

Neujahrsbericht  
**Konjunktur- und Kapital-  
marktprognose 2021**



04. Januar 2021

## Hauptszenario:

### **Erholung durch Überwindung der Pandemie**

Wahrscheinlichkeit: 60%

#### **Entwicklung der Weltwirtschaft:**

Die konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft war 2020 von der Corona-Pandemie und ihren ökonomischen Auswirkungen geprägt. So wurde in allen großen Staaten im Frühjahrsquartal als Folge der zur Bekämpfung der medizinischen Krise beschlossenen Einschränkungen des gesellschaftlichen und Wirtschaftslebens („Lockdowns“) der größte Einbruch des Bruttoinlandsprodukts (BIP) seit Erfassung von Quartalsdaten verzeichnet. Auch wenn die Erholung über die Sommermonate dank extrem umfangreicher Stützungsmaßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik dynamischer verlief als ursprünglich befürchtet, sorgte ein zweiter Lockdown (in der EWU z.B. ab dem vierten Quartal) für einen erneuten Rückschlag. Im Ergebnis verzeichnete die Weltwirtschaft im Vorjahr einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um rund 4% und damit eines der schwächsten Jahre der Nachkriegsgeschichte.

Wahrscheinlichstes Szenario für 2021 ist eine deutliche Erholung der Wirtschaftsaktivität. So kann davon ausgegangen werden, dass bis zur Jahresmitte die Versorgung mit Impfstoffen so großflächig und umfangreich ausgebaut sein wird, dass das Corona-Virus zwar noch nicht ausgerottet sein wird, aber die Einschränkungen für Wirtschaft und Gesellschaft wieder weitgehend aufgehoben werden können. Der aufgestaute Nachholbedarf sowohl beim Konsum als auch

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

**2020: Corona sorgt für Konjunkturreinbruch.**

**2021 überdurchschnittliches Wachstum durch Überwindung der Pandemie.**

bei den Investitionen, statistische Basiseffekte sowie eine anhaltend expansive Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik werden zu einem dynamischen, überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum führen. Unter Führung der Schwergewichte USA und China könnte die Weltwirtschaft dieses Jahr eine Wachstumsrate von 5% bis 5,5% erreichen. Hierzu könnte auch eine Beruhigung der geopolitischen Lage beitragen. Durch den Wahlsieg Bidens über Trump dürfte sich zumindest der Ton der Außen- und Handelspolitik der USA deutlich abmildern, selbst wenn die neue US-Administration inhaltlich eine ähnliche Politik verfolgen dürfte. Aus europäischer Sicht hat zumindest das unter Trump noch hohe Risiko von US-Zöllen auf EU-Ausfuhren deutlich nachgelassen. Und auch das Thema des EU-Austritts Großbritanniens („Brexit“) dürfte nach jahrelangen Verhandlungen und einer Einigung auf eine vertragliche Regelung der zukünftigen Beziehungen an Weihnachten dieses Jahr an Brisanz und medialer Präsenz verlieren, selbst wenn dieses Jahr gewisse negative konjunkturelle Auswirkungen des Austrittsvollzugs (insb. in Großbritannien) auftreten werden. Auch der Welthandel dürfte 2021 eine Renaissance erleben. Nachdem der globale Handel im Vorjahr im Zuge der Corona-Krise und des von Trump geschürten Handelskriegs noch um geschätzt 6% eingebrochen war, ist dieses Jahr ein Anstieg um bis zu 7% zu erwarten. Einen großen Anteil daran wird China haben. Da die Volksrepublik die Corona-Pandemie bereits früher als die westlichen Industriestaaten in den Griff bekommen hatte, wirkte die chinesische Nachfrage bereits im zweiten Halbjahr 2020 als Lokomotive der Weltwirtschaft. Der Nachholbedarf der USA und der EWU dürfte 2021 diesen positiven Prozess noch verstärken, auch wenn strukturell der in den Vorjahren zu beobachtende Trend einer gewissen Deglobalisierung anhalten wird. Auch der Ölpreis, der 2020 aufgrund des Nachfrageeinbruchs im Zuge der Corona-Krise auf ein Jahresdurchschnittsniveau von rund 43 US-Dollar gefallen war, dürfte von der Erholung der Weltwirtschaft profitieren und 2021 wieder in einen Bereich von 50 bis 60 US-Dollar ansteigen

### **Konjunkturausblick für die USA und Euroland:**

Als große und hauptsächlich auf den Binnenmarkt konzentrierte Volkswirtschaft hätten die USA 2020 gute Voraussetzungen dafür gehabt, relativ unbehelligt durch die Corona-Pandemie zu kommen, zumal die Behörden nach vereinzelt aus Wuhan eingereisten Infizierten zunächst richtig reagierten und bereits Ende Januar den Personenverkehr mit China einschränkten. Letztlich wurde das Virus aber von Geschäftsleuten und Touristen aus Europa eingeschleppt, sodass mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung zu Europa zunächst vor allem die US-Ostküste eine erste Pandemie-Welle durchlebte. Die Lockdown-Maßnahmen belasteten die Wirtschaft ab dem März, weshalb im 1. Quartal ein noch verhältnismäßig geringes annualisiertes Quartalsminus von 5,0% zu Buche schlug, und führten im 2. Quartal zu einem annualisierten BIP-Rückgang von rekordhohen 31,4%. Eine zweite Pandemie-Welle in den Sommermonaten in den südlichen Bundesstaaten bremste die Erholung im 3. Quartal nicht wirklich, als die Wirtschaft mit annualisiert 33,1% gegenüber dem Vorquartal wuchs. Die dritte, ihre Vorgänger in den Schatten stellende Infektionswelle ab dem Herbst hinterließ durch neue regionale Lockdowns zwar gewisse konjunkturelle Bremsspuren, vor allem im Einzelhandel, Hotel- und Gaststättengewerbe, doch vermutlich fiel die BIP-Entwicklung noch leicht positiv aus, so dass im Gesamtjahr ein Rückgang der Wirtschaftsleistung um voraus-sichtlich -3,8% gegenüber 2019 resultierte.

***Zögerliche Reaktion  
auf Corona-  
Pandemie belastet  
2020 US-Wirtschaft.***

Gewisse Belastungen dürften sich auch noch zu Jahresbeginn 2021 bemerkbar machen, doch mit Einsetzen der wärmeren Jahreszeit und einem auch durch

fortschreitende Impfungen rückläufigen Infektionsgeschehen ist im weiteren Verlauf mit einer dynamischen Konjunkturerholung zu rechnen. Diese dürfte vor allem von einem Nachholeffekt des Konsums und den Staatsausgaben der neuen demokratischen Regierung von Joe Biden getrieben werden. Da die Zinsen voraussichtlich noch längere Zeit auf einem sehr niedrigen Niveau verharren werden, ist zudem eine Fortsetzung der ausgesprochen guten Baukonjunktur wahrscheinlich, die zunehmend nur von Knappheiten auf der Angebotsseite (Bauland, Arbeitskräfte) beschränkt wird. Das sich nach der Abwahl von Trump aufhellende Außenhandelsklima dürfte sich ebenso wie die zunehmende Konsumstimmung im Ausland belebend auf verschiedene Branchen, insbesondere im konsumnahen Bereich, auswirken. Allenfalls die Hersteller von Kapitalgütern dürften noch längere Zeit unter den Folgen der Corona-Krise leiden, nämlich durch eine Investitionszurückhaltung der Unternehmen in dem Wunsch, zunächst die 2020 aufgehäuften Schulden wieder auf ein erträgliches Maß zu reduzieren. Dennoch ist ein überdurchschnittliches Wachstum von 3,8% im Gesamtjahr zu erwarten, welches durch eine weiterhin unterstützende Geldpolitik und eine hohe staatliche Ausgabenneigung auch noch Anfang 2022 anhalten dürfte. Ein Risiko für dieses Szenario wäre vor allem die Verbreitung einer Virus-Mutation, gegen welche die bislang entwickelten Impfstoffe wirkungslos wären. In diesem Fall könnte sich der Aufschwung weiter in die Zukunft verschieben.

**Corona-  
Überwindung als  
Basis einer Erho-  
lung der US-  
Wirtschaft 2021**

Auch die deutsche Wirtschaft litt unter den Auswirkungen der Corona-Pandemie und den zu ihrer Bekämpfung getroffenen Maßnahmen. Insbesondere die umfassenden Einschränkungen des ökonomischen und gesellschaftlichen Lebens im Frühjahr 2020 sorgten für einen Konjunkturerinbruch. Im Ergebnis sank das BIP im zweiten Quartal um einen Rekordwert von 9,8%, auf Sicht des gesamten Kalenderjahres ergab sich gemäß vorläufigen Schätzungen ein Rückgang der Wirtschaftsleistung um ca. 5,5%. Dabei traf die Konjunkturschwäche fast alle Bereiche. Besonders ausgeprägt war der Aktivitätseinbruch wie üblich bei den schwankungsintensiven Investitionen und dem Exportgeschäft. Doch auch die private Konsumnachfrage zeigte dieses Mal aufgrund der zeitweisen Ladenschließungen, den durch Kurzarbeit und Arbeitslosigkeit erzeugten Einkommenseinbußen sowie der weitgehenden „Schließung“ weiterer Teile des Freizeitsektors (z.B. Veranstaltungen, Hotels, Restaurants, Auslandsreisen, Flüge) einen sehr ausgeprägten Einbruch, der im zweiten Quartal außergewöhnlicher Weise sogar höher ausfiel als der Rückgang des BIP. Selbst sehr weitreichende Maßnahmen des Staates zur Stützung der Einkommen, Nachholeffekte nach Beendigung des Lockdowns und das Ausweichen auf den Onlinehandel konnten hier den Ausfall der Nachfrage nur partiell kompensieren. Einzige konjunkturelle Lichtblicke im Vorjahr waren eine anhaltend positive Entwicklung des Bausektors (auch gestützt auf ein erneut rekordtiefes Zinsniveau) und eine deutlich steigende Staatsnachfrage im Zuge einer stabilisierenden Fiskalpolitik.

**Deutsche Wirtschaft  
2020 mit Frühjahrs-  
einbruch.**

Dank der inzwischen bereits weit fortgeschrittenen Entwicklung von Impfstoffen gegen das Corona-Virus stehen die Aussichten gut, dass 2021 eine weitreichende Überwindung der akuten medizinischen Krise gelingen sollte. Auch wenn eine umfassende Immunisierung der Bevölkerung wohl erst im zweiten Halbjahr erreicht werden kann, ist im Hauptszenario davon auszugehen, dass die Beschränkungen des gesellschaftlichen und ökonomischen Lebens bereits früher Zug um Zug aufgehoben werden können. Dennoch dürfte die wirtschaftliche Aktivität in den ersten Monaten des Jahres noch deutlich unter den Lockdown-Maßnahmen

**Konjunkturerholung  
dank Pandemie-  
Überwindung.**

leiden, spätestens zur Jahresmitte rechnen wir dann aber mit einer sehr dynamischen Erholung der Konjunktur. So wird der Nachholbedarf gerade in den von Corona besonders hart getroffenen Wirtschaftsbereichen groß sein. Einzelhandel, Restaurants und die Sommertouristik können nach Aufhebung der Lock-down-Maßnahmen mit einer boomenden Nachfrage rechnen. Allerdings dürfte der Ansturm auf Schifffahrtsreisen und voraussichtlich auch Flugdienstleistungen etwas gedämpfter ausfallen, da hier die Kundschaft noch ein erhöhtes Ansteckungsrisiko vermuten könnte. Doch auch andere konsumnahe Branchen könnten von einer neuen Zuversicht der Verbraucher und der Auflösung von (unfreiwillig aufgehäuften) Sparguthaben profitieren. Letzteres beläuft sich inzwischen auf über 4% des jährlich verfügbaren Einkommens, wodurch alleine ein sehr beachtlicher Wachstumsschub von theoretisch rund 2,5% des BIP ausgelöst werden könnte. Im Ergebnis dürfte sich die private Konsumnachfrage in Deutschland im laufenden Jahr dynamisch erholen und um über 3% zulegen. Die öffentliche Konsumnachfrage dürfte hingegen mit zunehmender Überwindung der Corona-Krise an Schwung verlieren. Allerdings ist davon auszugehen, dass die Finanzpolitik nur sehr moderat bremsen wird, um die Stabilität der Unternehmen und der privaten Haushalte sowie den konjunkturellen Aufschwung nicht zu gefährden. Die Konsolidierung der Staatsfinanzen wird folglich in die fernere Zukunft geschoben werden. Eine ausgeprägte Erholung ist auch bei den Unternehmensinvestitionen zu erwarten. Die Aufhellung der Geschäftsaussichten als Folge einer regen Binnen- und Exportnachfrage (z.B. aus China) sowie der aufgestaute Nachholbedarf deuten in diese Richtung. Auch die durch die Wahl Bidens zu erwartende Vermeidung eines offenen Handelskriegs mit den USA dürfte den Optimismus und die Investitionsbereitschaft der Unternehmen in der Tendenz stärken. Die Finanzierungskosten für Kredite werden angesichts der inzwischen noch expansiveren Geldpolitik der EZB sehr attraktiv bleiben. Jedoch könnte die Kreditvergabebereitschaft der Banken 2021 zurückgehen. Ursache hierfür könnte der zu erwartende, deutliche Anstieg von Kreditausfällen in den Bankportfolien sein. Nach Ende der Aussetzung der Insolvenzanzeigepflicht (falls diese nicht doch noch verlängert wird) und dem allmählichen Auslaufen staatlicher Liquiditätshilfen und Kreditgarantien ist 2021 ein sprunghafter Anstieg der Unternehmenskonkurse zu erwarten, der die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe noch einmal dämpfen könnte. Dennoch sind in der Summe 2021 im günstigen Falle zweistellige Zuwachsraten bei den Ausrüstungsinvestitionen möglich. Eine etwas schwächere Entwicklung als im Vorjahr ist hingegen in der Bauwirtschaft zu erwarten. Hier dürften insbesondere Kapazitätsengpässe (z.B. Arbeitskräfte, Bauland) die Dynamik bremsen. Schließlich dürfte die deutsche Exportwirtschaft von der Erholung der globalen Konjunktur und insbesondere der großen Absatzmärkte in China und den USA profitieren. Die anhaltende Aufwertung des Euro verringert jedoch die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure. Das vom EU-Austritt Großbritanniens belastete Geschäft mit dem Vereinigten Königreich dürfte dieses Jahr nur noch einen begrenzten, negativen Effekt ausüben. Da gleichzeitig auch die Importe aufgrund einer regen Binnennachfrage kräftig anziehen werden, wird der Außenbeitrag mit prognostiziert gut 1% etwas niedriger ausfallen als man eventuell vermuten könnte. Zusammenfassend ist 2021 in Deutschland mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3,5% zu rechnen, was sehr deutlich über dem langjährigen Durchschnitt von knapp 1,5% läge.

Das Bruttoinlandsprodukt der EWU verzeichnete als Folge der Corona-Pandemie und ihrer wirtschaftlichen Folgen 2020 gemäß vorläufigen Berechnungen einen Rückgang um über 7%. Dies stellt mit deutlichem Abstand den schärfsten Kon-

junktoreinbruch in der Geschichte der EWU dar. Dass die Rezession damit noch stärker ausfiel als in Deutschland (das in früheren Rezessionsphasen aufgrund der hohen Abhängigkeit von der volatilen Exportentwicklung zumeist schärfere Wachstumsrückgänge zu verzeichnen hatte als die Rest-EWU) ist zum einen durch das teilweise extremere Infektionsgeschehen in vielen EWU-Ländern und zum anderen von deren teils sehr hohen Abhängigkeit vom Gastronomie- und Touristikgewerbe zu erklären. 2021 ist im Zuge der erwarteten Überwindung der Pandemie mit einer entsprechenden Gegenbewegung zu rechnen, die mit prognostiziert 4% in der EWU auch entsprechend dynamischer ausfallen dürfte als in Deutschland. Voraussetzung hierfür ist aber, dass die Zeitspannen, in denen insbesondere das Dienstleistungsgewerbe durch erneute Eindämmungsmaßnahmen eingeschränkt wird, kurz ausfallen werden. Dies gilt z.B. für die im Tourismusgewerbe sehr bedeutende Sommersaison 2021. Erneute Einschränkungen der Reisefreiheit und -möglichkeiten würden die Erholungsaussichten der stark vom Reisegewerbe abhängigen EWU-Staaten (z.B. Spanien, Italien, Griechenland) wieder deutlich eintrüben. Im erwarteten, positiven Fall ausbleibender Lockdown-Maßnahmen dürften hingegen Nachholeffekte für eine dynamische Erholung der Touristikwirtschaft sorgen. Ähnliches gilt auch für die restliche private Konsumnachfrage, sodass diese 2021 eine zentrale Stütze des europäischen Aufschwungs darstellen wird. Eine Erholung ist auch bei den Unternehmensinvestitionen zu erwarten, auch wenn diese angesichts verbleibender Unsicherheiten beim Geschäftsausblick und aufgrund der in vielen Sektoren notwendigen Sanierung der Unternehmensbilanzen deutlich gedämpft ausfallen dürfte. Die erwartete Belebung des Welthandels im Zuge der Erholung der globalen Konjunktur wird sich positiv auf die EWU-Exporte auswirken. Das durch die Wahl Bidens zum US-Präsidenten massiv gesunkene Risiko von US-Zöllen auf europäische Ausfuhren hellt den Ausblick zusätzlich auf. Auf der anderen Seite vollzog der Euro seit dem Frühjahr 2020 eine spürbare Aufwertung, worunter nun die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der EWU-Exporte leidet. Zudem wird auch die Importnachfrage kräftig anziehen, sodass sich der Außenhandelsbeitrag in der Summe 2021 wohl neutral auf das EWU-Wirtschaftswachstum auswirken wird. Weiterhin positiv wird sich hingegen eine erhöhte Nachfrage des Staates bemerkbar machen. Auf EU-Ebene könnte dieser Effekt sogar ähnliche Ausmaße wie im Vorjahr annehmen, wenn es gelingt, den 750 Milliarden Euro schweren EU-Aufbaufonds zügig umzusetzen. Insbesondere in den besonders begünstigten EWU-Peripheriestaaten wie in Italien und Spanien könnten die resultierenden Staatsinvestitionen in zukunftsorientierten Bereichen wie Digitalisierung und Klimaschutz das Wachstum fördern. Zusammenfassend bleibt festzustellen, dass in der EWU dieses Jahr die Zeichen auf konjunkturelle Erholung stehen.

### **Inflationsausblick für Euroland und die USA:**

Die Inflationsraten in der EWU und Deutschland wiesen im Jahresverlauf 2020 einen nahezu permanenten Rückgang auf, sodass diese in der zweiten Jahreshälfte sogar in den negativen Bereich abrutschten. Hauptgrund hierfür waren die rezessiven Effekte der Corona-Pandemie und der damit verbundene Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Besonders ausgeprägt waren diese Auswirkungen auf den Rohstoffmärkten. So sank z.B. der Ölpreis (Sorte Brent je Barrel) von einem Hoch bei über 70 US-Dollar noch zu Jahresbeginn bis April kurzzeitig unter 25 US-Dollar (die amerikanische Sorte WTI wurde sogar mit negativen (!) Preisen gehandelt). Dieser massive Einbruch des Ölpreises drückte entsprechend die Gesamtinflationsrate, was auch dadurch verdeutlicht wird, dass die Kerninflationsrate, die Energie- und Nahrungsmittelpreise nicht berücksichtigt,

***Konjunkturelle Entwicklung der EWU mit höherer Volatilität als in Deutschland***

***Chance auf deutlich überdurchschnittliches Wachstum in der EWU.***

***Corona lässt Inflation 2020 abstürzen.***



zumindes noch leicht positiv ausfiel. In Deutschland wurde der disinflationäre Effekt im zweiten Halbjahr noch durch eine temporäre Herabsetzung der Umsatzsteuersätze verstärkt. In den USA verlief die Inflationsentwicklung im Vorjahr zwar etwas schwankungsintensiver als in Europa, aber im Ergebnis war auch hier ein Rückgang der Preissteigerungsraten zu beobachten, der jedoch deutlich moderater ausfiel.

Der Ölpreiseffekt wird auch dieses Jahr die Entwicklung der Gesamtinflation prägen. Unterstellt man, dass sich der Ölpreis 2021 konstant auf seinem im langfristigen Vergleich immer noch gedrückten Niveau vom Jahresende 2020 bei gut 50 US-Dollar seitwärts bewegen wird, ergäbe sich im zweiten Quartal aufgrund der Corona-bedingt extrem niedrigen Vergleichsbasis des Vorjahres eine Verdoppelung des Ölpreises. Der resultierende sprunghafte Anstieg der Energiepreise würde auch die Gesamtinflation rasch ansteigen lassen. Sollte der Ölpreis aufgrund der konjunkturellen Belebung der Weltwirtschaft sogar noch weiter steigen, fiel der Inflationsschub entsprechend noch stärker aus. Im Ergebnis kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Gesamtinflation in Deutschland und eventuell auch in der EWU zumindest kurzzeitig im Frühjahr die 2%-Marke erreichen wird. In Deutschland ist dies aufgrund der Rückkehr zu den höheren Standardsätzen der Umsatzsteuer wahrscheinlicher. In der zweiten Jahreshälfte läuft dieser inflationstreibende Basiseffekt des Ölpreises allmählich aus, außer es käme zu einem weiteren, deutlichen Anstieg des Preises des „Schwarzen Goldes“. Ob die nachlassende Inflationwirkung der Rohstoffpreise durch eine nach der endgültigen Überwindung der Pandemie dynamisch sich erholende Konsumnachfrage ersetzt werden kann, erscheint eher fraglich. So dürften die Unternehmen sehr bemüht sein, in der Krise verlorene Umsätze nachzuholen und nicht Marktanteile durch Preisanhebungen zu verlieren. Zudem hat sich gerade im Einzelhandel die Wettbewerbsintensität durch die sprunghaft gestiegene Bedeutung des Onlinehandels noch einmal deutlich erhöht. Daher rechnen wir trotz der erwarteten regen Konsumnachfrage nicht damit, dass die Kerninflation nachhaltig über die 1%-Marke steigen wird. Hierfür sprechen auch der preisdämpfende Effekt der erfolgten Euro-Aufwertung sowie das bereits in den Vorjahren zu beobachtende Phänomen, dass es den Unternehmen nicht gelingt, signifikante Anstiege der Lohnkosten auf die Verbraucher abzuwälzen.

Zusammenfassend prognostizieren wir für die EWU 2021 im Gesamtdurchschnitt einen Anstieg der Verbraucherpreise (CPI) um 1,0% und damit weiterhin eine massive Unterschreitung des EZB-Zielwerts. Für Deutschland erwarten wir 2021 eine jahresdurchschnittliche Inflationsrate von 1,5%. Für die USA rechnen wir mit einem ausgeprägten Anstieg der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate von 1,2% auf 2,7%.

### **Geldpolitischer Ausblick für die USA und die EWU:**

Die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) sahen sich 2020 angesichts der Corona-Pandemie und ihrer wirtschaftlichen Folgen erneut gezwungen, in den Krisenmodus überzugehen. In den USA zwang insbesondere der rasante Anstieg der Arbeitslosigkeit die Fed im März zu zwei raschen Zinssenkungen um zusammen 150 Basispunkte, sodass erneut das rekordtiefe Zielzinsband von 0% bis 0,25% erreicht wurde. Zudem nahm die Fed Ende März und Anfang April massive Käufe von Staatsanleihen im Umfang von mehr als 300 Mrd. US-Dollar pro Woche vor, die dann später schrittweise reduziert wurden und sich aktuell noch auf rund 80 Mrd. US-Dollar pro Monat belaufen. Dazu kommen Käufe

***Ölpreis- und Basiseffekte dominieren Inflationsausblick 2021.***

***Geldpolitik war 2020 im Krisenmodus.***

von hypotheken-besicherten Anleihen (MBS) in Höhe von weiteren 40 Mrd. US-Dollar pro Monat. Als dritte Maßnahme kündigte die Fed im Zuge der ersten Krisenwelle über die Einrichtung von Notkreditfazilitäten den Ankauf von Unternehmensanleihen und Commercial Paper sowie von verbrieften Darlehen an kleine Unternehmen und Gemeinden bis hin zu Studienkrediten an. Das Verbot einer solchen Finanzierungs-tätigkeit wurde zumindest vordergründig durch die finanzielle Ausstattung von Zweckgesellschaften umgangen, welche dann die Papiere am Markt durch die New York Fed erwerben ließen. Diese Käufe nahmen aber erst im Mai Fahrt auf, und bis zum Jahresende dürften sie sich auf verhältnismäßig überschaubare 140 Mrd. US-Dollar belaufen haben, weshalb die Einschätzung gerechtfertigt erscheint, dass ihre marktberuhigende Wirkung vor allem in der Ankündigung lag. Darüber hinaus gab die US-Notenbank 2020 als wichtigstes Ergebnis ihrer Strategieüberprüfung bekannt, dass sie zukünftig ein Überschreiten der Preissteigerungsrate über ihr Zielniveau von 2% akzeptieren würde, wenn dadurch ein vorheriges Unterschreiten des Inflationsziels kompensiert werden könne. Darüber hinaus wolle sie zukünftig das in ihrem Statut als zweites Ziel genannte Vollbeschäftigungsniveau (noch) stärker berücksichtigen. Letztlich bedeutet dies, dass eine Umkehr der US-Geldpolitik in Richtung etwaiger Leitzinsanhebungen später erfolgen wird als unter der alten Strategie.

Mit Blick auf 2021 ist angesichts der von der Fed explizit getätigten Forward Guidance mit unveränderten Leitzinsen zu rechnen und grundsätzlich auch mit einer Fortsetzung der Treasuries- und MBS-Käufe auf dem gegenwärtigen Niveau. Eine Zinsabsenkung unter null dürfte nach diversen Dementis aus dem Kreis des Offenmarktausschusses dagegen wenig realistisch sein, wohingegen die Fed bei Bedarf ihre Anleihekäufe schnell ausweiten könnte. Auf den von uns erwarteten Anstieg der Inflationsrate über das Ziel von 2% hinaus dürfte die Fed gelassen reagieren, zumal sie wie oben erwähnt zuletzt ihr Ziel der „maximalen Beschäftigung“ stärker hervorhob und mit der Anpassung der geldpolitischen Strategie im Sommer 2020 ein „Durchschnittsziel“ verfolgt. Vor diesem Hintergrund kann die Fed auch bei einer nachholenden Verteuerung der Verbraucherpreise weiterhin ihre ultralockere Geldpolitik rechtfertigen. Eine zumindest vorüber-gehende Änderung ist mit dem Jahreswechsel jedoch bereits beschlossene Sache: Ende November forderte der scheidende Finanzminister Steven Mnuchin die Fed überraschend dazu auf, die vom Finanzministerium geleistete Eigenmittel-finanzierung für diejenigen Zweckgesellschaften zurückzuerstatten, in deren Büchern die Anleihen aus den Notkreditfazilitäten stehen. Eine Fortsetzung des Programms ist deshalb kaum möglich, doch wäre es denkbar, dass die neue Regierung von Joe Biden nach der Amtseinführung die Fed bitten wird, dieses Sicherheitsnetz für den Markt wieder aufzuspannen.

Die Europäische Zentralbank, die aufgrund der langjährigen Unterschreitung ihres Inflationsziels bereits mit einer sehr expansiven Ausrichtung ihrer Geldpolitik in das Jahr 2020 gestartet war, sah sich angesichts des Corona-bedingten Konjunktur- und Inflationseinbruchs gezwungen, nochmals geldpolitisch aktiv zu werden. Als wichtigstes neues Instrument wurde dabei ein Pandemie-Notfall-Anleihekaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) geschaffen. Im Unterschied zu den bereits bestehenden Anleihekaufprogrammen wurde diesem Instrument ein deutlich flexiblerer Rahmen zugebilligt, insbesondere bezüglich der Aufteilung des Ankaufsvolumens auf die Staatsanleihen der einzelnen EWU-Länder und der zeitlichen Verteilung der Anleihekäufe. Diese Flexibilität war darauf gemünzt, die von der ersten Corona-Welle im Frühjahr 2020

**2021 passive Leitzinspolitik der Fed erwartet.**

**EZB reagiert 2020 auf Corona-Krise.**

besonders hart getroffenen Peripheriestaaten Italien und Spanien geldpolitisch ohne die Fessel des EZB-Kapitalschlüssels unterstützen zu können. Bereits im Juni wurde das Gesamtvolumen des Programms von 750 auf 1.350 Milliarden Euro ausgeweitet, im Dezember erfolgte eine zweite Aufstockung auf 1.850 Milliarden Euro und eine Verlängerung bis zum März 2022. Zusätzlich wurden die Refinanzierungsmöglichkeiten der Geschäftsbanken („LTROs“ und „TLTROs“) noch einmal erweitert und vergünstigt. Die Bevorzugung quantitativer Instrumente hatte dabei zwei Gründe: Zum einen sollte eine sehr freizügige Liquiditätsversorgung des Geschäftsbankensystems und der Staaten das krisenbedingte Entstehen einer Kreditklemme und damit eine Konkurswelle im Unternehmenssektor vermeiden sowie eine sehr expansive Reaktion der Fiskalpolitik ermöglichen. Zum anderen war (und ist) der zinspolitische Spielraum der EZB spätestens seit der Absenkung des Einlagezinssatzes auf -0,5% im September 2019 faktisch ausgeschöpft. Im Zuge dieser extrem aggressiven Liquiditätspolitik stieg die Bilanzsumme der EZB, die im März noch bei rund 4.700 Milliarden Euro gelegen hatte, bis zum Jahresende 2020 auf 7.000 Milliarden Euro an und damit innerhalb weniger Monate um fast 50%.

Dieses Jahr ist mit einer ruhigeren Hand der EZB zu rechnen. So sollten die sich abzeichnende Überwindung der Pandemie und die hieraus resultierende Konjunkturerholung weitere Krisenmaßnahmen der Notenbank überflüssig machen. Zudem dürfte im ersten Halbjahr – wie oben ausgeführt – die Inflationsrate zumindest zeitweilig deutlich anziehen, sodass es der EZB deutlich schwerer fallen würde, weitere Expansionsschritte mit einer sehr niedrigen bzw. sogar negativen Preissteigerungsrate zu rechtfertigen. Auf der anderen Seite sind unseres Erachtens nicht einmal erste Schritte der geldpolitischen Umkehr von der EZB zu erwarten. So dürfte die europäische Inflationsrate in der zweiten Jahreshälfte trotz einer erwarteten regen Konsumnachfrage erneut spürbar unter die 2%-Marke zurückfallen. Zudem wird die EZB unter der Führung Frau Lagardes zinspolitisch zu großer Vorsicht und Zurückhaltung neigen, um keinesfalls eine Erholung der europäischen Konjunktur durch eine vermeintlich verfrühte Abkehr von ihrer expansiven Ausrichtung zu gefährden. Zusätzlich dürfte der Druck der Regierungen (wenn auch natürlich öffentlich vehement dementiert) sehr groß sein, das Zinsniveau sehr niedrig und die Liquiditätsversorgung sehr großzügig zu halten, um so eine günstige (Re-)Finanzierung der explodierenden Staatsverschuldung gewährleisten zu können.

#### **Ausblick für die Rentenmärkte:**

Die Corona-Krise machte sich 2020 selbstverständlich auch an den US-Rentenmärkten bemerkbar, wo die Rendite zehnjähriger Treasuries nach einem Jahresstart bei rund 1,91% bereits im Zuge der frühen Epidemie-Nachrichten aus China zu sinken begann. Der Abwärtstrend beschleunigte sich ab Ende Februar parallel zur Virusverbreitung in Europa, sodass bereits Anfang März ein Jahres- und Allzeittief von 0,31% erreicht wurde. Innerhalb weniger Tage erfolgte anschließend eine Erholung der Rendite 10-jähriger US-Papiere bis in den Bereich von 1,27% als Folge von Notverkäufen institutioneller Anleger zur Liquiditätsgenerierung bei einer gleichzeitig schwachen Nachfrage. Die oben erwähnten massiven Anleihekäufe der Fed drückten die Rendite bis Ende März jedoch zügig auf ein Niveau von etwa 0,65%, welches dann nur noch unter geringen Schwankungen bis Ende September beibehalten wurde. Im Schlussquartal ergab sich vor dem Hintergrund der Erholung der US-Wirtschaft, der letztlich geordnet verlaufenen Präsidentschaftswahl sowie der

***2021 passive  
Geldpolitik der EZB  
zu erwarten.***

***Starke Rendite-  
schwankungen auf  
dem Höhepunkt der  
Krise.***



aufgekommenen Impfstoff-Euphorie ein leichter Anstieg bis auf 0,91% Ende Dezember. Ein grundsätzlich ähnliches Entwicklungsmuster war auch bei anderen Laufzeiten zu beobachten, wobei vor allem das kurze Ende der Zinsstrukturkurve naturgemäß stärker vom gesenkten Leitzinsniveau beeinflusst wurde. Hierdurch ergab sich neben der allgemeinen Absenkung auch eine Versteilerung der Zinsstrukturkurve.

Für 2021 ist eine Fortsetzung der Versteilerung durch einen leichten Renditeanstieg am langen Ende wahrscheinlich. Für letzteres spricht neben der Aussicht auf ein durch Massenimpfungen und den Eintritt der wärmeren Jahreszeit zurückgehendes Infektionsgeschehen und damit auf eine konjunkturelle Belebung auch der absehbare Inflationsanstieg. Drittens dürfte die neue US-Regierung für einen fiskalischen Impuls sorgen, der das Wirtschaftswachstum zusätzlich stützt und das Angebot an Staatspapieren ausweitet. Der Renditeanstieg am langen Ende dürfte bis zu einem gewissen Grad sogar als positiv hingenommen werden, da die steilere Zinsstrukturkurve die Verdienstmöglichkeiten der Geschäftsbanken verbessert, was sich wiederum positiv auf die Kreditvergabe auswirken dürfte. Einem zu deutlichen Renditeanstieg steht jedoch das Ziel der Notenbank entgegen, die Finanzierungsbedingungen günstig zu halten, weshalb sie bei Bedarf schnell eingreifen dürfte. Insofern ließe sich bereits von einer Art bedingter Zinskurvensteuerung sprechen. Wir rechnen vor diesem Hintergrund zum Jahresende 2021 per Saldo mit einem leichten Anstieg der Rendite zehnjähriger Treasuries auf 1,35%.

Die Renditen von Bundesanleihen setzten auch 2020 per Saldo ihren langjährigen Abwärtstrend fort, zeitweise jedoch unter beachtlichen Schwankungen. So gab z.B. die Verzinsung der zehnjährigen Bundesanleihe im Zuge der sich zuspitzenden Corona-Pandemie bereits in den ersten Jahreswochen deutlich nach und erreichte am 9. März im Tagesverlauf ein neues Rekordtief bei -0,9%. Auch die kurzfristigen Zinsen gaben in diesem Zeitraum noch einmal nach, sodass z.B. die Rendite der zweijährigen Bundesanleihe bei -1,03% ein neues historisches Tief markierte. Sehr umfangreiche Stützungsmaßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik sowie eine sich zunehmend abzeichnende Lockerung der Lockdown-Maßnahmen sorgten dann im März für neuen Konjunkturoptimismus und rasch steigende Zinsen. Nur zehn Tage nach dem neuen Rekordtief erreichte die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ihr Jahreshoch bei -0,14%, die Zweijahres-Rendite bei -0,57%. Anschließend gingen die Zinsen in einen etwas ruhigeren Abwärtstrend über. Hintergrund war die Erkenntnis der Finanzmärkte, dass die Corona-Pandemie die Weltwirtschaft noch länger belasten würde als ursprünglich erwartet. Zudem verdeutlichten die führenden Notenbanken, dass sie selbst im Falle einer konjunkturellen Erholung nach der endgültigen Überwindung der medizinischen Krise noch lange an ihrer sehr expansiven geldpolitischen Ausrichtung festhalten würden. Dies erhöhte noch einmal spürbar die Nachfrage nach Anleihen. Im Ergebnis notierte die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zum Jahreswechsel bei -0,57% (und damit 38 Basispunkte tiefer als zum vorigen Jahresende) und die Verzinsung zweijähriger Bundesanleihen bei -0,7%.

Die negative Verzinsung eines Großteils der Bundesanleihen dürfte 2021 anhalten. Erstes Indiz hierfür ist die erwartete zinspolitische Passivität der EZB. Ohne neue Impulse vom Leitzinsniveau ist insbesondere bei kurzen Laufzeiten mit wenig Renditeveränderung zu rechnen. Auch die anhaltenden, umfangreichen Anleihekäufe der EZB drücken tendenziell das Renditeniveau. Die anhaltenden

**2021 fortgesetzte Versteilerung der US-Zinsstrukturkurve erwartet.**

**Bund-Renditen 2020 unter deutlichen Schwankungen erneut tiefer.**

Käufe der europäischen Notenbank werden auch ein entscheidender Faktor dafür sein, dass selbst ein Rekordemissionsvolumen von Bundesanleihen von erwartet rund 240 Milliarden Euro (Bruttoemissionsvolumen, Nettovolumen gut 130 Milliarden Euro) kaum zinserhöhend wirken wird. Dem entgegen steht die Erwartung einer ausgeprägten konjunkturellen Erholung in der EWU und Deutschland, insbesondere in der zweiten Jahreshälfte nach Überwindung der Corona-Pandemie. Grundsätzlich gehen höhere Wachstumsraten, insbesondere deutlich überdurchschnittliche, mit steigenden Zinsen einher. Da die EZB (und auch die Fed) aber bereits angekündigt haben, die Leitzinsen frühestens 2023 anzuheben, dürften auch die Kapitalmarktteilnehmer dieses Mal sehr geduldig sein. In-sofern muss damit gerechnet werden, dass die fundamentale Überbewertung von Bundesanleihen (ausgedrückt in einer deutlich negativen Realverzinsung) noch geraume Zeit anhalten wird. Dies gilt auch vor dem Hintergrund, dass die Inflationsrate in der EWU nach einem zwischenzeitlichen Anstieg im ersten Halbjahr (siehe oben) rasch wieder absinken dürfte. Zu stark ist der Wettbewerbsdruck in der EWU, als dass die Unternehmen spürbare Preiserhöhungen durchsetzen könnten. Damit wird der Druck auf die Nominalzinsen in Richtung eines Anstiegs nur sehr moderat ausfallen. In die gleiche Richtung wirkt der weiterhin sehr hohe Anlagedruck bei den großen Kapitalanlagesammelstellen. Wie schon in den Vorjahren kann damit gerechnet werden, dass zwischenzeitliche Zinsanstiege rasch auf ein reges Kaufinteresse institutioneller Anleger treffen werden, so dass zügig eine Gegenbewegung ausgelöst werden wird. Im Ergebnis prognostizieren wir für das Jahresende 2021 eine Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe im Bereich von -0,3%. Bei zweijährigen Bundesanleihen rechnen wir mit einer Jahresrendite von -0,75%.

***Bund-Renditen  
bleiben 2021 sehr  
niedrig.***

#### **Ausblick für die Aktienmärkte:**

Die Corona-Pandemie mit ihren wirtschaftlichen Folgen sowie die Reaktionen der staatlichen Stellen prägten das Börsenjahr 2020. Nach einem konstruktiven Jahresauftakt, der z.B. den DAX und den S&P 500 auf neue Rekordstände steigen ließ, führte die sich abzeichnende Rezession als Folge der Corona-Pandemie ab Mitte Februar zu einem scharfen Kurseinbruch. So verlor der DAX in der Spitze rund 40% seines Indexwertes. Außergewöhnlich umfangreiche Stützungsaktionen der Geld- und Fiskalpolitik, eine sich allmählich wieder bessernde medizinische Lage und eine sich abzeichnende Beendigung der Wirtschaftsrestriktionen führten dann ab Mitte März zu einer dynamischen Kurserholung. In der Folge erreichten die großen amerikanischen Indizes unter Führung der Aktientitel des Technologiesektors im Sommer bereits wieder neue Rekordstände. Auch die europäischen Aktienmärkte konnten sich deutlich erholen. Die signifikant niedrigere Gewichtung des Technologiesektors und eine zweite Lockdown-Runde im Herbst verhinderten hier aber neue Indexrekorde. Dem deutschen Leitindex gelang dies dann immerhin noch an den Handelstagen zwischen Weihnachten und Silvester. Auf Kalenderjahressicht verzeichnete der S&P 500 einen Kursanstieg um 16,3% und der DAX zumindest ein Plus von 3,6%. Der Euro STOXX 50 konnte hingegen seine Verluste nicht gänzlich aufholen und beendete das Jahr 2020 mit einem Kursrückgang um 5,1%.

***Corona sorgte 2020  
für starke  
Kursschwankun-  
gen.***

Der Ausblick für die US-Aktienmärkte fällt 2021 nach zwei Vorjahren mit überdurchschnittlichen Kursgewinnen nur verhalten optimistisch aus. Zentraler Bremsfaktor im laufenden Jahr ist hierbei die erreichte, extrem hohe Bewertung der US-Aktienmärkte. So weist der marktweite S&P 500-Index auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate ein Kurs-Gewinn-Verhältnis

***Sehr hohe Bewer-  
tung von US-Aktien  
als Kurs-bremse.***

(KGV) von über 22 aus. Das ist der höchste Wert seit der sogenannten TMT-Blase 2001, als ein Rekordwert von knapp 25 erzielt worden war. Die Bewertung der großen Technologiewerte ist noch einmal deutlich höher. Dabei beruhen diese Berechnungen bereits auf den Gewinnschätzungen der Analysten für 2021. Diese fallen sehr optimistisch aus. So werden mehrheitlich für dieses Jahr Gewinnsteigerungen der US-Unternehmen zwischen 20% bis 30% prognostiziert (optimistische Analysten liegen teilweise sogar deutlich über 30%). Auch wenn diese Schätzungen durch die erwartete Überwindung der Corona-Pandemie und der daraus resultierenden dynamischen Konjunkturerholung gerechtfertigt erscheinen, müssen die Unternehmen solch hohe Gewinnzuwächse tatsächlich auch erreichen. Als Folge der hohen Bewertung ist zum einen das verbliebene Kurspotenzial von Aktien gering, denn weitere Kurszuwächse würden entweder eine noch höhere Bewertung des Aktienmarktes oder noch stärkere Gewinnsteigerungen der Unternehmen erfordern. Zum anderen birgt die ambitionierte Bewertung ein erhöhtes Risiko von Kursrückschlägen in sich. Da die meisten Anleger hohe Gewinne auf ihren Aktienpositionen verzeichnen, dürften sie rasch geneigt sein, diese Kurserfolge zu realisieren, insbesondere im Falle enttäuschender Nachrichten von Seiten der einzelnen Unternehmen, der Konjunktur oder der Politik. Dabei besteht bei vielen Anlegern die Hoffnung, dass sich das politische Umfeld unter dem neuen US-Präsidenten Biden spürbar beruhigen wird. Der neue Präsident und die erwartete Überwindung der Pandemie könnten dabei zu einer umfassenden Branchenrotation am US-Aktienmarkt beitragen. War 2020 noch insbesondere der Technologiesektor mit seinen Unternehmen, die vom „Stay-at-Home“ profitierten (z.B. Videokonferenz-Software, Online-Händler, Heimfitness, Cloud-Software, usw.), der große Gewinner, dürften dieses Jahr andere Branchen die Gewinnerlisten anführen. So wird der neue US-Präsident eine völlig andere Energie- und Klimapolitik verfolgen als sein Vorgänger. Davon dürften z.B. die Titel der alternativen Energieversorger und der Elektromobilität profitieren. Zudem ist es nicht ausgeschlossen (selbst wenn die republikanische Partei bei den Nachwahlen in Georgia ihre Mehrheit im Senat verteidigen kann), dass die Biden-Administration doch noch ein sehr umfangreiches, weiteres Fiskalpaket zur Stützung der Konjunktur umsetzen kann. Hiervon und von der prognostizierten Überwindung der Corona-Pandemie dürften konjunktursensitive, zyklische Branchen (z.B. Industrieunternehmen, Infrastruktursektor, Baubranche) sowie die „Corona-Verlierer“ des Vorjahres (z.B. Touristik, Fluglinien, Shopping Mall-Betreiber, usw.) besonders profitieren. Zusätzlich gefördert werden könnte diese Branchenrotation noch durch das Bewertungsargument. Denn viele Einzeltitle der genannten möglichen Gewinnerbranchen 2021 sind im Marktvergleich noch unterdurchschnittlich bewertet und auch aus diesem Grund attraktiv. Daher könnten Anleger verstärkt die hoch bewerteten Technologiewerte in die günstigeren, zyklischen Titel tauschen.

Ein weiteres Kursrisiko, das sich aus der hohen Bewertung des US-Aktienmarkts ergibt, stellt ein möglicher Zinsanstieg dar. Häufig wird als Rechtfertigung des hohen Kurs-Gewinn-Verhältnisses auf die historisch tiefen Zinsen (die Realzinsen sind sogar ausgeprägt negativ) verwiesen. Niedrige Zinsen begünstigen dabei steigende Aktienkurse z.B. über einen höheren Gegenwartswert zukünftiger Unternehmensgewinne (v.a. in DCF-Modellen) und einer geringeren Attraktivität von Anleihen als Anlagealternative. Bereits gegen Ende des Vorjahres konnten sich die längerfristigen US-Zinsen von ihren Rekordtiefständen lösen und begannen zu steigen. Dieser Trend könnte sich gerade in der ersten Jahreshälfte 2021 angesichts eines erwarteten Inflationsanstiegs und möglicher fiskalpoliti-

**US-Aktienmarkt  
2021 mit Branchen-  
rotation?**

**Bedrohen steigen-  
de Zinsen 2021 den  
US-Aktienmarkt?**

scher Konjunkturprogramme fortsetzen, sodass eine zinsinduzierte Kurs- und Bewertungskorrektur am US-Aktienmarkt nicht völlig ausgeschlossen ist. Letztlich wird aber die US-Notenbank über eine Fixierung des Leitzinsniveaus bei null und anhaltend umfangreichen Anleihekäufen einen nennenswerten, nachhaltigen Zinsanstieg unterbinden, sodass das Bewertungsniveau von US-Aktien deutlich überdurchschnittlich bleiben dürfte. Somit werden sowohl die Fiskal- als auch die Geldpolitik auch dieses Jahr weiterhin zwei sehr bedeutende Stützpfiler des Aktienmarktes darstellen. Zusammen mit einer dynamischen Entwicklung der Konjunktur, massiv steigenden Unternehmensgewinnen, zunehmenden Unternehmensübernahmen und einem geopolitisch freundlicheren Umfeld stehen die Börsenampeln 2021 letztlich erneut auf grün, sodass wir zum Jahresende einen Indexstand des S&P 500 von 3.900 Punkten und damit einen Kurszuwachs von 3,8% prognostizieren.

Die Frage der Bewertung spielt auch für den Ausblick europäischer Aktien eine wichtige Rolle. Sowohl der deutsche Leitindex DAX als auch europäische Indizes, z.B. der Euro STOXX 50, weisen eine im langfristigen Vergleich überdurchschnittliche Bewertung aus – obwohl die europäischen (Kurs-)Indizes 2020 im Unterschied zu den US-Börsenbarometern deutlich unter ihren historischen Rekordständen verharrten. So liegt das KGV des Euro STOXX 50 auf Basis der Gewinnschätzungen für dieses Jahr bei rund 18, der Zehnjahresdurchschnitt hingegen bei ca. 13. Auch hier kann das extrem niedrige Zinsniveau zur Rechtfertigung herangezogen werden. Dabei ist das Risiko (nachhaltig) steigender Zinsen in Europa noch niedriger als in den USA (siehe oben), sodass eine zinsinduzierte Bewertungskorrektur europäischer Aktien etwas unwahrscheinlicher erscheint. Zusätzlich gestützt wird diese Erwartung von der Branchenstruktur der europäischen Börsenindizes. War die sehr geringe Gewichtung von Technologieaktien im Vorjahr noch ein entscheidender Malus, der zu einer ausgeprägten Underperformance europäischer Aktien im Vergleich zu US-Aktien geführt hatte, könnte sich dieser Aspekt im laufenden Jahr als großer Vorteil erweisen. Wie bereits im US-Aktienausblick dargestellt, sprechen viele Argumente dafür, dass 2021 Aktienwerte aus der „old economy“ zu den Gewinnern zählen werden. Trifft diese Prognose ein, könnten europäische Indizes in den kommenden Monaten einen nennenswerten Teil der im Vorjahr schwächeren Kursentwicklung wieder aufholen. Zudem sind die Perspektiven auf fiskalpolitische Unterstützung für die europäischen Aktienmärkte sehr gut. Dieses Jahr wird der EU-Wiederaufbaufonds operativ werden. Mit einem Gesamtvolumen von 750 Milliarden Euro, das insbesondere in den Gesundheitssektor und Zukunftstechnologien (z.B. Digitalisierung) investiert werden soll, steht ein beachtlicher fiskalpolitischer Impuls an, der nicht nur kurzfristig als Konjunkturstimulierung positiv auf die Aktienmärkte wirken kann, sondern durch eine Stärkung der Wachstumskräfte in der EU eventuell sogar langfristig positive Wirkung entfalten könnte. Und auch die Geldpolitik der EZB wird 2021 weiterhin für ein anhaltend sehr günstiges monetäres Umfeld der Finanzmärkte sorgen. Mit anhaltend rekordtiefen Zinssätzen, noch umfangreicheren Anleihekäufen und im Ergebnis einer sehr reichlichen Liquiditätsversorgung der Finanzmarktakteure spricht die Geldpolitik in der EWU für weiter steigende Aktienkurse. Schließlich dürfte sich auch das politische Umfeld für die europäischen Aktienmärkte in diesem Jahr freundlicher darstellen als noch in den Vorjahren. Mit dem neuen US-Präsidenten Biden scheint das Damoklesschwert von US-Zöllen auf wichtige europäische Exportgüter vom Tisch. Hiervon dürfte z.B. der Automobilsektor profitieren. Generell dürfte der Umgangston in der Weltpolitik unter Biden an Schärfe verlieren, wodurch das

**Europäische Aktien 2021 mit Nachholbedarf.**

**Geldpolitik und Niedrigstzinsen sprechen weiter für Aktien.**

Risiko eskalierender Krisen, die an den Börsen zu Aktienkurseinbrüchen führen würden, deutlich abnehmen sollte. In der Summe scheinen 2021 mit einer Überwindung der Corona-Pandemie, einer dynamischen Erholung der Weltwirtschaft, massiv steigenden Unternehmensgewinnen, einem weiterhin sehr expansiven monetären Umfeld, anhaltender fiskalpolitischer Unterstützung und einer Beruhigung der Weltpolitik die aus Börsensicht positiven Faktoren eindeutig zu überwiegen. So sind trotz der bereits erreichten hohen Aktienbewertung an den europäischen Börsen weitere, wenn auch moderate Kursgewinne zu erwarten. Im Ergebnis prognostizieren wir für Ende 2021 einen Stand des Euro STOXX 50 von 3.700 Punkten, was einem Kursanstieg auf Jahressicht von 4,1% (ohne Dividenden) entsprechen würde. Für den DAX erwarten wir einen Jahresendstand von 14.750 Punkten (nach 13.719 Punkten zum Jahresende 2020).

### **Wechselkursausblick:**

Der Euro setzte zum Jahresbeginn 2020 zunächst seinen 2018 begonnenen Abwärtstrend gegenüber dem US-Dollar fort. Im März, mit der ersten Zuspitzung der Corona-Pandemie, profitierte der Greenback zusätzlich von seiner Rolle als globaler „safe haven“ und erreichte kurzzeitig Niveaus von unter 1,07 US-Dollar je Euro. Durch die von der Fed im März zur Stabilisierung der Konjunktur und des Finanzsystems vorgenommenen Leitzinssenkungen büßte der US-Dollar jedoch seinen Zinsvorteil gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung weitestgehend ein, sodass er deutlich an Attraktivität verlor. Gleichzeitig wurde am Devisenmarkt verstärkt auf die hohe Bewertung der US-Währung verwiesen. So lassen Schätzungen gemäß der Kaufkraftparitätentheorie vermuten, dass der faire Wert des Dollars eher im Bereich von 1,25 US-Dollar je Euro liegen dürfte. Im Ergebnis wertete der Euro insbesondere über die Sommermonate hinweg, als sich die Corona-Entwicklung in den USA deutlich negativer als in der EWU vollzog, auf und beendete das Jahr schließlich bei knapp über 1,22 US-Dollar. Damit ergab sich im Vorjahr eine Euro-Aufwertung um fast 9% gegenüber dem US-Dollar.

Für das laufende Jahr rechnen wir nach der im Vorjahr vollzogenen Aufwertung per Saldo nur noch mit einem eng begrenzten Wertzuwachs des Euro gegenüber dem Greenback. So dürften sich beide Notenbanken über die kommende Quartale weitestgehend passiv verhalten, sodass von geldpolitischer Seite keine großen Impulse für den Devisenmarkt zu erwarten sein werden. Ansonsten halten sich unseres Erachtens die jeweiligen Argumente für oder gegen eine Währung nahezu die Waage. Für den Euro spricht der Wechsel im Weißen Haus. Wäre Trump Präsident geblieben, wäre die Wahrscheinlichkeit von Zöllen auf europäische Ausfuhren nennenswert gewesen, worunter der Euro spürbar gelitten hätte. Unter Biden scheint das Zoll-Szenario und damit ein potenzieller Belastungsfaktor für den Euro vom Tisch. Außerdem wird die US-Währung von einem (inzwischen sehr hohen) Zwillingdefizit belastet. Denn sowohl die Handelsbilanz als auch der Staatshaushalt sind hoch defizitär. Dies belastet nicht nur das Ansehen des Greenbacks, sondern erfordert auch eine Finanzierung des US-Wirtschaftens durch das Ausland. Ausländische Investoren sind hierfür aber um-so bereit, je attraktiver US-Anlagen erscheinen. Je billiger der US-Dollar ist, desto attraktiver sind grundsätzlich US-Investitionen und umso eher sind ausländische Kapitalanleger bereit, die US-Defizite zu finanzieren.

Auf der anderen Seite wird die EZB eine signifikante Aufwertung des Euro nicht tolerieren. Denn eine ausgeprägte Euro-Stärke würde über ein erschwertes Au-

***Euro 2020 mit Trendwende gegenüber dem US-Dollar.***

***2021 weitere, aber begrenzte Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar erwartet.***

***Argumente für den Euro und...***



ßenhandelsgeschäft die konjunkturelle Erholung in der EWU gefährden und über sinkende Importpreise die Inflationsrate noch weiter unter das EZB-Ziel drücken. Daher wären gegebenenfalls verbale Interventionen der EZB zu erwarten, die im Bedarfsfall im Zeitverlauf an Schärfe zunehmen würden. Letztlich wäre auch eine währungsinduzierte Absenkung des Einlagezinssatzes nicht völlig ausgeschlossen, auch wenn die EZB dies nie öffentlich so begründen würde. Insbesondere im ersten Halbjahr 2021 könnte eine weltweit anziehende Inflationsrate (siehe oben) zumindest temporär für einen Anstieg der Langfristzinsen sorgen. Üblicherweise dürften dabei die Renditen lang laufender US-Staatsanleihen stärker anziehen als die Verzinsung von Bundesanleihen. Dies würde die internationalen Kapitalflüsse stärker in Richtung USA umlenken und so zu einer höheren US-Dollarnachfrage und damit einer Aufwertung des Greenbacks führen. Da wir jedoch nur einen zeitlich befristeten Zinsanstieg erwarten, würde sich diese Entwicklung bis zum Jahresende bereits wieder umkehren. Schließlich können auch dieses Jahr selbst unter einer Präsidentschaft Bidens geopolitische Spannungen, z.B. mit China, Russland oder im Nahen Osten, nicht ausgeschlossen werden, wovon der US-Dollar als sicherer Hafen zumindest zeitweise profitieren könnte. Im Ergebnis prognostizieren wir zum Jahresende 2021 einen Wechselkurs des Euro in einer Bandbreite von 1,20 bis 1,25 US-Dollar.

**...Argumente gegen den Euro nahezu im Gleichgewicht.**

Hauptszenario 2021	USA	EWU
BIP (yoy%)	3,8%	4,0%
Inflation (yoy%)	2,7%	1,0%
Wechselkurs \$/€	1,20 - 1,25	
Leitzins	0,0% - 0,25%	-0,5%
10J Staatsanleihen	1,1% - 1,6%	-0,55% - -0,05%
10J Swap	1,1% - 1,6%	-0,25% - 0,25%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	3.900	3.700

## Pessimistisches Nebenszenario:

### Anhaltende Rezession und aufkommendes Deflationsrisiko

Wahrscheinlichkeit: 20%

In diesem Szenario wird davon ausgegangen, dass die Weltwirtschaft in einer Rezession verharren wird. Wahrscheinlichster Auslöser hierfür stellt ein Anhalten der Corona-Pandemie dar – entweder weil sich die Impfstoffe doch als nicht nachhaltig wirksam erweisen oder weil der Erreger mutiert und so die Impfstoffe unwirksam werden. Aber auch neue geopolitische Spannungen könnten die Weltwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen. Zwar dürfte der weltpolitische Umgangston unter dem neuen US-Präsident Biden freundlicher werden als unter seinem Vorgänger, inhaltlich dürfte sich aber am Bestreben der USA, den Aufstieg Chinas zumindest deutlich abzubremsen, wenig ändern. China wird diese US-Politik kaum dauerhaft dulden, sodass das Risiko einer Eskalation beachtlich ist. Ein

**Anhaltende Pandemie führt zu Rezession.**

ausufernder Konflikt der beiden größten Wirtschaftsnationen der Welt würde die globale Konjunktur massiv belasten. Schließlich scheint die politische Instabilität im Nahen Osten derzeit eher zu- als abzunehmen. Der Konflikt der westlichen Staaten mit dem Iran, einem großen Ölförderer, kann jederzeit wieder eskalieren. Das größte Ölexportland der Welt, Saudi-Arabien, wirkt sowohl innen- als auch außenpolitisch unter Druck. Käme es hier zu einer ausgeprägten politischen Krise, könnte der Ölpreis sprunghaft ansteigen und so die Weltkonjunktur abwürgen. Im Unterschied zu früheren Rezessionen bestünden dabei für die Geld- und Fiskalpolitik nur sehr eingeschränkte Reaktionsmöglichkeiten, da die geldpolitischen Instrumente bereits weitestgehend ausgereizt sind und der Fiskalpolitik die nötigen Finanzmittel fehlen würden. Im Ergebnis käme es zu Quartalen mit negativen Wachstumsraten, die Inflationsraten würden erneut in Richtung Nulllinie fallen (außer der Auslöser wäre ein massiver Ölpreisanstieg). Dies würde an den Kapitalmärkten die Angst vor einer Deflationsspirale schüren und die Renditen von Staatsanleihen höchster Bonität auf extreme Rekorde tiefs sinken lassen. An den Kreditmärkten würden die Zinsaufschläge deutlich steigen, an den Aktienmärkten würde es zu massiven Kurseinbrüchen kommen. In diesem Szenario profitiert der US-Dollar als „Welt-Leitwährung“ von einer ansteigenden Risikoaversion der Anleger und wertet gegenüber dem Euro spürbar auf.

Pessimistisches Szenario 2021	USA	EWU
BIP (yoy%)	0,5%	1,0%
Inflation (yoy%)	0,5%	0,0%
Wechselkurs \$/€	1,05 - 1,10	
Leitzins	0,0% - 0,25%	-0,70%
10J Staatsanleihen	0,3% - 0,65%	-1,25% - -0,75%
10J Swap	0,3% - 0,65%	-0,75% - -0,25%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	3.000	2.800

## Optimistisches Nebenszenario:

### Dynamischer Aufschwung bei anziehender Inflation

Wahrscheinlichkeit: 15%

In diesem Szenario wird unterstellt, dass sich das Weltwirtschaftswachstum überraschend dynamisch beschleunigt und weit überdurchschnittliche Niveaus erreicht. Dies wäre insbesondere vorstellbar, wenn die Verbraucher nach der Überwindung der Corona-Pandemie (eventuell sogar schon recht frühzeitig im Jahr, falls die Regierungen eine sehr effiziente Impfungskampagne durchführen) in einen wahren Konsumrausch verfallen, um ihren Nachholbedarf zu decken. In der Folge würde sich insbesondere der Stellenaufbau im Dienstleistungssektor sehr rasch vollziehen, wodurch sich der Konsumboom aufgrund sich aufhellender Arbeitsmarktperspektiven noch einmal verstärken könnte. Die Unternehmen würden von diesem Nachfrageboom überrascht und müssten ihre Produktion kurzfristig deutlich erhöhen. Dabei würde der Boom durch das bereits bestehende, extrem expansive geldpolitische Umfeld monetär unterfüttert. Die Fiskalpolitik, die immer noch im Krisenmodus agiert und kurzfristig nicht umsteuern kann,

**Nachholbedarf nach Überwindung der Pandemie löst massiven Boom aus.**

wirkt zusätzlich verstärkend. Auch der Welthandel erlebt trotz der weiter bestehenden Interessenkonflikte eine neue Blüte, wovon insbesondere die Exportnation Deutschland profitiert. Als Folge der außergewöhnlich hohen Wachstumsdynamik steigen die Inflationsraten getrieben von nun wieder rasch anziehenden Rohstoffpreisen spürbar an. Die Notenbanken reagieren erst sehr spät mit ersten Leitzinserhöhungen. An den Rentenmärkten kommt es aufgrund dieser für die Mehrheit der Marktteilnehmer überraschenden Entwicklung zu ausgeprägten Kursverlusten, sodass die Renditen rasch steigen. Die Aktienmärkte reagieren mit Kursanstiegen, deren Ausmaß aber durch das anziehende Zinsniveau begrenzt wird. Am Devisenmarkt würde der Euro in diesem Szenario von einer zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger profitieren. Diese würden die „safe haven“-Währung US-Dollar zu Gunsten anderer Währungen verkaufen, der Euro würde im Ergebnis aufwerten.

Optimistisches Szenario 2021	USA	EWU
BIP (yoy%)	5,5%	6,5%
Inflation (yoy%)	3,5%	2,3%
Wechselkurs \$/€	1,25 - 1,30	
Leitzins	0,0% - 0,25%	-0,30%
10J Staatsanleihen	2,0% - 2,5%	0,0% - 0,5%
10J Swap	2,0% - 2,5%	0,25% - 0,75%
Aktien (S&P 500 bzw. Euro STOXX 50)	4.300	4.100

## Extremszenario:

### Extreme politische Entwicklungen

Wahrscheinlichkeit: 5%

Verschiedene politische bzw. ökonomische Extremszenarien mit entsprechenden Verwerfungen an den Finanzmärkten sind 2021 (mit etwas Fantasie) vorstellbar. So droht z.B. in China, wo die Verschuldung der Unternehmen und Privathaushalte inzwischen ein sehr hohes Niveau von deutlich über 200% der jährlichen Wirtschaftsleistung erreicht hat, das Platzen einer Kreditblase. Die resultierende Rezession in China würde dann mit hoher Wahrscheinlichkeit die gesamte Weltwirtschaft in einen gravierenden Abschwung führen. In diesem Kontext wäre zusätzlich mit einer erneuten Krise der Schwellenländer zu rechnen. Insbesondere die Staaten, die von Rohstoffexporten abhängig sind, wären gefährdet. Staatspleiten wären kaum noch abzuwenden.

Auch eine scharfe Eskalation der politischen Konflikte, z. B. der Spannungen im südchinesischen Meer oder eine Annexion Taiwans durch die Volksrepublik China, können 2021 nicht ausgeschlossen werden. Zudem ist die russische Außenpolitik unter Putin jederzeit für eine negative Überraschung gut. Entsprechende Befürchtungen sind insbesondere im Baltikum groß. Aber auch eine erzwungene „Wiedervereinigung“ mit Belarus könnte 2021 Ursache für massiv zunehmende Spannungen zwischen Russland und der NATO sein.

***Ausgeprägte Krise der Weltwirtschaft zwar wenig wahrscheinlich, aber nicht gänzlich ausgeschlossen.***

In der EWU könnten populistische Strömungen wieder an Macht gewinnen. Die Enttäuschung darüber, wie ihre Regierungen auf die Corona-Krise reagiert haben, ist in vielen Ländern angesichts der teils verheerenden humanitären und wirtschaftlichen Folgen groß. Dabei ist die Zahl der „Corona-Verlierer“ so hoch, dass dies durchaus Niederschlag im politischen Spektrum finden oder gar die Stabilität ganzer Gesellschaftssysteme in Frage stellen kann. Zudem wäre z.B. in Frankreich oder Italien eine ausgeprägte Streikwelle vorstellbar, die das Wirtschaftswachstum EWU-weit spürbar belasten könnte.

Schließlich wird unsere zunehmend digitale Welt immer anfälliger für (zumeist absichtlich herbei geführte) Zusammenbrüche der Netzwerke und Computersysteme. Schon im vergangenen Jahr gab es mehrfach Meldungen von Einzelunternehmen, dass sie zeitweise ihre Produktion aufgrund von Hackerangriffen einstellen mussten. Ein Szenario, in dem (eventuell auch im Auftrag staatlicher Spionagedienste) Hacker die computergesteuerte Infrastruktur, z.B. bei der Energieversorgung oder im Verkehrswesen, großer Regionen oder gar ganzer Staaten zum Zusammenbruch bringen und dadurch massive wirtschaftliche Schäden auslösen, ist heutzutage nicht mehr schwer vorstellbar.