten nochmal beschleunigt und wird weiterhin von Basis- und Sondereffekten (wie der temporäre Mehrwertsteuersenkung und der höheren CO₂-Bepreisung in Deutschland) beeinflusst. Eine immer stärkere Rolle spielen aber auch die höheren Preise von Rohstoffen und Vorprodukten, was sich in deutlichen Preisanstiegen für Import- und Produzentenpreise widerspiegelt. Für Deutschland lagen die Importpreise im August 16,4% über dem Vorjahresniveau und die Produzentenpreise sind im Verlauf eines Jahres immerhin um 12,0% gestiegen. Für die Eurozone kletterte die Produzentenpreis-inflation im Juli auf 12,1%. Die Produzentenpreisstatistik enthält Produkte bevor sie weiterverarbeitet werden oder in den Handel kommen, sodass sie Hinweise auf die Entwicklung der Verbraucherpreise geben kann. Allerdings ist offen, inwiefern die höheren Preise an die Verbraucher weitergegeben werden. Bislang geben Produzenten ihre höheren Preise nur teilweise weiter, sodass die Verbraucherpreis-inflation im September bei 3,4% zwar den höchsten Stand seit 13 Jahren erreicht hat, jedoch deutlich geringer ausgefallen ist als die Erzeugerpreis-inflation. Angesichts dieser Entwicklung kommen an den Kapitalmärkten immer stärkere Zweifel auf, ob der Inflationsanstieg tatsächlich – wie von der EZB seit längerem behauptet – nur temporärer Natur ist. Nicht wenige Ökonomen fühlen sich an die 1970er Jahre erinnert, als die Ölknappheit die Inflation in die Höhe trieb. Aktuell ist es aber nicht die Knappheit eines einzelnen Rohstoffs, sondern eine Kombination aus Problemen bei den Lieferketten, Engpässen bei verschiedenen Materialien und Vorprodukten sowie in den USA fehlende Arbeitskräften, die für höhere Preissteigerungen sorgen. Auch wenn eine Lohn-Preis-Spirale momentan nicht zu erkennen ist, sind lange anhaltende hohe Inflationsraten nicht unproblematisch, da sie die Inflationserwartungen beeinflussen. Tatsächlich haben sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer in den vergangenen Monaten aufwärts bewegt. Der 5-Jahres-5-Jahres-Inflationsswap, der angibt mit welcher jährlichen Inflationsrate Investoren in fünf Jahren für die darauffolgenden fünf Jahre rechnen (aktuell also der Zeitraum von 2026 bis 2031), ist seit Anfang Juli von 1,66% auf 1,80% gestiegen und hat damit das höchste Niveau seit 2015 erreicht. Zum Jahresbeginn lag der Inflationsswap noch bei 1,26%.

Inflationsanstieg beschleunigt sich...

Die EZB hielt auf ihrer Zinssitzung im September trotz der dynamischen Inflationsentwicklung wie erwartet an dem Pandemie-Notfallkaufprogramm für Staatsanleihen (PEPP) fest. Sie kündigte allerdings an, die im Frühjahr beschlossene Beschleunigung der PEPP-Anleihekäufe im vierten Quartal zurückzufahren. Auf ein Signal, wie es mit dem bis März 2022 laufenden Programm weitergeht, warteten Anleger aber vergeblich. EZB-Präsidentin Christine Lagarde signalisierte immerhin, dass im Dezember über die Zukunft der PEPP-Anleihekäufe entschieden werden soll. Momentan ist nicht absehbar, ob sich der EZB-Rat vor dem Hintergrund der Konjunkturerholung und der steigenden Inflation dazu durchringen kann, das Krisenprogramm zu beenden. Gerade die Zentralbankchefs der südlichen Euro-Peripherie dürften sich gegen ein Ende des PEPP stellen, da die Staatsfinanzen der hochverschuldeten Südeuropäer erheblich von den PEPP-Anleihekäufen profitiert haben. Anders als im kleineren und älteren Asset Purchase Program (APP) unterliegt das PEPP weniger strengen Regeln, sodass die EZB einen höheren Anteil südeuropäischer Staatsanleihen kaufen konnte, als dies unter dem APP-Programm erlaubt ist. Möglicherweise könnte sich der EZB-Rat im Dezember auf einen Kompromiss verständigen, der zwar ein Ende des PEPP-Programms vorsieht, da ein Krisenprogramm – bei objektiver Betrachtung – inzwischen jeglicher Grundlage entbehrt, aber eine Ausweitung des APP erlaubt. Dessen monatliche Anleihekäufe fallen mit 20 Mrd. Euro deutlich geringer aus als die des PEPP, das auf ein Gesamtvolumen von 1,85 Billionen Euro kommt. Damit könnten diejenigen im EZB-Rat beruhigt werden, die fürchten, dass ein Auslaufen des PEPP Verwerfungen an den Kapitalmärkten verursachen wird.

...aber EZB bleibt bei ultra-expansivem Kurs.

Der Inflationsanstieg hat sich zuletzt auf 3,4% gegenüber dem Vorjahresmonat beschleunigt und immer mehr Marktteilnehmer stellen die von der EZB vorgetragene Einschätzung eines temporären Inflationsschubs in Frage. Dennoch beschloss die EZB nur eine minimale Anpassung ihrer Anleihekäufe und möchte erst im Dezember über die Zukunft des PEPP entscheiden.

Euro

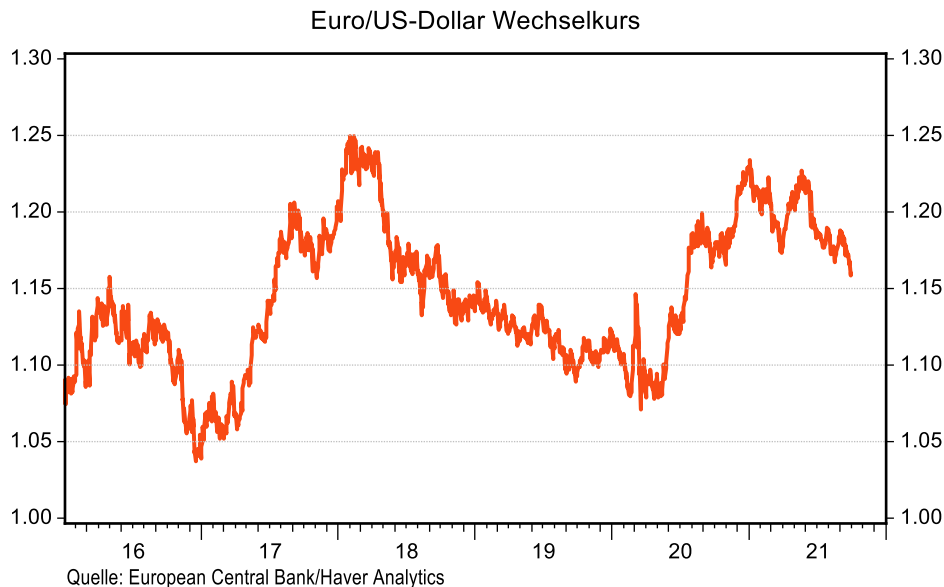
Der Euro musste in den vergangenen Monaten eine deutliche Abwertung hinnehmen. Wurde er Anfang August noch zu 1,186 US-Dollar gewechselt, erzielt er aktuell nur noch einen Wert von 1,156 US-Dollar. Dabei hätte es durchaus Gründe für einen schwächeren US-Dollar gegeben. So befinden sich die Corona-Infektionszahlen in den USA auf einem deutlich höheren Niveau als in vielen europäischen Ländern und auch wenn sich das Infektionsgeschehen vor allem in Bundesstaaten abspielt, wo eine Verschärfung der Corona-Schutzmaßnahmen unwahrscheinlich ist, so drückt die Pandemieentwicklung dennoch auf die Stimmung der US-Verbraucher und führt zu einer gewissen Konsumzurückhaltung. Für die Eurozone wurden die Wachstumsprognosen dagegen – wie bereits beschrieben – eher nach oben angepasst.

Euro wertet von 1,186 auf 1,156 US-Dollar ab, obwohl die pandemische Lage...

Auch die drohende Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung spricht eher für einen schwächeren Dollar. Zwar zeichnet sich zwischen Demokraten und Republikanern inzwischen zumindest eine kurzfristige Erhöhung der Schuldenobergrenze ab, was der Regierung zumindest bis Mitte Dezember Liquidität verschaffen würde. Eine längerfristige Erhöhung ist aber noch nicht in trockenen Tüchern. Der Devisenmarkt scheint jedoch fest davon auszugehen, dass sich letztlich entweder genügend

...und ein drohender Zahlungsausfall in den USA für einen schwächeren US-Dollar sprechen.

Republikaner für eine längerfristige Anhebung der Schuldengrenze finden oder die Demokraten die Anhebung ohne die Beteiligung der Republikaner durchsetzen. Noch sträuben sich die Demokraten, die Schuldengrenze im Alleingang anzuheben, da sie die Verantwortung gerne teilen würden. Ein Zahlungsausfall ist aber weder im ihrem Interesse noch im Interesse der Republikaner, sodass dieses Szenario zwar unwahrscheinlich ist, aber nicht ausgeschlossen werden kann.



Der wichtigste Grund, warum der Euro gegenüber dem US-Dollar dennoch nachgab, dürfte die europäische Geldpolitik sein. Zwar hat die EZB auf ihrer Sitzung im September beschlossen, das Tempo ihrer Anleihekäufe leicht zu reduzieren (siehe oben), gleichzeitig war es EZB-Präsidentin Christina Lagarde ein Anliegen, dies als Rekalibrierung der Geldpolitik und nicht als Tapering verstanden zu wissen. Die Bemühungen der EZB-Notenbanker, die Kapitalmärkte von der weiterhin bestehenden Notwendigkeit einer sehr expansiven Geldpolitik zu überzeugen, wurden auch deutlich, als wenige Tage nach der Notenbanksitzung die Meldung kursierte, wonach EZB-Chefvolkswirt Philip Lane gesagt haben soll, dass die EZB ihr Inflationsziel von zwei Prozent bis 2025 erreichen könne und eine Zinswende in gut zwei Jahren zu erwarten sei. Umgehend dementierte die EZB diese Darstellung in den Medien und seitdem haben mehrere führende europäische Notenbanker bekräftigt, den eingeschlagenen expansiven Kurs fortzusetzen.

Geldpolitik der EZB...

Der Abwertungsdruck für den Euro dürfte sich verstärkt haben, da die Zentralbanken anderer Länder die geldpolitischen Zügel deutlich angezogen haben. So hat die norwegische Notenbank im September ihren Leitzins um 25 Basispunkte angehoben und weitere restriktive Schritte angekündigt. Die Bank of England kündigte eine frühere Leitzinserhöhung an und die tschechische Notenbank (CNB) hat ihren Leitzins sogar um 75 Basispunkte angehoben, was einer Verdopplung des Leitzinsniveaus entsprach. CNB-Präsident Rusnok bekräftigte zudem die Bereitschaft, den Leitzins auf den kommenden Sitzungen weiter anzuheben, wenn auch in moderateren Schritten. Wichtiger für die Euro-US-Dollar Entwicklung war aber sicherlich die US-Notenbank, die recht deutlich signalisiert hat, dass auf der nächsten Sitzung des Offenmarkausschusses Anfang November ein Tapering beschlossen wird, sofern sich die Konjunkturdaten nicht stark verschlechtern. Zudem weisen die Leitzinsprojektionen der US-Notenbanker

...und anderer Notenbanken belastet Euro.

nun auf einen ersten Zinsschritt bereits Ende des kommenden Jahres hin, während sie bislang das Jahr 2023 dafür angesetzt hatten.

In den vergangenen Wochen hatte der Euro einen schweren Stand, was vor allem an der EZB lag, die im Vergleich zu anderen Notenbanken weniger Bereitschaft gezeigt hat, den Krisenmodus zu verlassen. In der Folge rutschte die Gemeinschaftswährung sogar unter die Marke von 1,16 US-Dollar und liegt damit am unteren Ende unserer Prognosespanne für das Jahresende (1,15-1,20). Der US-Dollar sieht sich auf diesem Niveau vor allem mit zwei – wenn auch unwahrscheinlichen – Risiken konfrontiert. Einerseits könnte die Fed ihren Tapering-Beschluss verschieben, was sie vor allem bei einem schwachen Stellenaufbau in Betracht ziehen könnte. Daher kommt dem morgigen US-Arbeitsmarktbericht eine besondere Rolle zu. Andererseits könnte ein Zahlungsausfall der US-Regierung verheerende Konsequenzen für den US-Dollar haben. Es spricht zwar viel für eine Anhebung der Schuldenobergrenzen, ein „Unfall“ ist aber nicht ausgeschlossen.

Rentenmarkt

Im Kapitalmarktbericht zur Eurozone von August hatten wir darauf hingewiesen, dass das damalige Renditeniveau fundamental betrachtet zu niedrig erschien und dass die Renditen nach dem Wegfall von technischen Faktoren und saisonalen Effekten nach den Sommermonaten anziehen sollten. Tatsächlich sind die Renditen an den internationalen Rentenmärkten im August und vor allem im September sowie Anfang Oktober deutlich gestiegen. So legte die Rendite von 10-jährigen US-Treasuries von 1,24% auf 1,54% zu und die Rendite von Bundesanleihen mit derselben Restlaufzeit stieg nur etwas weniger stark von -0,46% auf nun -0,20%. In der europäischen Peripherie fiel der Renditeanstieg absolut betrachtet ähnlich hoch aus wie in Deutschland, sodass die Spreads langlaufender Staatsanleihen mehrheitlich auf dem Niveau von Anfang August liegen.

Der Anstieg der Inflationserwartungen bis Anfang August hatte den Staatsanleihekursen kaum zugesetzt. Seit August haben sich die Inflationserwartungen – wie oben dargestellt – aber nochmals stark aufwärts bewegt, da Marktteilnehmer die These eines temporären Inflationsschubs zunehmend in Frage stellen. Dabei sind es nicht nur die andauernden Lieferkettenprobleme, die diese Zweifel nähren. Auch rasant steigende Energiepreise (seit Anfang August hat sich Gas um etwa 180% verteuert) dürften eine Rolle spielen und einen Beitrag geleistet haben, dass mit den Inflationserwartungen auch die Renditen von Staatsanleihen zuletzt nach oben tendiert haben.

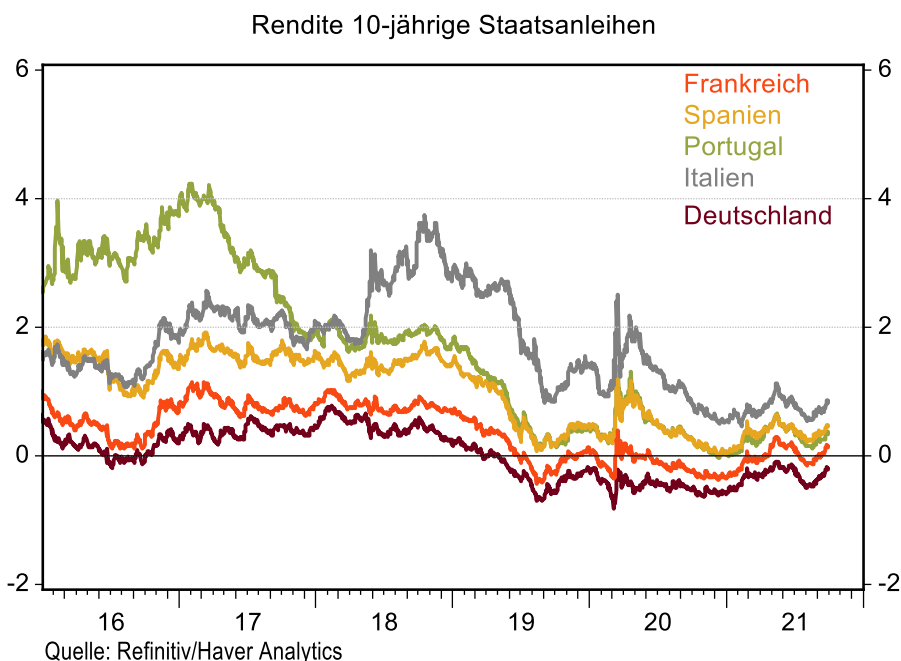
Die Marktteilnehmer machten sich zuletzt aber nicht nur Sorgen wegen möglicher nachhaltiger Preisanstiege. Auch die sich abzeichnende nachlassende geldpolitische Unterstützung beschäftigte sie. Wie im vorherigen Kapitel dargestellt, haben zuletzt mehrere Notenbanken ihren geldpolitischen Stimulus zurückgefahren und die Fed steht kurz davor. Zudem mussten die Rentenmärkte verarbeiten, dass ein erster Zinsschritt der US-Notenbank bereits im kommenden Jahr anstehen könnte. Zuvor hatten die Märkte erst 2023 mit einer Zinserhöhung durch die Fed gerechnet. In der Eurozone tut sich die EZB wie erwartet schwerer, die

Renditen steigen vor allem im September und Oktober deutlich an...

...was vor allem an höheren Inflationserwartungen...

...und Sorgen einer weniger expansiven Geldpolitik lag.

geldpolitischen Zügel anzuziehen, aber es ist ihr dennoch nicht gelungen, einen Anstieg der europäischen Anleiherenditen zu verhindern.



Zwar hatten wir im letzten Kapitalmarktbericht zur Eurozone die Erwartung geäußert, dass die europäischen Renditen bis zum Jahresende steigen würden, das Tempo und das Ausmaß des Renditeanstiegs, das die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf aktuell -0,20% hob, fiel allerdings höher aus als wir vermutet hatten. Die Renditen haben dabei vor allem auf gestiegene Inflationserwartungen und eine Straffung der Geldpolitik durch verschiedene Notenbanken reagiert. Ein weiterer Renditeanstieg durch einen Tapering-Entschluss der Fed im November ist nicht zu erwarten, da dieser inzwischen eingepreist sein dürfte. Möglicherweise könnten die Renditen sogar fallen und dabei der Börsenweisheit „Buy the rumor, sell the fact“ folgen. Auch eine potentielle Verschärfung der Corona-Situation im Herbst und Winter hätte das Potential, eine Gegenbewegung zu bewirken. Die anhaltend hohe Inflation, die günstige Konjunktorentwicklung und weniger expansive Notenbanken bilden jedoch eine solide Unterstützung für das Renditeniveau, sodass ein Rückfall auf das Niveau von Anfang August sehr unwahrscheinlich erscheint.

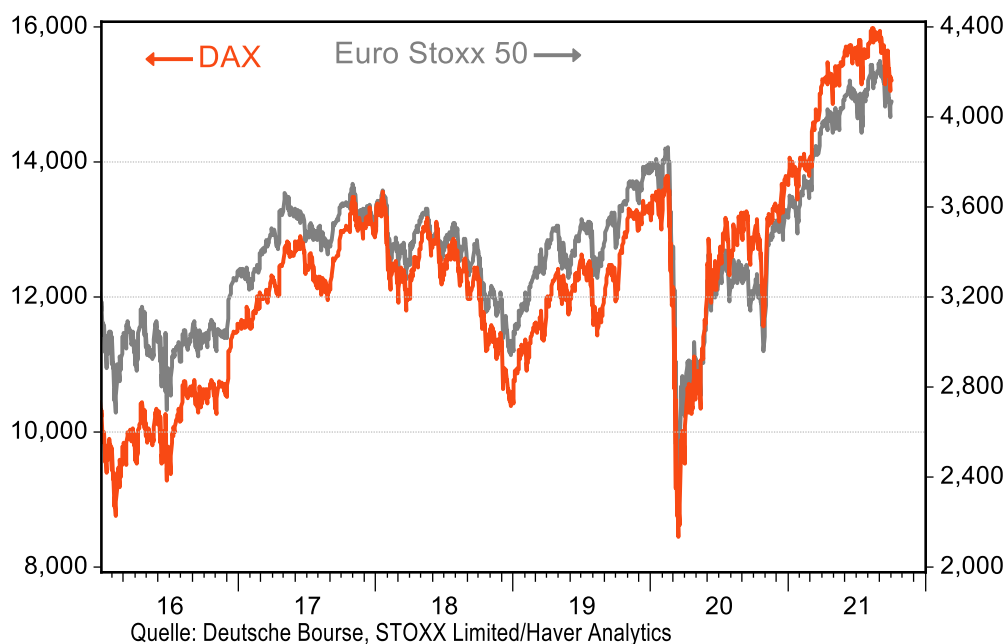
Aktienmarkt

An den europäischen Aktienmärkten setzte sich die Aufwärtsbewegung im August in etwas abgeschwächter Dynamik fort, sodass der DAX auf eine Monatsperformance von 1,9% und der EURO STOXX 50 auf ein Ergebnis von 2,6% kam. Damit war der August bereits der siebte Monat in Folge mit Kursgewinnen und die Jahresperformance summierte sich zum Monatsende auf 15,4% für den DAX und 20,1% für den EURO STOXX 50. Im September war diese Gewinnstrecke allerdings sowohl für den DAX (-3,6%) als auch für den EURO STOXX 50 (-3,4%) zu Ende. Der oben beschriebene Renditeanstieg belastet vor allem Technologiewerte (der STOXX Europe 600 Technology Index verringerte sich um 6,6%), setzte aber auch den marktbreiten Indizes zu. Dazu kamen Sorgen einer

Gewinnserie der Aktienmärkte wurde im September unterbrochen.

Wachstumsverlangsamung in China. Für Marktteilnehmer ist dies zwar kein neues Thema, da sich der Post-Corona-Boom in der Volksrepublik schon seit mehreren Monaten abschwächt. Allerdings haben sich die Ängste durch den in Schieflage geratenen Immobilienkonzern Evergrande verstärkt. Angesichts seiner Größe könnte eine Pleite nicht nur den chinesischen Immobiliensektor in eine Krise stürzen, sondern die gesamte Volkswirtschaft und damit auch das globale Wachstum belasten. Immerhin macht der seit Jahren boomende chinesische Immobiliensektor etwa ein Viertel des Bruttoinlandsprodukts aus und da viele Haushalte Immobilien zum Vermögensaufbau genutzt haben, würde sich ein Platzen der Immobilienblase auch negativ auf deren Konsumbereitschaft auswirken.

Euro STOXX 50 und DAX 30



Auch wenn die gefallenen Aktienkurse vieler Unternehmen dazu geführt haben, dass sich deren Bewertungen reduziert haben, liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse des DAX mit 15,6 und des EURO STOXX 50 mit 18,8 weiterhin deutlich oberhalb der langfristigen Durchschnittswerte. Dabei fällt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX wegen einer am 20. September erfolgten Indexerweiterung um zehn Unternehmen etwa 1,2 Punkte höher aus, als bei einer Berechnung auf Basis der zuvor gelisteten 30 DAX-Unternehmen. Neu hinzugekommen sind Airbus, Siemens Healthineers, Sartorius, Qiagen, Symrise, Zalando, Brenntag, die Porsche Holding Gesellschaft, Puma und HelloFresh, die allesamt vom MDAX aufrückten. Zwar ist das KGV der zehn neuen DAX-Mitglieder angesichts des Wachstumscharakters einiger dieser Firmen mit knapp über 25 recht hoch, da sie jedoch nur etwa 11% der Marktkapitalisierung des neuen DAX-40 ausmachen, fällt die Veränderung des KGV für den DAX gering aus. Mit Abstand der größte Neuzugang ist Airbus. Der Flugzeug- und Rüstungskonzern wird rund 5% Gewicht im Leitindex haben und kommt damit auf Anhieb auf den fünften Platz der größten DAX-Unternehmen. Was die Gewichte der Sektoren angeht, ergeben sie durch die DAX-Erweiterung nur geringe Verschiebungen. Die größte Veränderung ergibt sich durch die Aufnahme des Schwergewichts Airbus, da dadurch der Industriegüter-Sektor an Gewicht gewinnt und nun den Bereich Chemie als größten Sektor verdrängt. Damit bleiben dem DAX allerdings auch die

Bewertung des DAX erhöht sich durch Erweiterung um zehn Unternehmen.

hohe konjunktur-zyklische Ausrichtung und seine Abhängigkeit vom globalen Wachstum erhalten. Weiterhin erwirtschaften DAX-Unternehmen etwa 80% ihrer Umsätze im Ausland, sodass für Investoren, die auf einen wirtschaftlichen Aufschwung der heimischen Wirtschaft setzen, der DAX kaum in Frage kommt.

Nachdem der DAX und der EURO STOXX 50 jeden Monat seit Januar mit Gewinnen beendet hatten, verzeichneten sie im September Verluste von 3,6% bzw. 3,4%, wobei ihnen vor allem die Sorgen um eine Wachstumsverlangsamung in China und der Renditeanstieg zusetzten. Auch wenn sich ein unmittelbarer Einstieg in den Aktienmarkt angesichts der trüben Börsenstimmung momentan nicht aufdrängt und eine mögliche Corona-Eskalation in den kommenden Monaten die Kurse weiter belasten könnte, sind die mittelfristigen Kurstreiber weiter intakt. So sind die globalen Wachstumsaussichten weiterhin positiv, wovon die Unternehmensgewinne profitieren dürften, und angesichts des Anlagenotstands dürften Anleger auch in Zukunft bereits sein, in Risikoassets zu investieren.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

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

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	3,1	3,1	2,7	2,3	2,8	-1,0	-0,5	-0,6	-7,6	-6,7	1,20	1,15	1,12	1,22	1,18
- Deutschland	7,8	7,4	7,1	7,1	7,8	1,2	1,8	1,5	-4,2	-5,5	-	-	-	-	-
UK	-3,5	-3,9	-4,0	-3,9	-3,9	-1,8	-2,3	-2,2	-13,4	-11,8	1,35	1,28	1,30	1,37	1,31
USA	-2,3	-2,2	-2,2	-3,1	-3,9	-4,5	-5,8	-6,3	-15,8	-15,0	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,2	3,6	3,6	3,3	3,6	-3,2	-2,5	-3,3	-12,6	-9,4	113	110	110	103	110

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,24	-0,19	-0,26	-0,30
UK	0,5	0,75	0,75	0,1	0,1	1,2	1,28	0,82	0,20	0,60
USA	1,25-1,5	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	2,4	2,68	1,92	0,91	1,70
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0,03	0,0	0,04	0,0

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Deposit Rate; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

Rohstoffe

	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	07.10.
CRB-Index**	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8	185,0	213,4	228,9	232,2
Ölpreis (Brent)*	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8	63,5	75,1	78,5	81,2

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.