

6. Dezember 2017

Kapitalmarktbericht Euroland

Nr. 6: Alle Ampeln auf grün

KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK: Das Wirtschaftswachstum der Eurozone gewann im dritten Quartal weiter an Stärke. Mit einer Jahresrate von 2,5% wird inzwischen das durchschnittliche Wachstumstempo aus dem Jahr 2016 von 1,8% spürbar übertroffen. Zudem setzten die wichtigsten Stimmungsindikatoren ihren Höhenflug fort, sodass die Konjunkturampeln weiterhin auf „grün“ stehen. Die EZB kündigte nach ihrer Oktober-Sitzung wie erwartet an, dass sie ab Januar 2018 ihr monatliches Anleiheankaufvolumen von 60 auf 30 Milliarden Euro halbieren wird.

EURO: Die Erwartung einer weiteren Leitzinserhöhung der US-Notenbank im Dezember, die Hoffnung auf eine wachstumsfördernde Steuerreform in den USA und Andeutungen der EZB, dass sie ihr Anleiheankaufprogramm eventuell über den September 2018 hinaus verlängern könnte, ließen den Euro zwischenzeitlich auf 1,16 US-Dollar abwerten.

RENTENMARKT: Trotz sehr positiver Konjunkturdaten bewegen sich die europäischen Zinsen weiterhin innerhalb der nun seit mehreren Monaten bestehenden Seitwärtsrange. Zentrale Ursachen hierfür sind eine weiterhin schwache Inflationsentwicklung und die trotz anstehender QE-Reduzierung immer noch sehr expansive EZB-Politik.

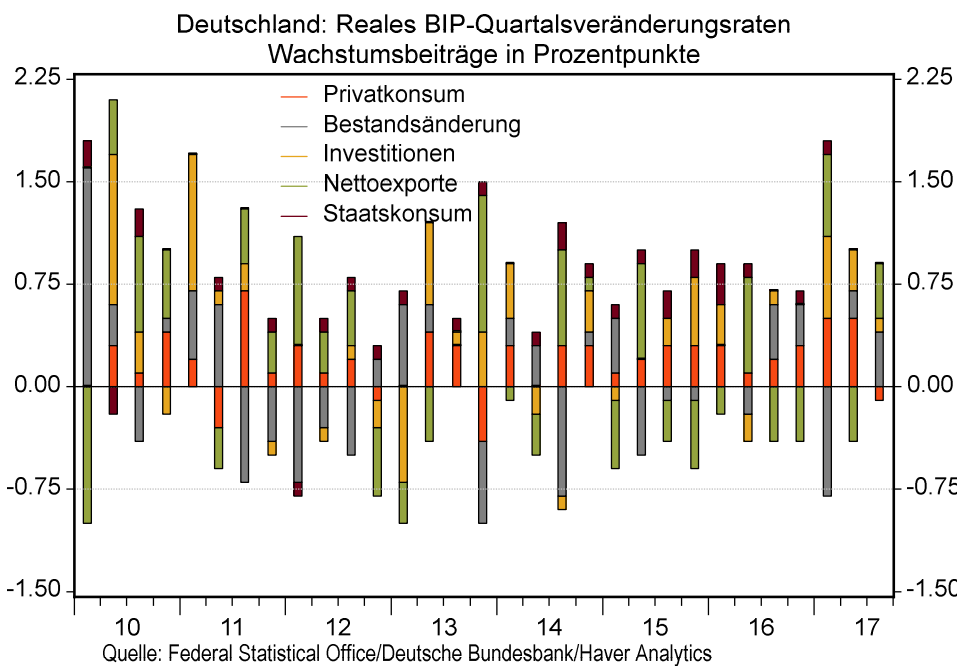
AKTIENMARKT: Die europäischen Aktienmärkte konnten in den letzten Wochen nur moderate Kurssteigerungen erzielen. Zwar stützten sehr positive Wachstumsdaten, aber die Berichte der Unternehmen zum Geschäftsverlauf im dritten Quartal konnten nicht restlos überzeugen. Dennoch sprechen erfreuliche fundamentale Aussichten weiter für Kurschancen – anhaltende geopolitische Risiken und das bereits erreichte hohe Kursniveau begrenzen aber das Anstiegspotenzial.

- Dr. Torsten Gruber
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Der eh schon freundliche Konjunkturausblick für Europa hat sich nach den jüngsten Daten zum Wirtschaftswachstum im dritten Quartal noch weiter aufgehellt. Mit einer Wachstumsrate von 2,5% im Vergleich zur Vorjahresperiode wird inzwischen der langjährige Durchschnitt um einen vollen Prozentpunkt übertroffen. Die Quartalsrate lag bereits das vierte Mal in Folge bei beachtlichen 0,6% oder darüber. Noch dynamischer zeigt sich die deutsche Wirtschaft. Hier wurde im Vergleich zum Vorquartal sogar ein Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,8% erreicht. Auf Jahressicht lag der Anstieg bei 2,8% – die höchste Zuwachsrate seit sechs Jahren.

Wirtschaftswachstum noch dynamischer in Q3.



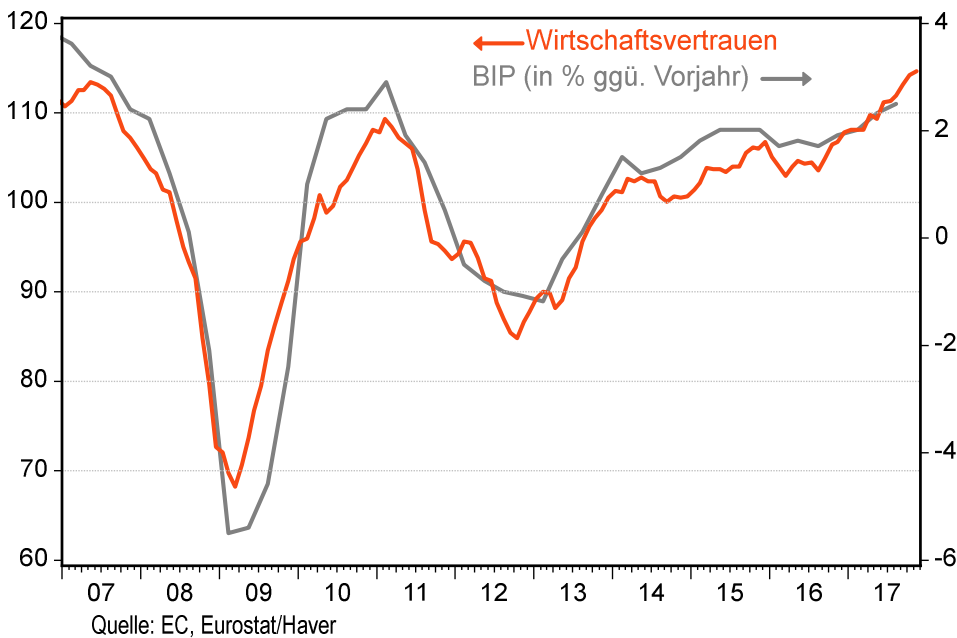
Auffallend an diesen jüngsten Wachstumsdaten für Deutschland waren jedoch nicht nur ihre Höhe, sondern auch die Treiber dieser Wachstumsdynamik. Während in den Vorquartalen insbesondere die private Konsumnachfrage und die Bauinvestitionen für positive Konjunkturnachrichten sorgten, wiesen beide Komponenten dieses Mal negative Zuwachsraten aus. So sank der private Konsum leicht um -0,1% im Vergleich zum Vorquartal. Angesichts der mit 0,9% und 0,8% sehr hohen Steigerungen in den beiden Vorquartalen dürfte diese Entwicklung jedoch eher als kleine Pause zu interpretieren sein. Denn die sich immer freundlicher gestaltende Lage am Arbeitsmarkt und die hieraus resultierenden positiven Effekte auf Einkommen sowie Verbraucherstimmung sprechen dafür, dass die Konsumnachfrage zukünftig wieder anziehen wird. Etwas anders fällt die Einschätzung zu den Bauinvestitionen aus. Diese gaben im dritten Quartal um -0,4% im Vergleich zum Vorquartal nach. Hier zeichnet sich allmählich ein Abflachen des Immobilienbooms ab. Hintergrund scheint zu sein, dass der inzwischen gerade in den Ballungsgebieten erfolgte Preisanstieg zunehmend potenzielle Käufer aus dem Markt drängt. Auf der Angebotsseite bremst zudem eine Knappheit von Bauland und von Fachkräften zunehmend das Wachstum. Statt diesen bisherigen Wachstumsmotoren sprangen im dritten Quartal andere Wirtschaftsbereiche in die Bresche. An erster Stelle ist hier das Exportgeschäft zu nennen. So wiesen die deutschen Ausfuhren ein unerwarte-

Privater Konsum und Bau etwas schwächer,...

...Export und Investitionen dafür spürbar stärker.

tes Wachstum von 1,7% aus. Hier scheinen die positiven Effekte eines anziehenden Welthandels die belastenden Auswirkungen der Euro-Aufwertung zu überkompensieren. Zweite Wachstumsstütze waren erneut die Investitionen der Unternehmen in Ausrüstungen, wie z.B. Maschinen. In diesem Bereich ist auch in den kommenden Quartalen mit soliden Wachstumsraten zu rechnen, denn die Kapazitäten der deutschen Unternehmen sind zunehmend ausgelastet, sodass Erweiterungsinvestitionen nötig werden. Zudem erzeugt das überdurchschnittliche Wachstum über einen zunehmend optimistischen Geschäftsausblick der Unternehmen, die in der Folge eine höhere Investitionsbereitschaft aufweisen, einen selbstverstärkenden Effekt. Zusammenfassend fielen die Wachstumsdaten für das dritte Quartal in der EWU und insbesondere in Deutschland noch dynamischer aus als im Vorquartal und als erwartet wurde. Da zudem davon ausgegangen werden kann, dass die private Konsumnachfrage nach einem eher enttäuschenden Quartal zukünftig wieder positiv zur konjunkturellen Entwicklung beitragen wird, spricht vieles für einen vorerst anhaltend positiven Konjunkturausblick in der EWU.

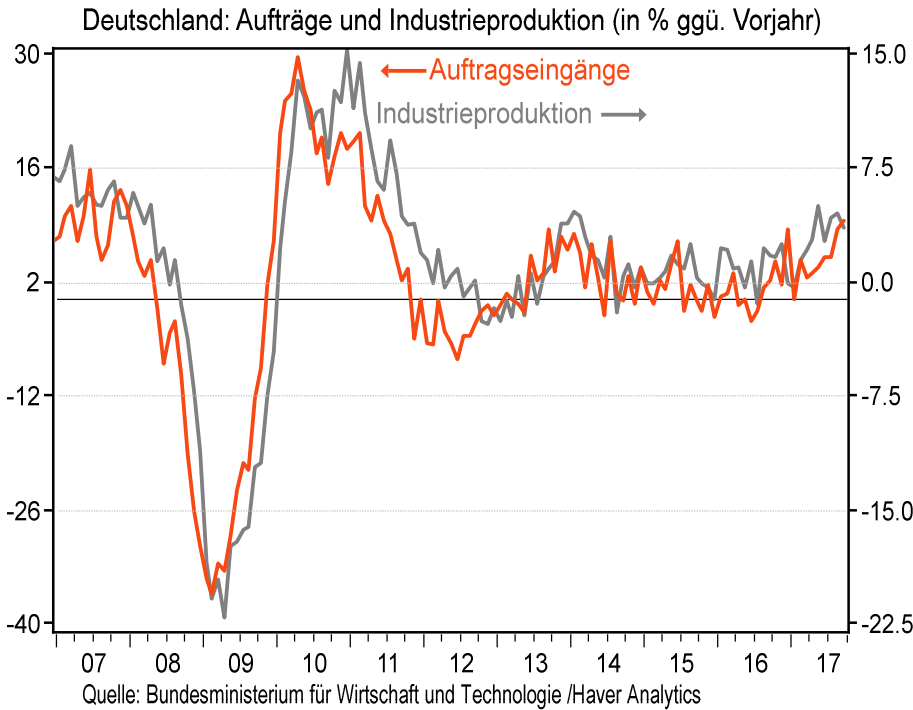
Eurozone: Wirtschaftsstimung und -wachstum



Diese erfreuliche Prognose wird auch von der jüngsten Entwicklung der führenden Stimmungsindikatoren gestützt. So stieg z.B. der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe für die EWU im November deutlich von 58,5 auf 60,1 Punkte an – ein langjähriger Höchststand. Auch das entsprechende Stimmungsbarometer für den Dienstleistungssektor zog von 55 auf 56,2 Punkte deutlich an, verfehlte aber sein Jahreshoch vom April bei 56,4 Punkten knapp. Auch das im Auftrag der EU-Kommission erhobene EWU-Wirtschaftsvertrauen setzte im November seinen kontinuierlichen Aufwärtstrend fort und erreichte 114,6 Punkte. Besonders spannend war die Entwicklung beim wichtigsten deutschen Stimmungsindex, dem ifo-Geschäftsklima, in den letzten Monaten. Nachdem dieses noch im Juli bei 116,2 Punkten ein Rekordhoch seit der Wiedervereinigung markieren konnte, gab es im August und September unerwartet auf 115,3 Punkte nach. Im letzten „Kapitalmarktbericht Euroland“ hatten wir hierüber bereits berichtet und darauf hingewiesen, dass ein weiterer Rückgang des ifo-Index ein ernsthaftes Warnsignal für Konjunktur und Kapitalmärkte darstellen würde. Hier kann nun Entwarnung gegeben werden, denn das ifo-Geschäftsklima konnte im Oktober und November beeindruckende

Stimmungsindikatoren stützen ebenfalls den positiven Konjunkturausblick.

Anstiege verzeichnen und hat jüngst mit 117,5 Punkten ein neues Rekordhoch erreicht. Aber nicht nur die Unternehmen weisen aktuell eine euphorische Stimmung aus und bestätigen damit den optimistischen Konjunkturausblick, sondern auch die Zuversicht der Konsumenten steigt stetig an. So hat das im Auftrag der EU-Kommission erhobene EWU-Konsumentenvertrauen im November mit 0,1 Punkten ebenfalls ein Rekordhoch erreicht.



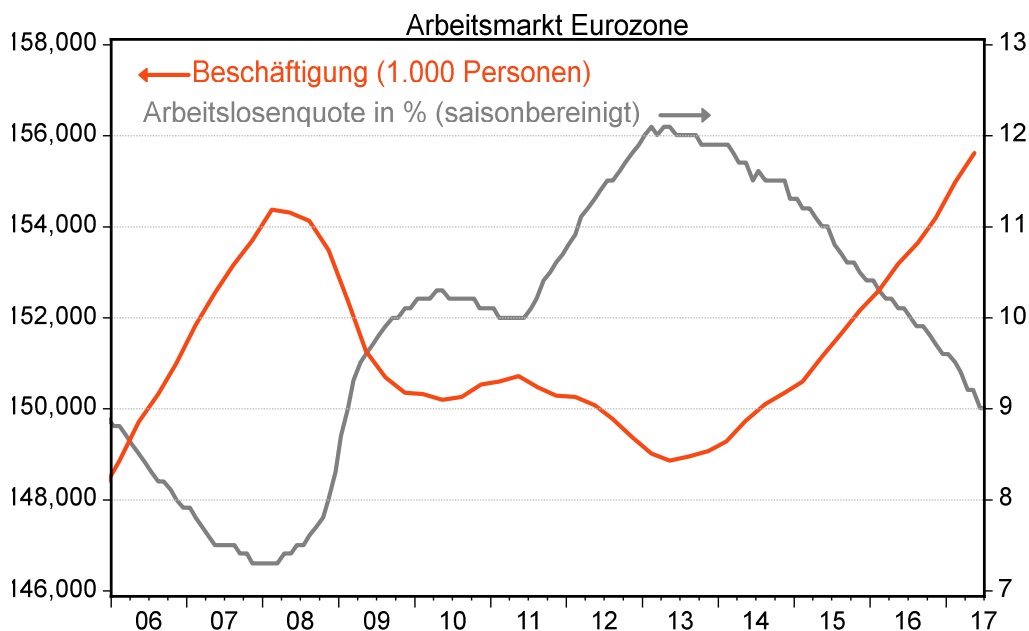
Abgerundet wird dieser Kranz zuletzt sehr positiver Wirtschaftsdaten durch die jüngsten Zahlen aus dem Industriesektor. So wies z.B. die deutsche Industrie für den September einen Anstieg des Auftragseingangs um 9,5% im Vorjahresvergleich aus. Zuletzt war eine so hohe Zuwachsrate 2011 vermeldet worden. Die tatsächliche Industrieproduktion hinkt mit einer Jahreszuwachsrate von zuletzt 3,6% dem Auftragsniveau zwar noch etwas hinterher, dürfte aber in den kommenden Monaten entsprechend aufholen und so zu einer erfreulichen Konjunktorentwicklung beitragen. In der gesamten EWU weist die Industrieproduktion mit einem Anstieg um 3,3% im Vorjahresvergleich inzwischen fast genauso hohe Werte wie Deutschland aus. Auch hier ist in den kommenden Monaten mit noch höheren Zuwachsraten zu rechnen.

Dynamik im Industriesektor nimmt zu.

Der EWU-Arbeitsmarkt kann weiter von dieser dynamischen Wirtschaftsentwicklung profitieren. So sank die Arbeitslosenquote jüngst auf 8,8% und befindet sich in einem stetigen Abwärtstrend. Angesichts einer Quote von noch 12,1% im Frühjahr 2013 stellt dies eine erfreuliche Entwicklung dar, auch wenn die Arbeitslosigkeit damit in der EWU immer noch deutlich über dem Niveau von Deutschland (5,6%), den USA (4,1%) oder Großbritanniens (4,3%) liegt. Die positive Verfassung des EWU-Arbeitsmarkts wird noch deutlicher, wenn man statt der Arbeitslosigkeit die Beschäftigtenzahl als Indikator verwendet. Denn mit über 155,6 Millionen Erwerbstätigen wurde im zweiten Quartal ein neuer Beschäftigungsrekord erreicht und das

Europäischer Arbeitsmarkt mit kontinuierlicher Verbesserung.

bisherige Hoch aus dem Jahr 2008 überschritten. Dies ist die Basis für eine dynamische Entwicklung der Haushaltseinkommen, der Konsumnachfrage und damit letztlich des Wirtschaftswachstums.



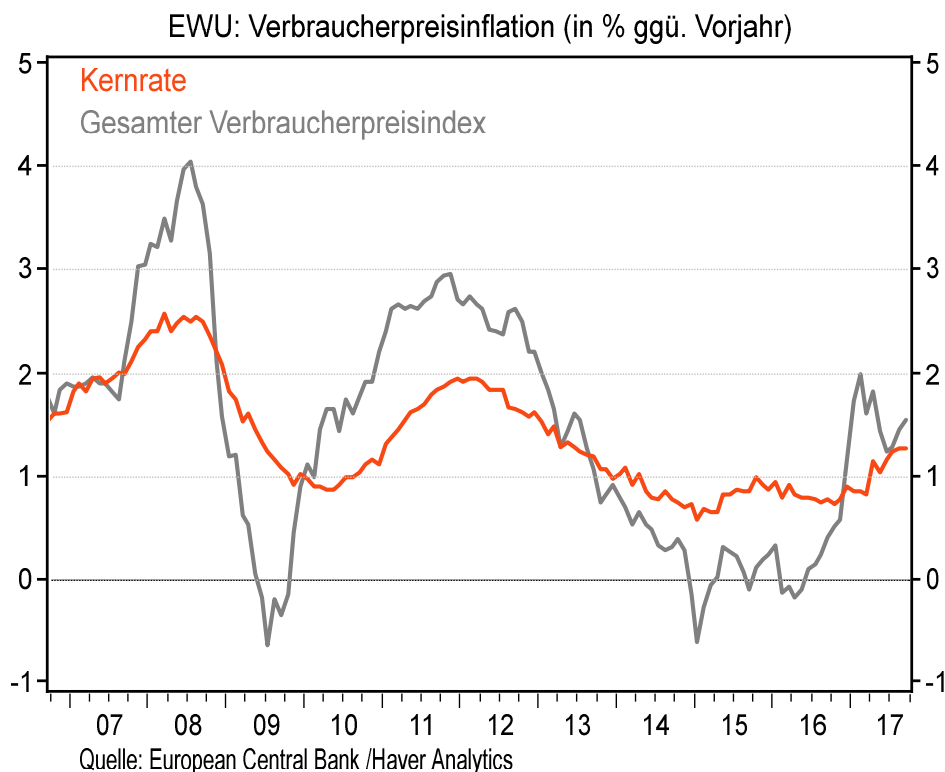
Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Das Wirtschaftswachstum in der EWU (und in vielen Einzelstaaten) fiel im dritten Quartal noch dynamischer aus als im Vorquartal. Mit den Exporten und den Unternehmensinvestitionen steht der Aufschwung dabei inzwischen auch auf einer breiteren Basis als zuvor, als noch die private Konsumnachfrage der einzig große Impulsgeber war. Letztere dürfte in den kommenden Monaten nach einem zwischenzeitlichen Durchhänger auch wieder positive Wachstumsbeiträge liefern, so dass vorerst mit anhaltend hohen Wachstumsraten zu rechnen ist. Diese Einschätzung bestätigen zudem die jüngst erreichten Rekordstände der wichtigsten Konjunkturfrühindikatoren. Auch wenn dieser Aufschwung nicht ewig anhalten wird, gibt es derzeit noch keinerlei Anzeichen auf eine anstehende Abschwächung der Konjunkturdynamik. Erste Zweifel dürften aufkommen, wenn die führenden Stimmungsindikatoren (z.B. das ifo-Geschäftsklima oder das EWU-Wirtschaftsvertrauen) nachhaltig ihren Zenit überschreiten oder wenn (geo-)politische Ereignisse das Wirtschaftsgeschehen belasten sollten.

Konjunkturausblick weiter positiv, derzeit keine Anzeichen für eine Abschwächung.

Trotz dieser hohen Wachstumsdynamik zieht die Inflationsrate bislang nur sehr zögerlich an. So stieg die Gesamtinflationsrate in der EWU zwar im November dank eines gestiegenen Ölpreises leicht auf 1,5% (im Juli hatte sie noch bei 1,3% gelegen), sie liegt damit aber immer noch spürbar unter der EZB-Zielmarke von knapp 2%. Noch deutlicher wird die Zielverfehlung der EZB, wenn man anhand der sogenannten Kernrate, die die sehr schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert, den fundamentalen Preisdruck in der EWU-Wirtschaft misst. Diese lag im November bei lediglich 0,9% und damit exakt auf dem Niveau des Jahresbeginns.

Inflation zieht trotz hohen Wachstums nur zögerlich an.



Neben den bereits im letzten Bericht dargestellten Erklärungsversuchen der Wirtschaftstheorie für das Ausbleiben eines nennenswerten Inflationsanstiegs trotz hohem Wirtschaftswachstums verweisen Volkswirte auf die zwar gesunkene, aber immer noch hohe Arbeitslosigkeit in der EWU. Diese verhindere, dass trotz einer hohen Konjunkturdynamik die Arbeitnehmer in der Lage wären, höhere Lohnzuwächse durchzusetzen, was wiederum entscheidend zu anziehenden Inflationsraten beitragen könnte. Tatsächlich ist in historischen Konjunkturzyklen zu beobachten, dass ein Anstieg der Inflation erst sehr spät erfolgte, wenn eine Banken- und Finanzkrise – ähnlich wie 2008 die sog. „Subprime-Krise“ – der Auslöser der Rezession war. In der EWU mag dieses Mal zusätzlich eine Rolle spielen, dass eine Sanierung des Bankensystems aufgrund der 2011 beginnenden „Euro-Staatsschuldenkrise“ viel länger andauert (und wie das Beispiel Italiens zeigt noch gar nicht vollendet ist) als etwa in den USA. Insofern steht zu befürchten, dass die EZB noch einiges an Geduld aufbringen muss bis sie ihr Inflationsziel von knapp unter 2% wieder nachhaltig erreichen wird.

Immer noch hohe Arbeitslosigkeit als Inflationsbremse?

Im Ergebnis bleibt festzuhalten, dass die Inflation in der EWU bislang nicht nennenswert auf das hohe Wirtschaftswachstum reagiert hat. Die zwar gesunkene, aber letztlich immer noch hohe Arbeitslosigkeit, die immer noch nicht vollendete Sanierung des europäischen Bankensystems sowie die Nachwirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise lassen vermuten, dass die EZB ihr Inflationsziel von knapp unter 2% noch geraume Zeit verfehlen wird.

Erwartungsgemäß äußerte sich die EZB nach der Oktober-Sitzung zu ihrer zukünftigen geldpolitischen Strategie. Wie bereits durch entsprechende Andeutungen von EZB-Vertretern im Vorfeld avisiert, wird die Notenbank ab Januar 2018 mit monatlich 30 Milliarden Euro nur noch halb so viele Anleihen kaufen als derzeit. Zeitlich wurde das Ankaufprogramm (QE) bis mindestens September 2018 verlängert. Entgegen den Hoffnungen der Falken im Rat (die einer weniger expansiven Geldpolitik zuneigen) unter Führung der deutschen Vertreter entschied sich die EZB somit gegen die Festlegung eines definitiven Enddatums für die Anleihekäufe. Die Aussage des EZB-Präsidenten Draghi in der Pressekonferenz, dass es kein abruptes Ende der Anleihekäufe im September geben werde, wurde zudem von den Anleihemärkten dahingehend interpretiert, dass eine weitere Verlängerung des QE-Programms wahrscheinlich sei. Allerdings könnte die Aussage Draghis auch darauf hinweisen, dass die EZB – ähnlich wie dieses Mal – frühzeitig eine Einstellung der Anleihekäufe ab Oktober 2018 ankündigen würde, z.B. nach ihrer Juni-Sitzung. Schließlich wies die EZB erneut darauf hin, dass die Anleihekäufe im Falle unerwartet ungünstiger wirtschaftlicher Entwicklungen auch wieder ausgeweitet werden könnten. Im Ergebnis wurden die Ankündigungen der EZB von den Anleihemärkten als „dovish“ interpretiert, d.h. trotz der Reduzierung des Ankaufsvolumens stufen die Marktteilnehmer die geldpolitische Ausrichtung der EZB gemessen an der konjunkturellen Entwicklung der EWU als expansiv ein. Diese Einschätzung wurde noch dadurch bestätigt, dass die EZB erneut mehrfach betonte, dass Leitzinsanhebungen erst geraume Zeit nach Beendigung der Anleihekäufe zu erwarten wären.

EZB wird Anleihekäufe ab 2018 reduzieren.

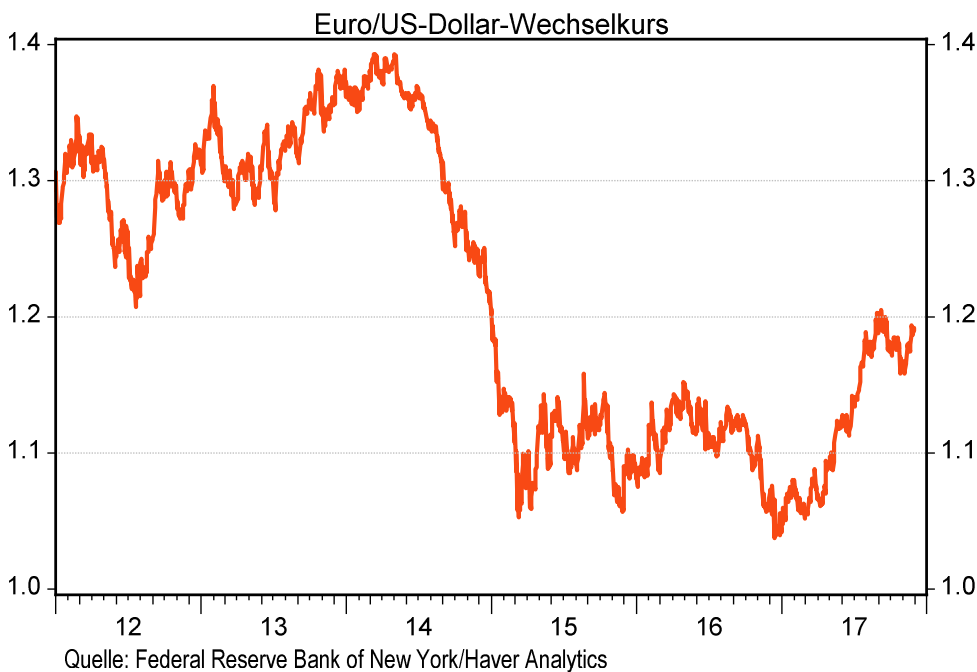
Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die EZB im Oktober zwar eine Reduzierung ihrer Anleihekäufe ab Januar 2018 angekündigt hat. Alle sonstigen Aussagen der EZB verdeutlichten aber erneut, dass die europäische Notenbank angesichts der enttäuschenden Inflationsentwicklung (und wohl auch aufgrund der aus steigenden Zinsen für viele EWU-Staaten resultierenden Finanzprobleme) noch lange an einer sehr expansiven Ausrichtung ihrer Geldpolitik festhalten will. Sollten in den kommenden Monaten ungünstige wirtschaftliche und politische Ereignisse ausbleiben, steht somit die geldpolitische Richtung in der EWU zunächst fest. In diesem Fall rechnen wir frühestens im Juni 2018 mit bedeutenden Neuigkeiten seitens der EZB.

Euro

Nachdem der Euro noch bis Anfang September von den überraschend positiven Konjunkturmeldungen aus der EWU hatte profitieren und auf Werte von über 1,20 US-Dollar hatte aufwerten können, ging er bereits im Vorfeld der EZB-Sitzung aufgrund von Gewinnmitnahmen in eine Gegenbewegung über. Diese verstärkte sich am Tag der EZB-Sitzung selbst, noch einmal spürbar, da die Finanzmärkte die Aussagen der EZB trotz einer zukünftigen Halbierung der monatlichen Anleihekäufe als insgesamt überraschend expansiv einstufen (siehe oben). Die offensichtliche Absicht der EZB, die Geldpolitik noch sehr lange expansiv zu belassen und auf Zinserhöhungen zu verzichten, verringerte die Attraktivität des Euro als Anlagewährung, sodass dieser abwertete. Mitte November erreichte der Euro dann im Bereich von 1,155 US-Dollar ein zwischenzeitliches Kurstief, um anschließend wieder die Gegenrichtung einzuschlagen. Im Ergebnis notierte er Ende November wieder bei 1,19 US-Dollar. Ursachen für diesen erneuten kurzfristigen Trendwechsel waren neue überzeugende EWU-Konjunkturdaten (insbesondere der starke BIP-Anstieg in Deutschland im dritten Quartal), während gleichzeitig die US-Konjunkturdaten

Euro nur mit temporärer Abwertung.

etwas unter Erwartung ausfielen. Zudem war der Devisenmarkt etwas enttäuscht, dass US-Präsident Trump mit Jerome Powell einen eher expansiv ausgerichteten Notenbanker zum Nachfolger der Fed-Präsidentin Janet Yellen ernannte und nicht den als deutlich restriktiver eingeschätzten Wirtschaftsprofessor John Taylor. Diese zerstörte Hoffnung auf rasch steigende US-Zinsen belastete den US-Dollar. Schließlich äußerte die US-Notenbank erstmalig explizit Zweifel an ihrer Prognose einer mittelfristig anziehenden Inflationsrate. Während sie ihre letzten Leitzinserhöhungen stets damit rechtfertigte, dass die derzeit überraschend niedrige Inflation nur temporären Verzerrungen (z.B. Preiskämpfen im Mobilfunksektor) geschuldet und daher vorübergehender Natur sei, meinte die Fed-Vorsitzende jüngst, dass vielleicht doch strukturelle und damit nachhaltige Faktoren die Inflation drücken könnten. Setzt sich diese Meinung bei der Mehrheit der FOMC-Mitglieder durch, werden die von der Notenbank bislang selbst prognostizierten vier Leitzinserhöhungen bis Ende 2018 unwahrscheinlich. Darunter leidet derzeit der US-Dollar.



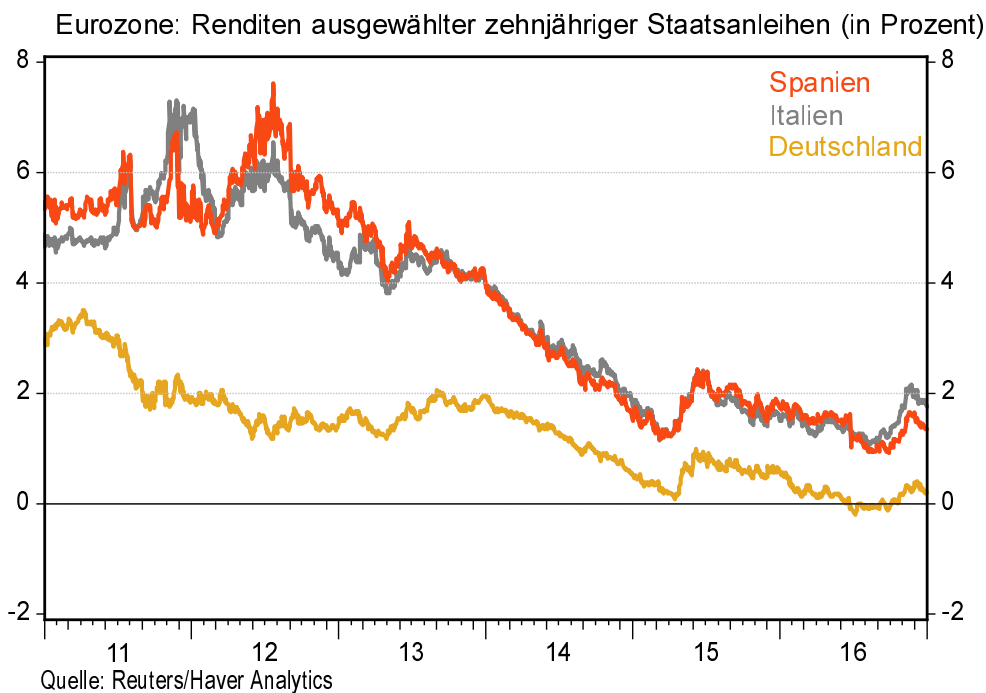
Der weitere Ausblick für den Euro-Wechselkurs bleibt freundlich. So scheint die europäische Gemeinschaftswährung inzwischen die anhaltend expansive Ausrichtung der EZB verkräftet zu haben. Dabei half, dass zunehmende Zweifel an einem Inflationsanstieg auch den Leitzinsausblick der US-Notenbank in Frage stellen. Zudem spricht vieles dafür, dass zumindest in der nahen Zukunft weiterhin freundliche EWU-Konjunkturdaten dem Euro Rückenwind geben werden. Gegenüber dem US-Dollar könnte der Euro jedoch kurzfristig noch einmal unter Druck geraten, falls es US-Präsident Trump doch noch gelingen sollte, rasch eine umfangreiche Steuerreform umzusetzen. Im Ergebnis rechnen wir damit, dass der Euro in den nächsten Wochen die Marke von 1,20 US-Dollar nachhaltig überwinden wird. Spätestens ab einem Kursniveau von 1,25 US-Dollar dürfte aber die europäische Politik warnende Stimmen verlauten lassen und auch seitens der EZB wären wohl verbale Eingriffe in den Devisenmarkt zu erwarten, denn eine solche Aufwertung des Euro würde das Erreichen ihres Inflationsziels noch schwieriger gestalten.

Weitere Euro-Stärke erwartet.

Rentenmarkt

Die Renditen lang laufender Staatsanleihen gaben in den vergangenen beiden Monaten per Saldo leicht nach. So fiel z.B. die Verzinsung einer zehnjährigen Bundesanleihe von Ende September bis Ende November von 0,46% auf 0,37%. Sie bewegte sich damit aber weiterhin in der nun seit rund einem Jahr gültigen Renditebandbreite von 0,15% bis 0,5% (nur im Juli wurde diese kurzzeitig überschritten). Hintergrund ist, dass der deutsche Anleihemarkt zuletzt gegensätzlichen Einflussfaktoren ausgesetzt war. Auf der einen Seite fielen die Konjunkturdaten, insbesondere das Wirtschaftswachstum, erneut spürbar verbessert aus, wodurch die Renditen nach oben gezogen wurden. Auch die von der EZB angekündigte Halbierung ihrer monatlichen Anleihekäufe (deutsche Anleihen machen dabei mehr als ein Viertel des Volumens aus) hätte aufgrund der verringerten Nachfrage nach Bundesanleihen eigentlich zinserhöhend wirken müssen. Dem standen jedoch zinsdämpfende Entwicklungen entgegen. So stufte der Anleihemarkt die Ankündigung der EZB trotz der Reduzierung des Ankaufsvolumens an Anleihen als expansiv, also zinsdrückend, ein, da die EZB explizit auf ein Enddatum der Anleihekäufe verzichtete und erneut betonte, dass etwaige Leitzinsanhebungen noch in der fernen Zukunft lägen. Zusätzlicher Druck auf die Renditen entstand, als die jüngsten EWU-Inflationsdaten veröffentlicht wurden, die erneut aufzeigten, dass trotz des hohen Wirtschaftswachstums die Preissteigerungsraten nicht nennenswert anziehen. Damit wird die EZB noch für lange Zeit ihr Inflationsziel unterschreiten, was ihr den Spielraum gibt, an ihrer expansiven Niedrigzinspolitik festzuhalten. Im Endeffekt überwogen die zinsdämpfenden Effekte leicht, sodass die Bund-Renditen im Berichtszeitraum etwas nachgaben.

Renditen nach EZB-Sitzung niedriger.



Einen spürbar kräftigeren Renditerückgang verzeichneten gleichzeitig die Staatsanleihen aus der EWU-Peripherie. So gab z.B. die Rendite zehnjähriger portugiesischer Staatsanleihen von 2,39% auf 1,87% nach. Weiterhin honorieren die Anleger die fundamentalen Verbesserungen in diesem Land. Die Verzinsung italienischer Staatsanleihen fiel gleichzeitig von 2,11% auf 1,75%. Drei Gründe sind hierfür

Anleihen der EWU-Peripherie mit Outperformance.

zu nennen. So profitierten italienische Schuldtitel zum einen von der Aussicht auf noch lang anhaltende Anleihekäufe der EZB. Zum anderen stuft eine Ratingagentur nach der jüngsten Verbesserung der ökonomischen Daten die Schuldnerbonität des Apenninenstaates nach oben. Schließlich gelang es der italienischen Politik endlich, ein neues Wahlgesetz zu verabschieden. Da nach Ansicht der Finanzmärkte dieses Gesetz die Erfolgsaussichten der Euro-kritischen Fünf-Sterne-Bewegung bei den im ersten Halbjahr 2018 anstehenden Wahlen eher verringert, konnten die Kurse italienischer Staatsanleihen zulegen. Der Zinsaufschlag („Spread“) gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen sank im Ergebnis innerhalb der letzten beiden Monate von 165 auf nun 137 Basispunkte.

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen scheiterte in den letzten Wochen erneut bei dem Versuch, die Marke von 0,5% zu überspringen. Selbst die Ankündigung der EZB, ihre monatlichen Anleihekäufe ab Januar 2018 zu halbieren reichte hierfür entgegen unserer Erwartungen nicht aus, da insbesondere die Kommentare des EZB-Präsidenten Draghi in der anschließenden Pressekonferenz von den Anleihemärkten als Signal für eine noch sehr lange Zeit expansive Ausrichtung der europäischen Geldpolitik gewertet wurden. Da zusätzlich selbst ein weit überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum nicht auszureichen scheint, die Inflation in Richtung EZB-Ziel anzuheben, verharren die Zinsen in der EWU hartnäckig auf sehr niedrigem Niveau.

Fehlende neue Impulse sprechen vorerst für ruhige Zinsentwicklung.

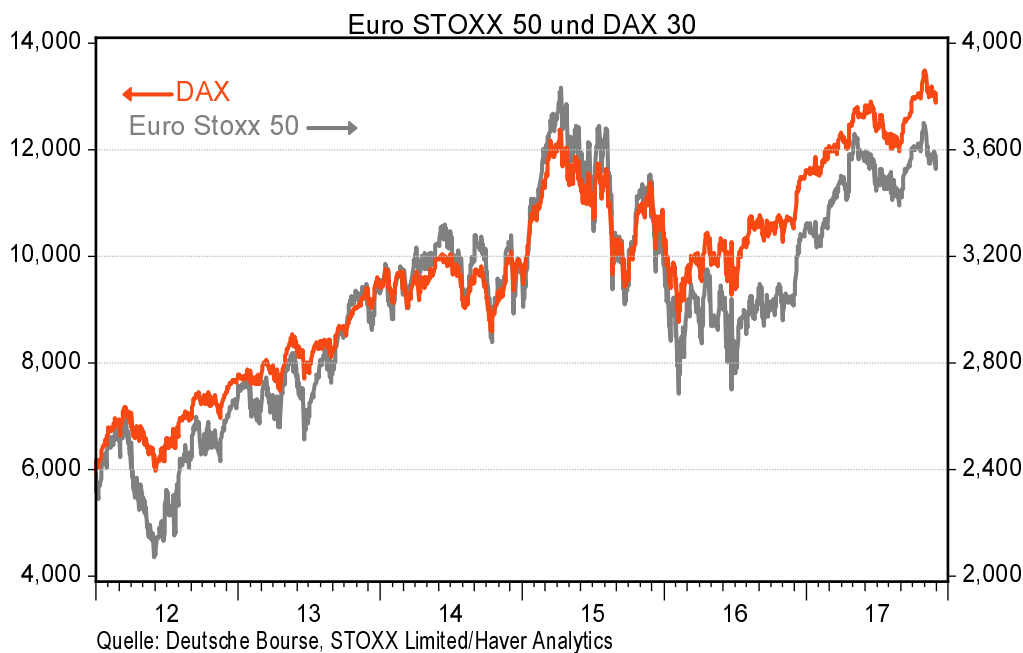
Vorerst, d.h. wohl bis weit ins erste Halbjahr 2018 hinein, ist mangels neuer Impulse unseres Erachtens mit nur geringen Zinsbewegungen zu rechnen. Die EZB dürfte sich z.B. frühestens im Juni zu ihrem weiteren geldpolitischen Vorgehen äußern. Auch aus den USA ist derzeit kaum mit zinserhöhenden Impulsen zu rechnen. Zunehmende Zweifel der US-Notenbank an ihrer eigenen Inflationsprognose stellen sogar die bislang avisierten Leitzinsanhebungen in Frage. Und auch von Seiten der Inflation ist in den kommenden Monaten nicht mit großen Sprüngen zu rechnen. Hier zeichnet sich zunehmend ab, dass diese frühestens im zweiten Halbjahr als Folge der sehr positiven konjunkturellen Entwicklung nennenswert anziehen könnte. Schließlich besteht permanent eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass negative politische Ereignisse – z.B. geopolitische Krisen im Nahen Osten oder Nordkorea sowie ein immer noch möglicher marktungünstiger Wahlausgang in Italien – die Risikoaversion der Anleger erhöhen, sodass diese erneut in den sicheren Hafen der Anleihemärkte flüchten und so die Renditen drücken könnten. Im zweiten Halbjahr 2018 erwarten wir dann einen Zinsanstieg, wenn sich die Inflationsrate nach oben bewegen wird und der Markt den Blick auf 2019 und damit auf potenzielle erste Leitzinsanhebungen der EZB richten wird.

Aktienmarkt

Die europäischen Aktienmärkte setzten ihr saisonal typisches Verlaufsmuster, das bislang das Kalenderjahr 2017 prägte, fort. Nach ausgeprägten Kursgewinnen in den ersten Jahresmonaten kam es ab Mai zu Gewinnmitnahmen und damit zu einer klassischen Sommerkurskorrektur. Pünktlich zu Septemberbeginn sorgten dann überraschend positive Konjunkturdaten für eine weitere Aufhellung der Wirtschaftsaussichten und für wieder anziehende Kursnotierungen. Anfang November erreichte der Euro STOXX 50 dann bei rund 3.700 Punkten ein neues Zweijahreshoch. Der deutsche Leitindex DAX wies erneut noch kräftigere Kurszuwächse

Euro STOXX nach Jahreshoch mit Korrektur.

aus und erreichte bei gut 13.500 Punkten sogar ein neues Allzeithoch. Anschließend kam es an den europäischen Aktienmärkten wieder zu einer Kurskorrektur, wobei die führenden Indizes etwa 4% sanken. Verschiedene Gründe lassen sich hierfür anführen. So wurde insbesondere der Euro STOXX 50 von der Katalonien-Krise belastet. Die im Index enthaltenen spanischen Aktien litten spürbar unter der politischen sowie ökonomischen Unsicherheit und belasteten den Index. Zudem verlief die Berichtssaison der Unternehmen zur Umsatz- und Gewinnentwicklung im dritten Quartal nicht so fulminant wie von den Marktteilnehmern aufgrund des sehr freundlichen konjunkturellen Umfelds eigentlich erhofft. Angesichts der dieses Jahr bereits erzielten Kursgewinne reichte diese eher kleine Enttäuschung schon aus, dass einige Anleger sich von Aktienpositionen trennten.



Die weiteren Perspektiven der europäischen Aktienmärkte bleiben grundsätzlich freundlich. Der sehr erfreuliche Verlauf der EWU-Konjunktur und die damit verbundenen, positiven Geschäftsaussichten der Unternehmen sind der zentrale Nährboden für Kursgewinne an den Börsen. Auch der nur sehr zögerliche Ausstieg der EZB aus ihrer extrem expansiven Geldpolitik dürfte die Aktienmärkte vorerst nicht nennenswert belasten. Zudem könnte eine Steuerreform in den USA, falls die Trump-Regierung sie tatsächlich noch durchsetzen kann, die US-Börsen und damit auch die europäischen Märkte beflügeln. Selbst gegenüber immer wieder auftauchenden geopolitischen Spannungen (jüngst z.B. wieder im Mittleren Osten) scheinen die Aktienmärkte derzeit angesichts eines Gewöhnungseffektes immun zu sein.

*Weitere
Kursaussichten
grundsätzlich
positiv,...*

Doch die geopolitische Lage kann wohl jederzeit eskalieren. So scheint ein Krieg zwischen Saudi-Arabien und dem Iran angesichts der zunehmenden politischen Spannungen in der Region nicht ausgeschlossen. In diesem Fall wären ein massiver Anstieg des Ölpreises und entsprechend negative Rückwirkungen auf die Weltkonjunktur zu erwarten. Dieses politische Ereignis könnten die globalen Aktienmärkte kaum ignorieren. Doch man muss nicht einmal ein solches Extremszenario konstruieren, um Risiken für die internationalen Aktienmärkte zu finden. So könnte von den Weltleitbörsen in den USA Ungemach drohen. Sollte die US-Notenbank

*...aber signifikante
Risiken bestehen.*

tatsächlich an ihrer Absicht festhalten, bis Ende des kommenden Jahres noch viermal die Leitzinsen anzuheben, würde dies eine wesentlich aggressivere Straffung der US-Geldpolitik darstellen als dies der Markt bislang erwartet. Angesichts der an den US-Aktienmärkten erreichten Kurs- und Bewertungsniveaus könnte eine kräftige Kurskorrektur oder gar ein nachhaltiges Ende der langjährigen Kursrally nicht ausgeschlossen werden. Hiervon könnten sich dann auch die europäischen Märkte mit Sicherheit nicht vollständig lösen. In Europa selbst stellen die im Frühjahr 2018 in Italien anstehenden Wahlen ein nicht unbedeutendes politisches Risiko dar. Sollten hier wider Erwarten doch eurokritische Strömungen siegen, könnte die Eurokrise erneut aufflammen.

Zusammenfassend sprechen gewichtige Argumente für einen weiterhin positiven Kurstrend an den europäischen Aktienmärkten. Die ungewöhnlich hohe Wachstumsdynamik in der EWU sorgt für einen sehr freundlichen Ausblick bei den Unternehmensgewinnen und damit auch bei den Aktienkursen. Das monetäre Umfeld in Form einer nur allmählich weniger expansiv werdenden EZB-Geldpolitik steht den europäischen Aktienmärkten auch nicht im Wege. Dennoch bleibt eine gewisse Unruhe bei vielen Marktteilnehmern nicht aus. So stellt man sich die Frage, ob inzwischen nicht bereits alle guten Konjunkturnachrichten aus der EWU in den Aktienkursen eingepreist sein müssten. Die Rekordstände wichtiger Indizes, z.B. des DAX in Deutschland, deuten darauf hin. Allerdings ist die Bewertung des DAX, z.B. gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), trotz des Kursrekords nur leicht oberhalb des langjährigen Durchschnittswertes. Angesichts der Wirtschaftsaussichten und des Niedrigzinsumfelds dürfte also noch Kurspotenzial vorhanden sein. Voraussetzung hierfür bleibt aber, dass sich die (geo-)politische Lage nicht noch weiter verschärft.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017e	2018e
EWU	1,4	2,0	1,8	2,3	2,25	0,4	0,0	0,2	1,5	1,5	11,6	10,9	10,0	9,2	8,7
- Deutschland	1,9	1,5	1,9	2,6	2,25	0,9	0,2	0,5	1,5	1,75	6,7	6,4	6,1	5,7	5,4
UK	3,1	2,4	1,8	1,5	1,25	1,5	0,1	0,6	2,75	2,5	6,2	5,4	4,9	4,5	4,5
USA	2,6	2,9	1,5	2,25	2,5	1,6	0,1	1,3	2,25	2,25	6,2	5,3	4,9	4,4	4,0
Japan	0,2	1,1	1,0	1,5	1,25	2,8	0,8	-0,1	0,5	0,75	3,6	3,4	3,1	2,8	2,8

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017e	2018e
EWU	2,4	3,2	3,4	3,0	3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,5	-1,2	1,21	1,09	1,05	1,18	1,23
- Deutschland	7,4	8,5	8,3	8,2	8,0	0,3	0,6	0,8	0,6	0,6	-	-	-	-	-
UK	-4,7	-4,3	-4,4	-3,3	-2,9	-5,6	-4,3	-2,9	-2,8	-2,1	1,56	1,47	1,23	1,31	1,37
USA	-2,1	-2,4	-2,4	-2,7	-3,3	-4,0	-3,5	-4,4	-4,0	-4,5	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	0,8	3,1	3,8	4,2	4,3	-5,4	-3,5	-4,2	-4,0	-3,3	120	120	117	120	125

1 Jahresdurchschnitt

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

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

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2014	2015	2016	2017e	2018e
EWU	0,05	0,05	0,0	0,0	0,0	0,5	0,6	0,2	0,5	1,15
UK	0,5	0,5	0,25	0,5	0,5	1,8	2,0	1,2	1,5	2,0
USA	0-0,25	0,25-0,5	0,5-0,75	1,25-1,5	2,0-2,25	2,2	2,3	2,4	2,5	3,0
Japan	0-0,1	0-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,1

(Angaben jeweils zum Jahresende)

1 EWU: Main Refinancing Operation; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

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

Rohstoffe

	Q2 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	30.11
CRB-Index ¹	227,2	193,8	176,1	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	189,2
Ölpreis (Brent) ^{1*}	63,6	48,4	37,3	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	63,6

1 Angaben jeweils zum Periodensende

* Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

Quelle: Bloomberg, Haver

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