

Erholung mit Hindernissen



Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research

Die BIP-Zahlen für das zweite Quartal haben in vielen Ländern die schlimmen Befürchtungen übertroffen und machen die tiefste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg amtlich. Die seit Mai kontinuierlich verbesserten Stimmungsindikatoren und steigende Aktivitätsdaten signalisieren jedoch ein schnelles Ende der Rezession. Wegen der beschleunigten Ausbreitung des Virus und der erneuten Verschärfung der Schutzmaßnahmen in einigen Regionen (auch in Europa) dürfte die Erholung aber nur schleppend verlaufen und bleibt mit großer Unsicherheit behaftet.

Aufgrund des Kollapses im zweiten Quartal haben wir unsere BIP-Prognosen für den Euro-Raum und Deutschland für 2020 auf -8,7% bzw. -6,3% nach unten revidiert. Ein Teil dieses BIP-Einbruchs dürfte aber bereits im dritten und vierten Quartal korrigiert werden. Damit startet das Jahr 2021 dann mit einem höheren statistischen Überhang und die Wirtschaftsleistung dürfte mit 3,9% im Euro-Raum und Deutschland stärker wachsen als wir zuvor angenommen haben. Wir gehen also weiterhin von einer kurzen und heftigen Rezession aus, der nach einem initialen Rückprall eine nicht überbordende Erholung folgt. In unseren 5-Jahresprognosen, die neben den kurzfristigen Auswirkungen der Corona-Pandemie auch die durch das Virus ausgelösten Strukturveränderungen berücksichtigt, prognostizieren wir ab 2022 eine geringere Wachstumsdynamik. In diesem Szenario dürfte das Vorkrisenniveau vielerorts erst 2023 erreicht werden und die Inflation aufgrund der Nachfrageschwäche in den kommenden Jahren niedrig bleiben. Auf mittlere Sicht besteht jedoch das Risiko, dass die massiv ausgeweiteten Zentralbankbilanzen in höherer Inflation münden.

Auf Sicht der kommenden 12 Monate und der nächsten fünf Jahre erwarten wir eine Aufwertung des Euros gegenüber dem Dollar. Diese Prognose fußt zum einen auf einer Korrektur des im Vergleich zur Kaufkraftparität überbewerteten Dollar. Sie spiegelt aber auch ein größeres Vertrauen der Investoren in die Stabilität der Währungsunion wider, die durch die Einigung auf den Wiederaufbaufonds gestärkt wurde. In der Tat wurde damit ein weiterer Schritt zur Vergemeinschaftung gegangen, der ein Aufbrechen der Währungsunion noch kostspieliger macht. Da es aber weiterhin keine klaren Governance-Regeln gibt, wird die Rückkehr zu soliden Staatsfinanzen noch schwieriger.

Mit besten Grüßen
 Jürgen Michels

Kurz & klar

- Wirtschaftlicher Einbruch 2020 stärker als erwartet.
- Erholung ab dem dritten Quartal trotz andauernder Pandemie.
- Mit dem Auslaufen der Stimulierungsprogramme schwächt sich Aufschwung 2022 ab.
- Zentralbanken halten ultralockere Geldpolitik noch lange bei.
- Der Euro und europäische Assets profitieren von Einigung auf Wiederaufbaufonds.

Globales Umfeld: Der Einbruch ist amtlich

- ▶ Erneute Abwärtsrevision aufgrund des tiefen Einbruchs

Die BIP-Zahlen für das zweite Quartal sind in vielen Ländern noch schlimmer als befürchtet ausgefallen. Damit ist die tiefste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg Realität. Der anhaltend positive Trend bei den Stimmungsindikatoren und die Erholung der Aktivitätsdaten deuten jedoch auf ein Ende der Rezession im 3. Quartal hin. Steigende Neuinfektionen und die teilweise Wiederaufhebung von Lockerungsmaßnahmen unterstreichen jedoch, dass die Erholung schleppend und mit großer Unsicherheit verlaufen wird.

Die Gefahr erneuter Lockdowns treibt auch die Fiskal- und Geldpolitiker um, die, wenn erforderlich, weitere Schritte unternehmen werden, um die Erholung zu unterstützen und eine Verschärfung der Finanzierungskonditionen zu verhindern. Auch wenn die jüngste Goldpreisrally das Marktunbehagen in Bezug auf Inflationsrisiken widerspiegelt, ist ein Inflationsanstieg kurzfristig unwahrscheinlich und wird die Zentralbanker, wenn erforderlich, nicht von weiteren Expansionsschritten abhalten.

Rohstoffmärkte: Rohöl 2020 mit wenig Potenzial, Gold weiterhin positiv

- ▶ Öl: Vorerst zwischen 40 und 45 USD je Fass

Rohöl Brent schwankt seit Juni zwischen 40 und 45 USD je Fass. Dies wird bis Jahresende wohl auch so bleiben, bevor die konjunkturelle Belebung das schwarze Gold in Richtung 50 USD je Fass auf 12 Monatssicht hievt. Die Erhöhung der Erdölförderung der OPEC+ ab Anfang August um 2 Mio. Fass pro Tag schadet dabei nicht.

- ▶ Gold: Rekorde, wohin man blickt

Insbesondere stark fallende US-Realzinsen und ein schwacher US-Dollar schoben Gold spürbar an. Unsere zuvor bereits optimistische Prognose wurde sogar noch übertroffen. Da das Umfeld insgesamt sehr positiv bleibt, heben wir unsere Prognose nochmals deutlich an und erwarten, dass sich der Preis über 2000 USD einpendelt.

USA: Ende der Fed-Fahnenstange noch nicht erreicht

- ▶ BIP-Revisionen vor allem dem schwächeren Q2 geschuldet

Im Juli war im Zuge der gestiegenen Infektionszahlen eine Verlangsamung der US-Konjunkturerholung zu beobachten. In dieses Bild fügte sich auch ein wieder abfallendes Konsumentenvertrauen. Das konjunkturelle Fahrwasser wird auch deshalb schwierig bleiben, da das derzeit verhandelte Fiskalpaket nicht mehr ganz so gigantisch ausfallen dürfte. Geldpolitisch ist der Fokus bereits auf die September-Sitzung der Fed gerichtet, auf welcher die Ergebnisse des „Policy Review“ präsentiert werden dürften. Hier könnte es noch einmal zu erheblichen Änderungen der Geldpolitik kommen – z.B. der Einführung einer „Yield Curve Control“ des mittleren Teils der Zinskurve.

Euro-Raum: Der lange Weg zurück

- ▶ Infektionszahlen bestimmen Erholungstempo

Das BIP sollte seinen Tiefpunkt mit einem Einbruch um 12,1% im 2. Quartal gefunden haben. Auch wenn ein Teil des Einbruchs bereits im 3. Quartal korrigiert werden dürfte, wird die Erholung mit Blick auf wieder steigende Infektionszahlen wenig dynamisch ausfallen. Die EZB behält ihre ultraexpansive Geldpolitik auf absehbare Zeit bei. Eine weitere Verlängerung des Notfallankaufprogramms (PEPP) halten wir angesichts wieder steigender Corona-Fallzahlen für wahrscheinlich. Weitere Zinssenkungen stehen zwar nicht an, eine erste Zinsanhebung dürfte aber erst 2024 folgen.

Deutschland: Tief gefallen

- ▶ Steuersenkung drückt auf Inflation

Zwar ist der BIP-Rückgang im 2. Quartal mit 10,1% deutlicher ausgefallen als erwartet. Die Frühindikatoren sprechen aber für eine Erholung im 3. Quartal. Die Inflationsrate kommt in der zweiten Jahreshälfte neben der Corona-bedingt schwächeren Nachfrage auch durch die temporäre Mehrwertsteuersenkung unter Druck und dürfte zwischenzeitlich negativ

ausfallen. Eine Deflation droht aber nicht, denn schon im Januar dürften die Preise durch den Wegfall der Steuersenkungen wieder Auftrieb erfahren.

Devisenmärkte: Heißer Sommer am EUR-USD-Markt

- ▶ Starke Aufwärtsrevision der EUR-USD-Prognosen

Im Juli legte der Euro eine beachtliche Rally hin. Zeitweise ließ der Kurs sogar mit der 1,19. Wie so häufig bei solchen extremen Wechselkurs-Bewegungen ist der Grund sowohl im Zähler (USD-Schwäche) als auch im Nenner (Euro-Stärke) zu finden. Auch wenn das Euro-Aufwärtspotenzial ausgereizt scheint – der EU-Wiederaufbaufonds ist beschlossen und auch in Europa steigen die Infektionszahlen wieder – dürfte sich die seit Langem prognostizierte USD-Abwertung fortsetzen. Bis zur Überwindung der 1,20 wird es aber noch einige Zeit dauern, zumal diese Marke auch von der EZB kritisch beäugt wird. Auf Jahressicht rechnen wir nun mit 1,24 EUR-USD.

Rentenmärkte: Emissionsangebot bestimmt die Richtung

- ▶ Bunds mit Konkurrenz aus der EU

Vorsichtige Töne der Fed sowie die verbale „Yield Curve Control“ beflügeln Zinssenkungserwartungen. 10-jährige Treasury-Renditen werden daher langsamer steigen als zuletzt erwartet. Trotz besserer US-Vorgaben werden Bunds unter der Konkurrenz der EU-Bonds leiden, so dass wir 10-jährige Papiere in 12 Monaten weiter bei -0,20% sehen.

- ▶ Covered Bonds: Geringes Angebot und EZB-Käufe

Covered Bond Spreads haben sich im Juli kaum bewegt und das, obwohl der Monat mit nur zwei Neuemissionen mit einem Volumen von insgesamt 1 Mrd. Euro der schwächste des Jahres war. Nichtsdestotrotz sehen wir für Spreads eher ein unterstützendes Umfeld mit weiter hohen EZB-Käufen, wenigen Neuemissionen und stabilen Fundamentaldaten.

- ▶ Corporate Bonds: Weitere Einengung

Am Corporate-Markt ging das Neuemissionsvolumen im Vergleich zum Vormonat deutlich zurück, was die Spreads stützte. Die Berichtssaison hatte trotz gemischter Quartalszahlen kaum Auswirkungen. Während wir für IG-CDS das Potenzial für engere Spreads nahezu ausgereizt sehen, sollte bei Cash Bonds noch Luft nach unten sein. Mit der Sommerpause dürften sich die Bewegungen vorerst aber in engen Grenzen halten.

- ▶ Primärmarkt von Banken verstärkt für AT1- und T2-Anleihen genutzt

Die Berichtssaison des 2. Quartals unterstreicht die Herausforderungen im Bankensektor, zumal sich die durchwegs guten Handelsergebnisse kaum wiederholen lassen. Institute nutzen den Primärmarkt daher verstärkt für Kapitalaufnahmen in Form von AT1- und T2-Anleihen, die bisher in günstigem Marktumfeld auf gute Nachfrage stießen. Dies stützt zusammen mit der starken Überliquidität die Spreads von Seniors.

Aktienmärkte: Positive Datenüberraschungen und fehlende Euphorie

- ▶ Anhebung der Prognosen auf kürzere Sicht

Positive Überraschungen bei den Konjunkturdaten und besser als erwartete Unternehmensergebnisse des 2. Quartals bringen Unterstützung für Aktien. Wir heben unsere Dreimonats-Prognosen daher an, gehen aber weiter von einer volatilen Kursentwicklung aus. Erhöhte Corona-Infektionszahlen und geopolitische Spannungen dürften belasten.

Die monetären Rahmenbedingungen bleiben aufgrund der QE-Programme der Notenbanken außerordentlich günstig für Aktien. Die Bewertungsexpansion ist allerdings weit fortgeschritten. Der Aufwärtstrend setzt sich fort, verliert aber an Dynamik. Trotz der kräftigen Kurserholung der letzten Monate ist die mittelfristige Investoren-Positionierung nicht von Euphorie geprägt. Die Aktiengewichtungen sind historisch noch unterdurchschnittlich und die Liquiditätsbestände relativ hoch. Dies spricht bei anhaltender Konjunkturerholung für eine weiterhin günstige Aktienmarktentwicklung.

Asset-Allokation: Europäische Assets präferiert

	Allokationsempfehlung 6-12 M. ^{*)}					Total Return ^{*)} (%)		
	--	-	neutral	+	++	YTD	-3M	-12M
Aktien						-3,8	10,9	6,1
USA			←			-1,2	8,5	8,6
Euro-Raum						-11,1	17,1	-0,9
Japan						-5,5	8,0	3,9
Emerging Markets						-5,0	15,3	5,3
Renten						3,9	-1,1	2,9
Staatsanleihen						4,7	-2,3	3,8
USA						5,6	-6,0	5,1
Euro-Raum Core/Semi-Core						3,7	1,6	1,1
Euro-Raum Non-Core						3,3	5,2	3,8
Covered Bonds						1,5	1,4	0,3
Unternehmensanleihen						-0,1	4,0	-0,3
Investment Grade						0,4	3,4	-0,2
High Yield						-3,2	7,8	-0,6
Rohstoffe						-6,6	41,0	-2,3
Öl						-38,0	100,2	-32,0
Gold						27,0	10,1	32,3
Industrie-Metalle						-4,9	12,8	-2,7
Cash						-0,2	-0,1	-0,4

*) Allokationsempfehlungen und Total>Returns auf Euro-Basis Stand: 04.08.2020

Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

► US-Aktien zurückgestuft

Trotz unserer Erwartung einer wieder volatilieren Kursentwicklung empfehlen wir, Aktien auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten weiter überzugewichten. Das monetäre Umfeld bleibt äußerst günstig und die Konjunkturerholung setzt sich trotz Rückschlägen bei der Eindämmung der Covid-19-Pandemie schrittweise fort. Das größte währungsbereinigte Ertragspotenzial sehen wir weiter bei Euro-Raum-Aktien, die in den letzten Monaten schon deutlich outperformen konnten. US-Aktien stufen wir dagegen auf neutral zurück. Zum einen drohen durch die von uns mittelfristig erwartete weitere Dollar-Abwertung Währungsverluste. Zum anderen sind US-Aktien bewertungsmäßig überdurchschnittlich ausgereizt. Bei Emerging Markets (EM)-Aktien bleiben wir leicht Übergewichtet. Mit China, Taiwan und Südkorea sind im MSCI EM Index Länder, die verhältnismäßig gut durch die Corona-Pandemie kommen, insgesamt deutlich höher gewichtet als stark betroffene Länder wie Brasilien, Indien und Südafrika. Außerdem profitieren EM-Aktien von der Dollar-Abwertung.

► Im Rentensegment Spread-Produkte weiter zu bevorzugen

Im Rentensegment präferieren wir weiterhin Spread-Produkte und bleiben bei einer Übergewichtung von Unternehmensanleihen mit Investment Grade. Staatsanleihen bleiben untergewichtet. Im Euro-Raum-Core-Segment rechnen wir dabei auf 12-Monatssicht vor dem Hintergrund des leicht steigenden Zinsniveaus (und der damit verbunden Kursverluste) mit einem negativen Gesamtertrag. Das Euro-Raum Non-Core-Segment wird durch die EZB-Kaufprogramme und den EU-Wiederaufbaufonds gestützt und sollte auf Sicht von zwölf Monaten weitere Spread-Einengungen zeigen. Dessen Gesamtertrag wird aber dennoch nur marginal positiv ausfallen, da der allgemeine Zinsanstieg negativ wirkt und die Renditen bereits stark gedrückt sind. Non-Core-Staatsanleihen werden daher zwar innerhalb des Staatsanleihensegments weiter Übergewichtet, im Gesamtportfolio-Kontext aber nur neutral gewichtet. Die starke Untergewichtung von US-Treasuries ist vor allem der erwarteten Währungsverluste geschuldet. Diese drückten den Gesamtertrag auf Euro-Basis bereits in den letzten drei Monaten deutlich ins Minus.

Prognosen Gesamtwirtschaft

In Prozent

	Welt-BIP Anteil	BIP-Wachstum zum Vorjahr			Inflation zum Vorjahr			Öffentl. Haushaltssaldo gemessen am BIP			Öffentl. Schuldenstand gemessen am BIP			Leistungsbilanzsaldo gemessen am BIP		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
USA	25,2	2,3	-6,0 (-5,0)	3,0 (3,3)	1,8	0,9 (0,8)	1,5 (2,1)	-4,8	-22,3 (-22,9)	-11,0 (-10,0)	106,9	135,0	144,8	-2,2	-2,2	-2,3
Euro-Raum	16,4	1,2	-8,7 (-6,6)	3,9 (3,3)	1,2	0,2 (0,1)	1,4 (1,8)	-0,6	-7,1	-3,3	84,1	114,8	113,0	2,7	2,6	2,4
Deutschland	4,8	0,6	-6,3 (-5,4)	3,9 (3,0)	1,4	0,0	2,2	1,4	-5,7	-1,9	59,8	79,1	76,0	7,6	6,6	6,4
Frankreich	3,3	1,3	-11,6 (-8,8)	4,6 (3,8)	1,1	0,5 (0,3)	1,2 (1,8)	-3,0	-7,3	-4,7	98,1	130,8	129,4	-0,1	-0,6	-0,6
Italien	2,5	0,3	-10,9 (-9,0)	3,6 (2,8)	0,6	0,0	0,8 (1,3)	-1,6	-7,6	-4,2	134,8	182,8	182,4	3,0	1,9	2,1
Spanien	1,7	2,0	-13,6 (-8,7)	4,2 (3,5)	0,7	-0,3 (-0,2)	0,7 (1,6)	-2,8	-9,1	-4,1	95,5	129,0	128,0	2,0	2,5	2,4
Niederlande	1,1	1,8	-5,9 (-4,0)	3,4 (2,6)	2,6	0,9 (0,6)	1,5 (1,8)	1,7	-8,0	-2,8	48,7	60,4	59,2	10,2	8,9	8,6
Belgien	0,6	1,4	-8,5 (-5,1)	3,3 (2,5)	1,4	0,5	1,4 (1,7)	-1,9	-4,3	-2,9	98,8	122,5	120,4	-0,7	-1,0	-1,1
Österreich	0,5	1,6	-6,5 (-5,3)	4,4 (3,6)	1,6	0,6	1,3 (2,0)	0,7	-11,1	-3,0	70,3	85,5	83,3	2,3	1,5	2,0
Griechenland	0,3	1,9	-9,1 (-7,0)	4,2 (3,6)	0,3	-0,6 (-0,2)	0,5 (1,3)	1,5	-8,7	-2,6	176,6	217,6	213,2	-0,3	-0,8	-0,8
Finnland	0,3	1,0	-6,5 (-3,7)	3,6 (2,8)	1,0	0,2	1,2 (1,5)	-1,1	-10,1	-3,2	59,2	74,6	73,5	-0,8	-1,4	-1,3
Portugal	0,3	2,2	-9,2 (-5,4)	3,7 (2,9)	0,3	0,0	0,9 (1,3)	0,2	-7,3	-1,4	117,7	144,1	139,7	0,0	-0,6	-0,9
Irland	0,4	5,5	-2,7 (0,0)	3,5 (2,7)	0,9	0,0	0,9 (1,4)	0,4	-5,1	-2,3	57,3	66,9	65,6	-9,4	4,6	4,4
Japan	6,3	0,7	-4,5 (-4,0)	2,0 (1,5)	0,6	-0,3	0,3	-3,0	-6,0	-3,0	237,5	243,0	245,0	3,5	2,5	2,5
Großbritannien	3,4	1,4	-9,0	4,0	1,8	0,9	1,5	-2,1	-13,0 (-9,0)	-7,0 (-6,0)	85,4	104,0	107,0	-3,8	-3,6	-3,7
Schw eiz	0,9	0,9	-6,0	4,0	0,4	-0,8 (-0,7)	0,0	0,9	-5,0 (-4,0)	-2,0 (-1,0)	38,6	47,0	45,5	11,5	7,8	8,5
Fortgeschrittene Länder¹⁾	58,0	1,7	-6,7 (-5,6)	3,2	1,5	0,5 (0,4)	1,3 (1,7)	-3,0	-14,8 (-14,5)	-7,3 (-6,3)	112,9	138,2	142,9	0,1	-0,1	-0,2
China	15,6	6,1	1,0	7,5	2,7	3,0	2,0	-6,0	-11,0	-9,5	55,0	66,0	70,0	1,0	0,4	0,2
Asien (o. Japan/China)	10,4	3,4	-3,8 (-3,1)	4,7 (4,6)	2,3	2,1	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Indien	3,4	4,2	-6,0 (-5,0)	7,0	3,7	3,5	4,0	-7,5	-10,0	-9,0	69,5	79,0	85,0	-1,0	-0,5	-2,0
Indonesien	1,3	5,0	-3,0 (-2,0)	4,0	2,8	2,5	3,0	-2,2	-5,0	-4,0	30,3	35,0	37,0	-2,7	-2,0	-2,0
Lateinamerika	6,4	0,1	-7,7 (-5,5)	3,8 (3,7)	6,5	4,8 (5,2)	4,9 (5,3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brasilien	2,7	1,1	-7,0 (-5,5)	4,0	3,7	2,5 (3,5)	2,5 (3,5)	-6,5	-9,5	-5,5	89,6	97,5	99,0	-2,2	-1,2	-2,0
Mexiko	1,5	-0,1	-8,0	4,0	3,6	2,5	2,7	-2,8	-5,0	-4,0	53,8	62,0	64,5	-1,2	0,0	-2,0
Russland	2,0	1,3	-6,2 (-5,8)	2,8 (3,8)	4,6	4,2 (5,0)	3,8 (4,5)	1,0	-4,5	-3,5	14,5	19,5	21,8	5,7	3,2	3,4
Mittel- und Osteuropa	3,2	2,9	-5,2 (-3,9)	3,6	9,0	7,2 (8,0)	6,1 (7,0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Türkei	1,1	0,9	-5,0	4,0	15,5	13,0	10,0	-4,5	-8,5	-7,0	30,1	37,0	41,0	1,1	-2,0	-3,0
Naher u. Mittlerer Osten	3,2	0,0	-5,8 (-2,7)	2,3 (2,6)	8,5	6,5 (8,0)	6,2 (8,5)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Südafrika	0,5	0,2	-9,0 (-8,0)	3,5 (5,0)	3,7	2,5 (2,0)	2,0 (4,0)	-6,3	-13,0	-12,0	57,8	66,0	70,0	-3,0	0,2	-1,5
Schw ellenländer¹⁾	42,0	3,6	-2,8 (-2,0)	5,3	4,3	3,8 (4,1)	3,4 (3,7)	-3,8	-3,7	-3,7	51,8	53,1	53,1	0,0	-0,2	-0,2
Welt	100	2,5	-5,0 (-4,1)	4,1	2,6	1,9 (2,0)	2,2 (2,6)	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Quellen: Eurostat, IWF, BayernLB 1) Enthält auch weitere Länder "-" nicht verfügbar () alte Prognosen

Prognosen Zins- und Rentenmärkte

Zinsen und Renditen in %, Spreads in Basispunkten¹⁾

		Stand am 04.08.2020	in 3M Okt 2020	in 6M Jan 2021	in 12M Jul 2021
Leitzinsen					
Euro-Raum ²⁾		-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Großbritannien		0,10	0,10	0,10	0,10
Schweiz ²⁾		-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Polen		0,10	0,10	0,10	0,10
Tschechien		0,25	0,25	0,25	0,25
USA		0,00 - 0,25	0,00 - 0,25	0,00 - 0,25	0,00 - 0,25
Japan ²⁾		-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1
USA/Euro-Raum					
USA	3M USD-Libor	0,25	0,45	0,45	0,45
	2 Jahre	0,11	0,30	0,30	0,40
	5 Jahre	0,19	0,50	0,50	0,70
	10 Jahre	0,51	0,70	0,80	0,90
	30 Jahre	1,19	1,30	1,40	1,60
Euro-Raum	3M Euribor	-0,47	-0,42	-0,39	-0,39
	2 Jahre	-0,71	-0,70	-0,60	-0,50
	5 Jahre	-0,73	-0,70	-0,50	-0,40
	10 Jahre	-0,55	-0,50	-0,30	-0,20
	30 Jahre	-0,14	-0,10	0,20	0,40
Swap-Satz (Euro-Raum)	10 Jahre	-0,26	-0,20	0,00	0,05
Rendite Spreads					
Bunds	Steilheit 2-10	15	20	30	30
US Treasuries	Steilheit 2-10	40	40	50	50
Treasuries . vs. Bunds	Spread 2 Jahre	81	100	90	90
	Spread 10 Jahre	106	120	110	110
Ausgewählte Staatsanleihemärkte					
Großbritannien	3 Monate	0,08	0,10	0,10	0,15
	10 Jahre	0,08	0,10	0,20	0,40
Japan	3M Tibor	0,07	-0,05	-0,05	-0,05
	10 Jahre	0,02	0,00	0,00	0,00
Corporate Bonds					
iBoxx € Non-Financials	Ø 6,3 Jahre	101	90	80	70
iBoxx EUR Banks Sen. Bail-in	Ø 4,9 Jahre	98	100	100	90
iBoxx EUR Banks Sen. Preferred	Ø 3,6 Jahre	59	60	60	55
iTraxx Europe Main	5 Jahre	57	60	55	55
Covered Bonds					
iBoxx € Covered	Ø 5,2 Jahre	14	10	5	5
Pfandbriefe (Rendite)	2 Jahre	-0,30	-0,30	-0,42	-0,25
	5 Jahre	-0,24	-0,25	-0,20	-0,10
	10 Jahre	-0,02	-0,10	0,10	0,15

Quelle: BayernLB 1) Monatsendstände 2) Einlagesatz USA: Treasuries; Euro-Raum: Bundesanleihen

Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe

	Stand am 04.08.2020	in 3M Okt 2020	in 6M Jan 2021	in 12M Jul 2021	
Aktienindizes¹⁾					
DAX	12.601	12.500	13.100	13.400	
EURO STOXX 50	3.254	3.220	3.340	3.350	
S&P 500	3.307	3.150	3.260	3.320	
Nikkei 225	22.574	22.200	23.000	23.500	
Devisen					
Dollar	USD pro EUR	1,18	1,18	1,19	1,24
Japanischer Yen	JPY pro EUR	125	124	124	126
	JPY pro USD	106	105	104	102
Britisches Pfund	GBP pro EUR	0,90	0,90	0,90	0,89
	USD pro GBP	1,31	1,31	1,32	1,39
Schweizer Franken	CHF pro EUR	1,08	1,08	1,09	1,10
	CHF pro USD	0,91	0,92	0,92	0,89
Rohstoffe					
Rohöl-Brent (Dollar je Fass)	44	40	45	50	
Gold (Dollar je Feinunze)	2.019	2.100	2.000	2.200	

Quelle: BayernLB 1) Monatsendstände

5-Jahresprognosen: Vom Virus geprägt

- ▶ Außergewöhnliche Ausgangslage

Seit der letzten Veröffentlichung unserer 5-Jahresprognosen Mitte März ist viel passiert. Die erwartete tiefe Rezession ist amtlich geworden, und der Absturz fiel im zweiten Quartal sogar deutlich schlimmer als befürchtet aus. Gleichzeitig haben die Zentralbanken ihre Politik weltweit in bisher nicht gekannter Weise gelockert und die Märkte mit Liquidität geflutet. Dies wurde flankiert von beispiellosen fiskalischen Lockerungen, durch die in Europa mit dem auf den Weg gebrachten Wiederaufbaufonds ein neues Kapitel der Vergemeinschaftung aufgeschlagen wurde. Dank der in vielen Ländern zumindest teilweise reduzierten Lockdown-Maßnahmen haben die Stimulierungspakete mittlerweile eine wirtschaftliche Erholung eingeleitet, die sich in den kommenden Quartalen festigen sollte. In unserem Basisszenario erwarten wir eine Fortsetzung der Erholung in den kommenden Jahren, dies allerdings mit geringerer Dynamik. So dürfte es in vielen Ländern bis 2023 dauern, bis das Vorkrisenniveau erreicht wird. Da die Corona-Pandemie weiterhin nicht unter Kontrolle ist und sowohl die geld- als auch die fiskalpolitischen Medikamente ungewollte Nebenwirkungen zeigen und auch an Wirksamkeit verlieren können, bleibt der Ausblick für die kommenden Jahre sehr unsicher.

Längerfristige Auswirkungen der Corona-Krise

- ▶ Fünf Trends werden bestimmend bleiben

Wie wir in einer Studie im Juli argumentiert haben, haben die Pandemie selbst und die getroffenen Gegenmaßnahmen längerfristige Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und einzelne Branchen ([s. Corona und die Folgen: Langfristige Auswirkungen auf Wirtschaft und Branchen](#)). Aus unserer Sicht gibt es fünf bleibende Trends: Die gesundheitliche und wirtschaftliche Krise wird das **Nachfrageverhalten von Konsumenten** verändern und die Risikoaversion steigen lassen. Um die **Resilienz** bei künftigen weltweiten oder regionalen Krisen zu erhöhen, werden Unternehmen ihre Wertschöpfungsketten flexibler gestalten und die Produktion zum Teil renationalisieren. Dies wird verstärkt durch **Digitalisierung** geschehen, die auch von einem veränderten Nachfrageverhalten der Konsumenten profitieren sollte und durch die staatlichen Förderprogramme zusätzlich Auftrieb erhält. Ebenfalls gestärkt werden sollte der **Megatrend zu mehr Nachhaltigkeit**, insbesondere beim Thema Klimaschutz. An den Beispielen Digitalisierung und Dekarbonisierung zeigt sich zudem der Trend zu **erhöhten politischen Interventionen**, welche den Handlungsspielraum der Marktkräfte einengen. Die staatlichen Rettungspakete werden in den nächsten zwei bis drei Jahren die Konjunktur zwar positiv beeinflussen. Mit der Zeit dürfte der produktivitätshemmende Einfluss der Staatseingriffe aber vermehrt zu Tage treten. Die fünf Trends haben teilweise gegenläufige Auswirkungen auf die Entwicklung von Konjunktur und Inflation und werden erst sukzessive spürbar.

Schrittweise wirtschaftliche Erholung

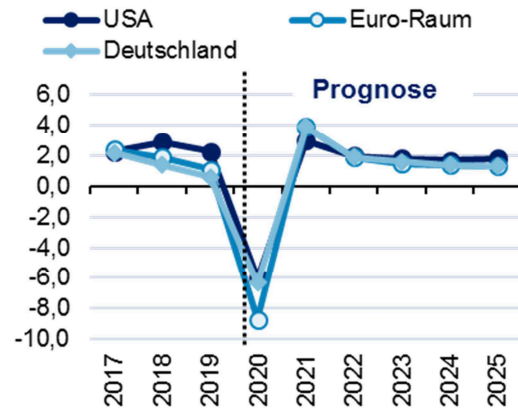
- ▶ Schwellenländer besonders betroffen

Die wirtschaftliche Entwicklung der kommenden Jahre wird maßgeblich von der Entwicklung der Pandemie geprägt sein. Bereits jetzt zeichnet sich ab, dass viele Schwellen- und Entwicklungsländer aufgrund schlechter ausgestatteter Gesundheitssysteme deutlich härter vom Virus betroffen sind und selbst, wenn es einen Impfstoff gibt, länger darunter leiden werden. Auch ist hier der Handlungsspielraum der Geld- und Fiskalpolitik deutlich kleiner.

- ▶ Auch in Industrieländern braucht Krisenbewältigung Zeit

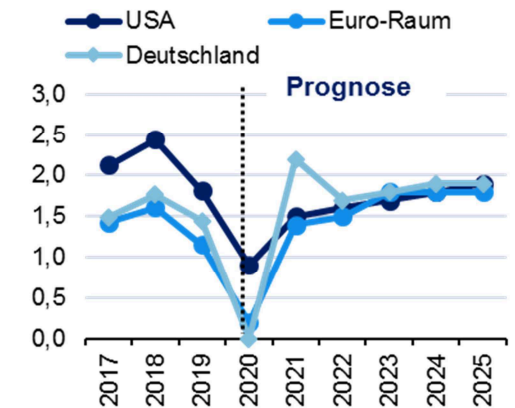
In den Industrieländern wird die wirtschaftliche Erholung zunächst vom Wegfall der Handels- und Produktionsbeschränkungen profitieren, die während des Lockdowns zu einem deutlichen Rückgang des Produktionspotenzials geführt haben. In der nächsten Phase, die bis ins Jahr 2022 reichen dürfte, werden dann die Stimulierungspakete ihre Wirkung entfalten. Erst danach wird sich allmählich ein selbsttragender Aufschwung etablieren.

Heftige BIP-Ausschläge
BIP-Wachstum, real ggü. Vj. in %



Quelle: Eurostat, BEA, BayernLB Research

Inflationsdruck zunächst nach unten gerichtet
Verbraucherpreise, ggü. Vj. in %



Quelle: Eurostat, BLS, BayernLB Research

Wenig Raum für wirtschaftspolitische Normalisierung

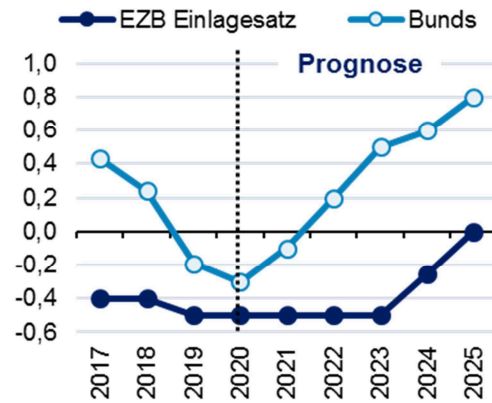
- ▶ Keine restriktive Fiskalpolitik auf 5-Jahressicht

In der Fiskalpolitik haben die großen Volkswirtschaften den Expansionsgrad in neue Dimensionen getrieben. Dennoch werden sich die Haushaltsdefizite nach dem Sprung im Jahr 2020 mit dem Auslaufen der Sonderprogramme ab 2022 wieder normalisieren. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass die Regierungen beginnen werden, die in der Krise aufgetürmten Schulden aktiv abzutragen. Dennoch prognostizieren wir in Deutschland und dem Euro-Raum nach dem Sprung der staatlichen Schuldenquoten in diesem Jahr bereits einen Rückgang ab 2021. Grund hierfür sind die staatlichen Garantien für Unternehmen, die zunächst als öffentliche (Brutto-)Schulden in der Statistik erscheinen. Mit der erwarteten Rückführung der mit Garantien versehenen Kredite werden dann mittelfristig nur die wirklich in Anspruch genommenen Bürgschaften als Staatsschulden registriert. Die Defizite sind von dieser Diskrepanz weniger betroffen, da hier nur die in Anspruch genommenen Garantien berücksichtigt werden.

- ▶ Zögerliche Normalisierung der Geldpolitik

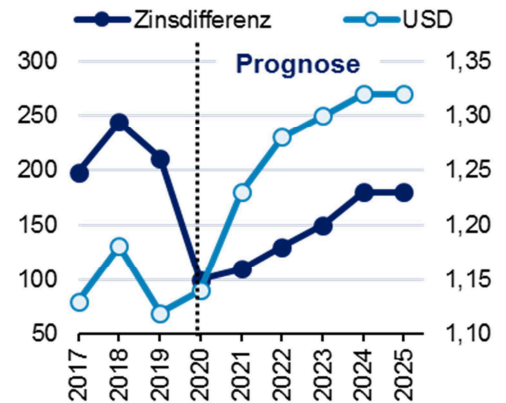
Aufgrund der deutlich gestiegenen öffentlichen und privaten Schulden wird sich auch die Geldpolitik mit einer schnellen Rückführung ihrer Stimulierungsmaßnahmen schwertun, da eine Verschärfung der Finanzierungskonditionen die wirtschaftliche Erholung gefährden würde. Zwar wächst das Risiko, dass sich die extrem ausgeweitete Liquidität perspektivisch in höhere Inflation übersetzt. Aktuell sehen wir aufgrund der Nachfrageschwäche aber keine Notwendigkeit, dass die Geldpolitik bereits eine Kehrtwende vollzieht. (siehe dazu auch unsere Studien: [„Blickpunkt Wirtschaft - Deutschland: Infiziert Corona die Inflation?“](#) und [„Blickpunkt Wirtschaft - Warum die große Inflation ein Risiko bleibt“](#)) Vielmehr werden die Notenbanker rund um den Globus nach japanischem Vorbild zunehmend versuchen ihren Einfluss auf das lange Ende der Zinskurve auszudehnen. Aufgrund der erhöhten Komplexität im Euro-Raum dürfte sich dies bei der EZB aber schwieriger gestalten als zum Beispiel bei der Fed. Was das kurze Ende angeht, dürfte die Fed die Bewegung auch im nächsten Zyklus wieder anführen und 2023 mit ersten Zinsschritten beginnen, denen die EZB nicht vor 2024 mit einer Anhebung des Einlagesatzes und 2025 mit einem positiven Hauptrefinanzierungssatz folgen könnte.

Zinsen bleiben weiter negativ
EZB Einlagesatz und 10-jährige Bundrendite in %



Quelle: EZB, Bundesbank, BayernLB Research

Trendwende beim Wechselkurs
Differenz 10-jährige Treasuries und Bunds in Bp. (I.S.) und Wechselkurs USD pro EUR



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Märkte bleiben politisch gestützt

- Verschärfung der Finanzierungsbedingungen unerwünscht

Eine Übertragung der Gesundheits- und Wirtschaftskrise auf die Finanzmärkte zu verhindern, wird bis auf weiteres höchste Priorität der geld- und fiskalpolitischen Entscheider sowie der Finanzmarkt- und Bankenregulierer bleiben. Dies dürfte über den gesamten Prognosehorizont risikoreichere Assets stützen. Durch die anhaltende Flutung der Märkte mit Liquidität werden sich die Preise vieler risikoreicherer Assets über längere Zeit von den Fundamentaldaten entkoppeln, wodurch die Crash-Gefahr steigt. Mit der Verstetigung des Wirtschaftswachstums und einer weniger aggressiven Geldpolitik könnten die Fundamentaldaten in der zweiten Hälfte des Prognosehorizonts wieder eine größere Rolle für die Entwicklung an den Finanzmärkten spielen.

- Mittelfristig moderater Anstieg bonitätsstarker Staatsrenditen

Trotz anhaltender Interventionen dürfte in den USA ab 2022 in Antizipation eines ersten Zinsschritts eine spürbarere Erhöhung der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen beginnen, die aber auch 2025 mit 2,6% weiterhin historisch niedrig sein dürften. Der US-Rentenmarkt wird auch weiterhin stark den Verlauf der Bundrenditen bestimmen. Mit der mit dem Wiederaufbaufonds voranschreitenden Vergemeinschaftung in Europa nimmt aber die Bundrolle als sicherer Hafen im Euro-Raum ab, und mit der massiven Ausweitung der hochliquiden und bonitätsstarken Anleihen der EU dürften Bunds zunehmend Konkurrenz bekommen, wodurch bereits 2022 wieder leicht positive Renditen für Bunds verzeichnet werden könnten. Aufgrund der geringeren Zinserwartungen an die EZB im Vergleich zur Fed dürfte aber der Renditeanstieg in Europa geringer ausfallen und die Differenz zu US-Treasuries wieder größer werden.

- Schwächerer Dollar

Mit Überwindung der Krise werden Investoren auf der Währungsseite weniger sichere Häfen ansteuern. Damit dürfte sich die begonnene Dollarschwäche fortsetzen. Der nach Kaufkraftparität seit langem unterbewertete Euro dürfte zudem von der mit dem Wiederaufbaufonds gestiegenen Stabilität der Währungsunion profitieren, was sich mittelfristig in einem Dollar-Kurs von über 1,30 gegenüber dem Euro widerspiegeln sollte.

- Geringere Kurszuwächse bei Aktien

Nach der rasanten Aufholjagd in den vergangenen Monaten dürfte die Erholung der Aktienindizes 2021 und 2022 weniger dynamisch verlaufen. Ab 2023, wenn das Wirtschaftswachstum mit dem Auslaufen der Fiskalpakete nachlässt und die Geldpolitik mit der Normalisierung beginnt, werden die Kurszuwächse nochmals geringer. Dennoch werden auf 5-

Jahressicht bei Aktien positive Total Returns (inkl. Dividenden) im mittleren einstelligen Prozentbereich erzielt. Das ist zwar geringer als in früheren Dekaden, angesichts von Niedrig- und Negativzinsen aber vergleichsweise attraktiv.

- ▶ Corporate-Spreads bleiben trotz hoher Schulden niedrig

Von der Suche nach positiven Renditen wird auch der Corporate-Markt profitieren. Während im High-Yield-Segment steigende Ausfallquoten zu höherer Risikoaversion und steigenden Spreads führen dürften, werden die hohen EZB-Käufe bis Mitte 2021 zu einer weiteren Einengung der Spreads im Investment-Grade führen. Auch wenn Investoren mit nachlassender Unterstützung der EZB und mit Blick auf die anhaltend hohen Verschuldungsquoten vorsichtiger werden dürften, erwarten wir selbst Ende 2025 Spread-Niveaus unterhalb der heutigen Stände.

Fazit: Corona wird noch lange Auswirkungen haben

Die Corona-Krise führt nicht nur zur tiefsten globalen Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg, sondern wird auch nach dem schleppenden Wiederaufholprozess das Wirtschafts- und Marktgeschehen über längerfristige Trends beeinflussen. Vieles deutet darauf hin, dass diese langfristigen Trends schließlich zu einem niedrigerem Produktionspotenzial führen. Die kommenden fünf Jahre werden wirtschaftlich maßgeblich von der Entwicklung der Pandemie und von den (Neben-)Wirkungen der Stimulierungspakete geprägt sein. Trotz großer Unsicherheit spricht vieles dafür, dass wir uns hin zu einem selbsttragenden Aufschwung bewegen und zumindest erste Schritte der geldpolitischen Normalisierung gemacht werden. Daher werden sich die Preise von risikoreicheren Assets trotz der bereits erfolgten Erholung günstig entwickeln.

juergen.michels@bayernlb.de

5-Jahresprognosen Gesamtwirtschaft

5-Jahreshorizont, in Prozent

	USA	Euro-Raum	Deutschland	Frankreich	Italien	Spanien
BIP (zum Vorjahr)						
2020	-6,0	-8,7	-6,3	-11,6	-10,9	-13,6
2021	3,0	3,9	3,9	4,6	3,6	4,2
2022	2,0	1,9	1,9	1,8	1,5	2,7
2023	1,8	1,5	1,6	1,4	1,2	2,2
2024	1,7	1,4	1,4	1,2	0,8	1,9
2025	1,8	1,3	1,3	1,2	0,8	1,9
Inflation (zum Vorjahr)						
2020	0,9	0,2	0,0	0,5	0,0	-0,3
2021	1,5	1,4	2,2	1,2	0,8	0,7
2022	1,6	1,5	1,7	1,5	1,3	1,6
2023	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	2,0
2024	1,8	1,8	1,9	1,7	1,7	2,0
2025	1,9	1,8	1,9	1,8	1,8	2,0
Öffentl. Haushaltssaldo (gemessen am BIP)						
2020	-22,3	-7,1	-5,7	-7,3	-7,6	-9,1
2021	-11,0	-3,3	-1,9	-4,7	-4,2	-4,1
2022	-5,8	-1,6	0,0	-2,8	-2,8	-2,5
2023	-5,6	-1,6	0,0	-2,8	-2,8	-2,3
2024	-5,4	-1,6	0,0	-2,8	-2,8	-2,2
2025	-4,4	-1,6	0,0	-2,8	-2,8	-2,2
Öffentl. Schuldenstand (gemessen am BIP)						
2020	135	115	79	131	183	129
2021	145	113	76	129	182	128
2022	140	111	73	129	182	126
2023	140	107	68	125	177	122
2024	141	104	65	124	176	119
2025	140	102	62	122	174	116

Quellen: Eurostat, BEA, BLS, BayernLB

Devisen, Zinsen und Aktien

5-Jahreshorizont

	Leitzinsen in % ¹⁾		Staatsanleihen in % ¹⁾			
	Euro-Raum*	USA	Bunds 2J	Bunds 5J	Bunds 10J	Treasuries 10J
2020	-0,50	0,125	-0,700	-0,600	-0,300	0,700
2021	-0,50	0,125	-0,600	-0,400	-0,100	1,000
2022	-0,50	0,125	-0,500	-0,200	0,200	1,500
2023	-0,50	0,625	-0,400	-0,100	0,500	2,000
2024	-0,25	1,625	0,200	0,400	0,600	2,400
2025	0,00	1,625	0,000	0,500	0,800	2,600

	Spreads ²⁾	Devisen ³⁾	Aktien			Ölpreis
	iBoxx Euro Non-Fin	EURUSD	DAX	EuroSTOXX	S&P500	Dollar/Fass
2020	110	1,14	13000	3320	3250	43
2021	100	1,23	14000	3500	3400	47
2022	100	1,28	14800	3680	3580	50
2023	105	1,30	15500	3760	3680	55
2024	110	1,32	16000	3780	3760	60
2025	115	1,32	16800	3860	3860	60

Quellen: Eurostat, BEA, BLS, BayernLB * Einlagesatz 1) Jahresendstand 2) Spreads in Basispunkten 3) Jahresdurchschnitte

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751; Sekretariat

Ingo Bothner, -21787; Medienfachwirt, Business Management

Christoph Gmeinwieser, -27053; CIIA, Business Management

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siplý, -21307

Manuel Schimm, -26845

Asien, Nordamerika

Gebhard Stadler, CFA, -28891

Nord- u. Osteuropa, GUS, Mittelamerika,

Verena Strobel, -21320

Südeuropa, Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Dr. Alexander Kalb, -22858

Maschinen-/Anlagenbau, Westeuropa, Südamerika

Wolfgang Linder, -21321

Mobilität

Thomas Peiß, -28487

Energie

Asja Hossain, CFA, -27065

Bau und Grundstoffe

Miraji Othman, -25888

Technologie

Dr. Sebastian Schnejdar, -26386

Immobilien

Investment Research

Dr. Johannes Mayr -21859

Dr. Stefan Kipar, -27346

Euro-Raum, EZB, Deutschland

Manuel Andersch, -27448

USA, Fed, UK, Schweiz, FX

Wolfgang Kiener, -27058

FX, Rohstoffe

Andreas Speer, -21305

Rohstoffe

Manfred Bucher, CFA, -21713

Zins- & Aktienstrategie, Asset Allokation

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Zinsstrategie & SSAs

Dieter Münchow, -23384

Value Investing & Behavioral Finance

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873

Hans-Peter Reichhuber, -21780

Alfred Anner, CEFA, -27072

Covered Bonds

Georg Meßner, CFA, -26396

Banken

Emanuel Teuber, -27070

Covered Bonds, Green Finance

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068

Corporate Bonds & SSD, Green Finance

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 05.08.2020. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Abkürzungsverzeichnis

Häufig verwendete Abkürzungen in Schaubildern und Tabellen:

ab:	arbeitstäglich bereinigt
BIP:	Bruttoinlandsprodukt
gg:	gegenüber
IS:	linke Skala
Md:	Monatsdurchschnitt
Me:	Monatsende
rS:	rechte Skala
sb:	saisonbereinigt
Vj:	Veränderung gegenüber Vorjahr
Vol:	Volumen
Vp:	Veränderung gegenüber Vorperiode

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de