

09. Oktober 2018

# Kapitalmarktbericht Euroland

## Nr. 5: Außenhandel belastet EWU-Wirtschaftswachstum

**KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK:** Nach kräftigen Wachstumsraten im zweiten Halbjahr 2017 schwächt sich die europäische Konjunktur seitdem ab. Im zweiten Quartal 2018 belasteten vor allem die Nettoexporte das BIP-Wachstum, aber auch der BIP-Beitrag des Privatkonsum stellte sich schwächer dar als noch in den Vorquartalen. Die Kerninflation verharrt weiterhin bei ca. 1,0%, während die Gesamtinflation dank gestiegenen Energiepreisen im September bei 2,1% lag.

**EURO:** Per Saldo wechselt der Euro gegenüber dem US-Dollar aktuell etwas schwächer als noch vor zwei Monaten. Als Krisenwährung profitierte der US-Dollar von den Turbulenzen in einigen Schwellenländern (z.B. der Türkei), während der Euro durch die ausgabenorientierten Haushaltspläne der italienischen Regierung unter Druck geriet.

**RENTENMARKT:** Am europäischen Rentenmarkt wurden die Verhandlungen der italienischen Regierung zum Staatshaushalt für das kommende Jahr aufmerksam verfolgt. Die Einigung auf einen ausgabenorientierten Haushalt sorgte am Rentenmarkt für Befürchtungen einer ausufernden italienischen Staatsverschuldung und einer erneuten europäischen Schuldenkrise. Die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihe stieg in der Folge auf aktuell 3,6%.

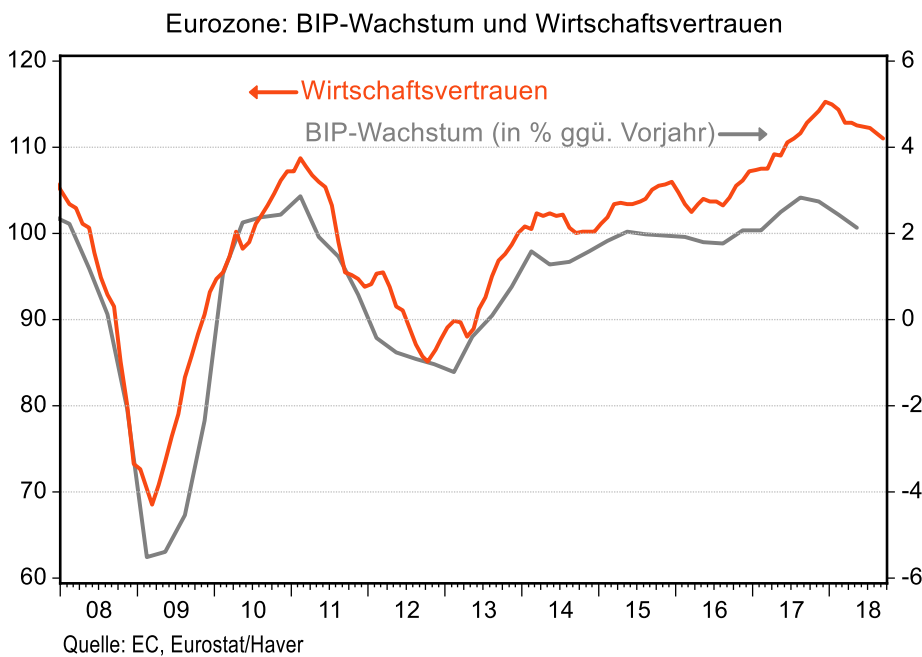
**AKTIENMARKT:** Konjunktursorgen aufgrund eines möglichen Handelskriegs, die Befürchtung neuer politischer Spannung in der EWU als Folge einer nicht EU-konformen Fiskalpolitik der italienischen Regierung sowie Probleme in mehreren Schwellenländern sorgten an den europäischen Aktienmärkten für einen negativen Kursverlauf. Per Saldo verloren DAX und Euro Stoxx 50 seit Anfang August ca. 5%.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Kapitalmarktteilnehmer sahen sich im Berichtszeitraum weiterhin mit den Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und diversen Handelspartnern sowie einer sehr ausgabenfreudigen italienischen Regierung konfrontiert. Zusätzlich eröffnete der Währungsverfall in einigen Schwellenländer ein weiteres Problemfeld. In Anbetracht der Vielzahl an Unsicherheitsfaktoren, die auf die globale Konjunktur einwirken, zeigten sich die europäischen Unternehmen und Verbraucher erstaunlich entspannt. Wichtige Stimmungsindikatoren wie das Wirtschaftsvertrauen der Europäischen Kommission gaben zwar nach, blieben aber auf einem erhöhten Niveau. Das Wirtschaftsvertrauen wird aus Unternehmens- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission berechnet. Dabei macht der Stimmungsindikator für die Industrie 40% und der Stimmungsindikator für den Dienstleistungssektor 30% aus, das Verbrauchervertrauen fließt mit 20% in die Berechnung ein, während das Baugewerbe und der Einzelhandel auf jeweils 5% kommen. Mit 110,9 Punkten im September ist das Wirtschaftsvertrauen lediglich 4,3 Punkte vom mehrjährigen Höchststand entfernt, der Ende 2017 erreicht wurde.

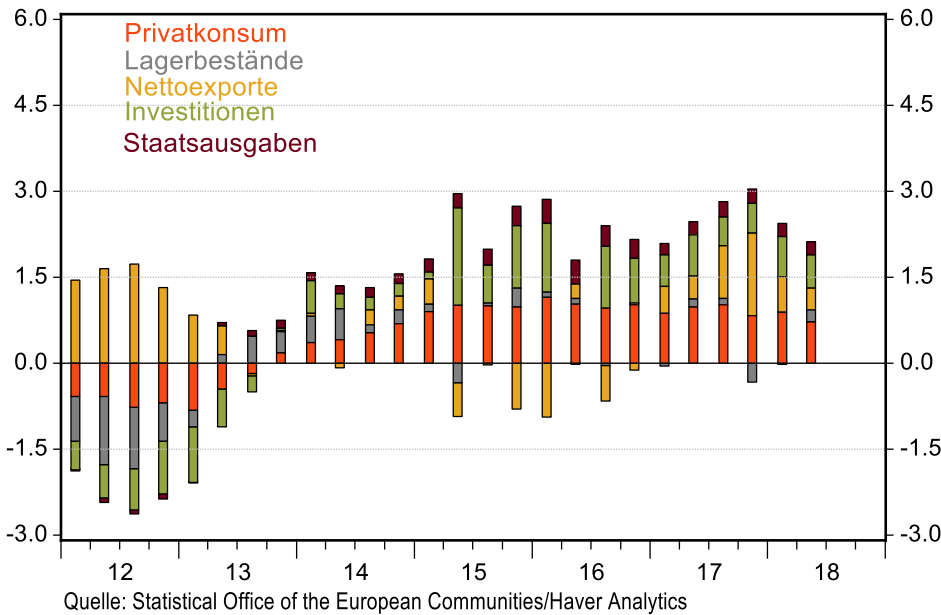
*Wirtschaftsvertrauen schwächt sich auf hohem Niveau leicht ab.*



Als aggregierender Indikator verdeckt das Wirtschaftsvertrauen unterschiedliche Entwicklungen der Stimmungsindikatoren im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor. Während sich der von der Firma Markit erhobene Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor in den vergangenen Monaten auf einem Niveau um die 54 Punkte stabilisiert hat, hält die Korrektur beim Pendant für das verarbeitende Gewerbe weiter an. Im verarbeitenden Gewerbe lasteten die ungelösten Handelskonflikte, der Verhandlungsstau rund um den Brexit und die Probleme in den Schwellenländern auf die Stimmung. Beide Markt-Indikatoren haben jedoch gemeinsam, dass sie sich deutlich in expansiven Bereich befinden. Für Deutschland zeichnet der ifo-Geschäftsklimaindex ebenfalls ein Bild stabiler Stimmungsindikatoren im Dienstleistungssektor und nachlassender Stimmungsindikatoren im verarbeitenden Gewerbe.

*Stimmung im Dienstleistungssektor hat sich stabilisiert, im verarbeitenden Gewerbe hält die Korrektur weiter an.*

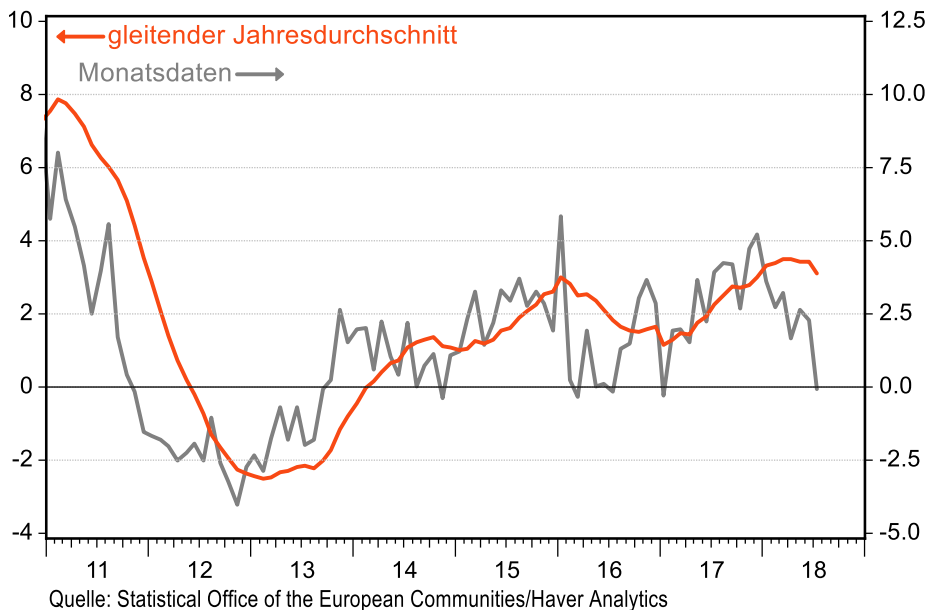
EWU: BIP-Jahresveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



An anderer Stelle zeigt sich ebenfalls ein moderater Rückgang des Vertrauens von Unternehmen in die Konjunkturaussichten. Der Beitrag der Unternehmensinvestitionen zum BIP-Wachstum ist im zweiten Quartal (auf der Basis von Jahresveränderungsraten) zurückgegangen und lag nach 0,70% in den Monaten Januar bis März im zweiten Quartal bei 0,58%. Neben der Investitionstätigkeit hat sich auch der Beitrag der Konsumausgaben der Privathaushalte im zweiten Quartal verringert. Der Wachstumsbeitrag von 0,72% war der niedrigste Wert des Privatkonsums seit dem vierten Quartal 2014. Am deutlichsten war jedoch der Rückgang des Wachstumsbeitrags der Nettoexporte. In der Quartalsveränderungsrate stellten sich die Nettoexporte bereits seit Jahresbeginn mit einem negativen Vorzeichen dar und spiegeln den Effekt eines rückläufigen Welthandels wider.

*Nettoexporte belasten EWU-Wirtschaftswachstum.*

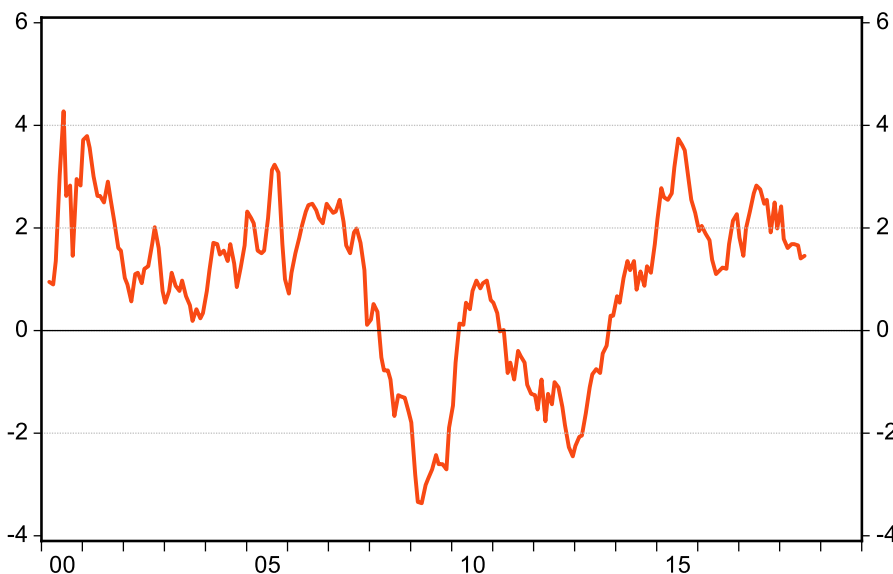
Eurozone: Industrieproduktion ohne Bau (in % ggü. Vorjahr)



In der Summe lag das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum bei 0,4%. Das Wachstumstempo hat sich damit seit dem Jahresbeginn nahezu halbiert und die bisher veröffentlichten Monatsdaten weisen auf eine Fortsetzung des abgeschwächten Wirtschaftswachstums in der zweiten Jahreshälfte hin. Eine Abschwächung der Daten ist besonders im Industriesektor zu beobachten, in dem eine weniger lebhaft globale Nachfrage, der drohende Brexit, die Probleme in verschiedenen Schwellenländern und das Risiko einer Ausweitung des Handelskonflikts bei der stark exportorientierten europäischen Industrie ihren Tribut fordern. Die Industrieproduktion in der Eurozone ist – ohne Bauaktivitäten – im Juli stark von 2,27% auf -0,09% zurückgegangen und auch der gleitende Jahresdurchschnitt zeigte im Juli einen Rückgang.

*Schwäche des Industriesektors verschärft sich.*

Eurozone: Einzelhandelsumsätze (in % ggü Vorjahr)



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Neben der Industrieproduktion wurden zuletzt auch schwächere Konsumaktivitäten der europäischen Konsumenten registriert. Im Gegensatz zur Industrieproduktion entwickeln sich die Umsätze der Einzelhändler zwar weiter positiv, im Vergleich zum Jahreswechsel haben sich die Zuwachsraten aber deutlich abgeschwächt (im August auf 1,4%). Ein stärkerer Rückgang wurde durch den robusten europäischen Arbeitsmarkt verhindert. Im September erreichte die saisonbereinigte Arbeitslosenquote mit 8,1% den niedrigsten Stand seit November 2008.

*Einzelhandelsumsätze entwickeln sich weniger dynamisch.*

Auch wenn sich die Wachstumsraten seit dem Jahreswechsel deutlich abgeschwächt haben, bleibt der konjunkturelle Ausblick für die Eurozone grundsätzlich freundlich. Die Konsumnachfrage wird weiterhin von soliden Arbeitsmarktbedingungen gestützt, die Unternehmensinvestitionen dürften von günstigen Finanzierungsbedingungen, steigenden Unternehmensgewinnen und einer zunehmenden Kapazitätsauslastung profitieren. Außerdem befindet sich die Stimmung der europäischen Unternehmen und Verbraucher – trotz Rückgängen – weiterhin auf hohem Niveau. Mit dieser Perspektive gehen wir für das Gesamtjahr 2018 von einem Wirtschaftswachstum in Höhe von 2,0% aus. Gegen ein stärkeres Wachstum spricht aus unserer Sicht die schwache Entwicklung der europäischen Industrie. Die

*Konjunktureller Ausblick grundsätzlich freundlich.*

Gründe für die schwächere Industrie, vor allem die geringere Dynamik der Weltwirtschaft, die Angst vor einer Eskalation der Handelskonflikte sowie die Probleme in mehreren Schwellenländern, dürften aus unserer Sicht bestehen bleiben.

**Nach dem starken Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte 2017 verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte 2018. Zurückführen lassen sich die schwächeren Wachstumsraten auf eine Abschwächung des Welthandels, was sich deutlich in einem geringeren Wachstumsbeitrag der Nettoexporte zeigte. Aber auch der Wachstumsbeitrag der Unternehmensinvestitionen hat als Konsequenz der gestiegenen globalen Unsicherheit nachgelassen. Trotzdem bleibt der konjunkturelle Ausblick für die zweite Jahreshälfte grundsätzlich freundlich, sodass wir für das Gesamtjahr 2018 von einer Wachstumsrate von 2,0% ausgehen.**

Unterstützt wird die europäische Konjunktur dabei von einer weiterhin äußerst expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Nach der Ratssitzung im September hat EZB-Präsident Mario Draghi nochmals bekräftigt, dass die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 auf dem aktuellen Niveau bleiben werden. Weiterhin hat sich der EZB-Rat (wie erwartet) darauf festgelegt, die monatlichen Anleihekäufe ab Oktober auf 15 Mrd. Euro zu halbieren. Zum Jahresende sollen die Anleihekäufe dann eingestellt werden, vorausgesetzt die Konjunktur entwickelt sich entsprechend den EZB-Erwartungen. Allerdings wird dann lediglich der Nettoerwerb von Anleihen gestoppt. Laut EZB sind weiterhin erhebliche geldpolitische Impulse notwendig, die die EZB unter anderem dadurch geben möchte, dass sie die Tilgungsbeträge fälliger Anleihen wieder anlegt. Konkrete Angaben machte die EZB zu dieser Reinvestitionspolitik bislang noch nicht. Sie hat lediglich signalisiert, dass sie sich weiterhin am Kapitalmarktschlüssel orientieren möchte. Die Höhe des Kapitalmarktschlüssels richtet sich danach, wie groß ein EU-Mitgliedstaat im Verhältnis zu gesamten EU ist, gemessen jeweils zur Hälfte an der Bevölkerung und am Bruttoinlandsprodukt. An Brisanz gewinnt das Thema, da der Kapitalschlüssel zum 1. Januar 2019 turnusgemäß nach fünf Jahren angepasst wird. Da für Deutschland sowohl die Wirtschaftsleistung als auch die Bevölkerung überdurchschnittlich stark gewachsen sind, dürfte der Kapitalschlüssel für Deutschland nach einer Neuberechnung höher ausfallen, während der Kapitalschlüssel für Italien dagegen geringer ausfallen dürfte. Dadurch würden die Anleihekäufe der EZB von deutschen Staatsanleihen höher ausfallen und die Käufe von italienischen Staatsanleihen würden geringer ausfallen. Durch die geringere Nachfrage nach italienischen Staatsanleihen wären steigende Renditen die Folge. In Deutschland wäre als Folge höherer Nachfrage eine niedrigere Rendite die Folge. Problematisch ist diese Entwicklung, da italienische Staatsanleihen auch ohne eine Anpassung des Kapitalschlüssels hohe Renditen aufweisen. In Deutschland befindet sich die Rendite von langlaufenden Bundesanleihen dagegen seit Jahren nur knapp über der Nullprozentmarke.

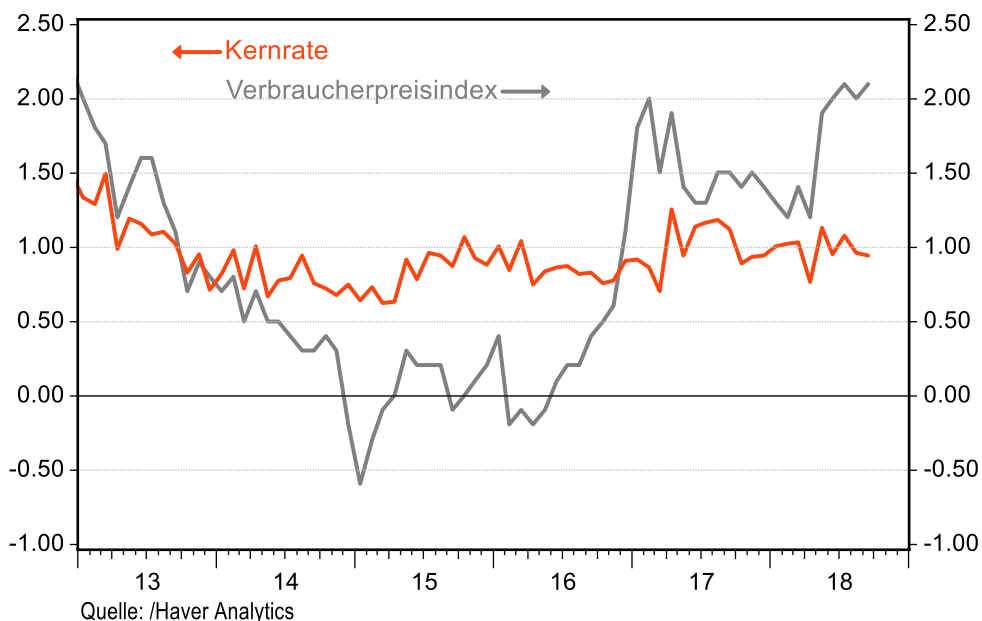
Während die Perspektive der EZB zur Reinvestitionspolitik bislang sehr unsicher ist, ist die Perspektive, die die EZB zur Entwicklung der Leitzinsen gegeben hat, deutlich konkreter. Laut Pressemitteilungen werden die Leitzinsen so lange auf dem aktuellen Niveau belassen, bis eine „fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 %“ auf mittlerer Sicht sichergestellt ist. Insofern ließ die Aussage von EZB-Präsident Mario Draghi vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss (ECON-Ausschuss) des EU-Parlaments aufhorchen, wonach er von einem „relativ lebhaften Anstieg der Kerninflation“ ausgeht. Momentan ist von einer Belebung der Kerninflation allerdings nichts zu spüren. Die Kerninflation

*Geldpolitik der EZB bleibt weiterhin expansiv.*

*Kerninflation verharrt bei knapp 1,0%. Gesamtinflation dank Energiepreisen höher.*

verharrt weiter bei knapp 1,0%. Lediglich die Gesamtrate der Inflation ist zuletzt gestiegen und liegt mit 2,1% nun leicht über der Zielrate der EZB. Der Anstieg der Gesamtinflation geht zu einem großen Teil auf die Energiepreise zurück, die im September im Vergleich zum Vorjahresmonat um 9,5% zugelegt haben. Nachdem die Aussage von Draghi vor dem ECON-Ausschuss an den Anleihemärkten kurzfristig zu deutlichen Reaktionen geführt hatte, setzte sich nach und nach die Überzeugung durch, dass sich die Aussage von Draghi auf einen längerfristigen Zeithorizont bezogen hat. Die Interpretation, dass Draghi wohl eher keinen Kurswechsel der EZB auf absehbare Zeit andeuteten wollte, wurde auch etwas später vom EZB-Chefvolkswirt Praet bestätigt, der betonte, dass sich die Marktreaktion „etwas später, ich denke zu Recht, zurückgebildet haben, denn ich glaube nicht, dass es in seiner Aussage etwas Neues gab. Im Grunde genommen sagen wir, dass der Preisdruck gedämpft bleibt und es lange dauern wird, bis wir fast 2% erreichen“.

EWU: Inflation (in % ggü. Vorjahr)



**Die Geldpolitik der EZB wird auf absehbare Zeit expansiv bleiben. EZB-Präsident Mario Draghi hat im September nach der Sitzung des EZB-Rates nochmals bekräftigt, dass die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 auf dem aktuellen Niveau bleiben werden. Das Anleihekaufprogramm wird zwar höchstwahrscheinlich zum Jahresende eingestellt, das Kapital aus fälligen Anleihen wird aber weiterhin reinvestiert. Zu den Details der Reinvestitions politik äußerte sich die EZB aber bislang nicht.**

## Euro

Nachdem der Euro gegenüber dem US-Dollar bis Mitte August auf knapp unter 1,14 US-Dollar nachgegeben hatte, erholte er sich in der Folge. Die Marke von 1,18 konnte der Euro zwar nicht lange halten, mit 1,15 US-Dollar liegt der Euro aktuell aber nur leicht unter dem Niveau von Anfang August (als der letzte Kapitalmarktbericht zur Eurozone veröffentlicht wurde). Zwei Faktoren waren für die Kursentwicklung entscheidend. Zum einen haben sich die Probleme in den Schwellenländern

*Wechselkurs per saldo leicht schwächer.*

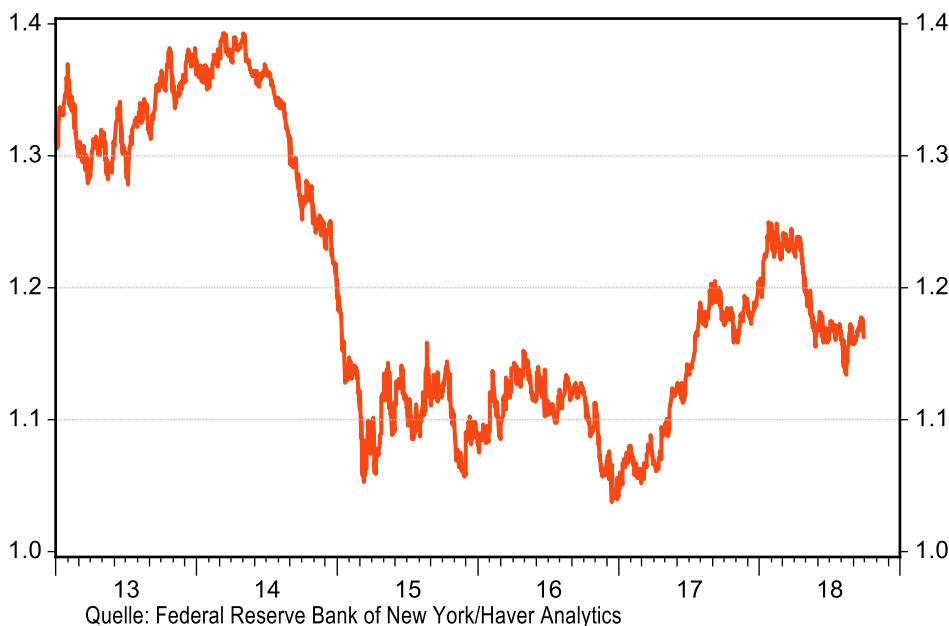
auf den Wechselkurs ausgewirkt. Zum anderen steht der Eurokurs aktuell unter dem Einfluss der Ereignisse in der italienischen Politik.

Als wichtigste Reservewährung der Welt wird der US-Dollar bei vielen Investoren auch als „sicherer Hafen“ (safe-haven) wahrgenommen. Als Krisenwährung profitierte der US-Dollar von der (vorübergehenden) Eskalation der Währungskrise in der Türkei und in anderen Schwellenländern. Die türkische Lira steht schon seit dem Jahresanfang unter Druck, da Investoren die Einflussnahme des Staatspräsidenten Erdogan auf die türkische Notenbank mit Sorge beobachten. Da die türkische Wirtschaft zudem von einer immer schneller steigenden Inflation geplagt wird, haben Investoren an Vertrauen verloren und ihr Kapital aus der Türkei abgezogen. Einen vorläufigen Höhepunkt erreichte die Währungskrise in der Türkei Mitte August als die türkische Lira an einem einzigen Tag ca. 15% gegenüber dem Euro verloren hat, nachdem US-Präsident Trump eine Verdopplung der Zölle auf Aluminium und Stahl angekündigt. Die Stellung des US-Dollars als Krisenwährung und die stärkere Vernetzung zwischen der türkischen und der europäischen Wirtschaft führen zu dem niedrigsten Stand des Euro im Berichtszeitraum von knapp über 1,13 US-Dollar.

*Schwellenländerkrise*

...

Euro/US-Dollar Wechselkurs



Ende September wertete der Euro dann vor allem wegen Anzeichen einer Eskalation im Streit der italienischen Regierung mit der EU ab. In ihren Verhandlungen zum Staatshaushalt für die kommenden Jahre einigte sich die italienische Regierung auf ein Haushaltsdefizit von 2,4% für das kommende Jahr (und damit auf ein Defizit das dreimal so hoch ist, als von der Vorgängerregierung avisiert). Nach einem wochenlangen Hin und Her konnte sich der stabilitätsorientierte Finanzminister Tria mit seiner Forderung eines Defizits von unter 2% nicht durchsetzen. Der Devisenmarkt reagierte besorgt auf die Einigung, da der Regierung scheinbar wenig an einem Abbau des Schuldenbergs von ca. 130% des BIP liegt und sie eine Eskalation im Streit mit der EU und anderen EWU-Mitgliedsstaaten bewusst in Kauf nimmt. Manche Investoren befürchten bereits eine neue Euro-Schuldenkrise.

*... und italienische Haushaltspläne sorgen für Euro-Abwertung.*

Die Notenbankpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks spielt gegenwärtig lediglich eine untergeordnete Rolle. Dabei hätte die Zinssitzung der Fed im September durchaus das Potential gehabt den US-Dollar zu stärken. Wie erwartet hat die US-Notenbank Fed die Leitzinsen um 25 Basispunkt auf 2,0-2,25% erhöht. Außerdem hat die Fed die Erwartungen für eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr bestärkt durch die Aussage, dass die starke US-Wirtschaft wahrscheinlich schrittweise Straffungen bis weit in das Jahr 2019 hinein rechtfertige. Auch der aktualisierte Zinsausblick der Währungshüter deutet auf eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr hin (für 2019 werden im Median weiterhin drei Zinserhöhungen prognostiziert). Trotz dieser tendenziell US-Dollar stärkenden Ergebnisse der Fed-Sitzung hat sich der US-Dollar gegenüber dem Euro nicht nachhaltig bewegt. Es scheint als ob die Devisenmärkte es akzeptiert hätten, dass sich die Fed in einem Zinserhöhungszyklus befindet. Daher benötigt es mehr als nur marginale Änderungen am Kurs der Fed, damit der Devisenmarkt nachhaltig auf die US-Geldpolitik reagiert. Für den weiteren Verlauf des EUR-USD würde dies bedeuten, dass weitere Zinserhöhungen der Fed kaum das Potential besitzen den US-Dollar zu beflügeln, da diese bereits weitestgehend eingepreist sind. Für den Euro besteht dagegen aus unserer Sicht Aufwertungspotential sobald die Märkte eine restriktivere europäische Geldpolitik stärker einpreisen. Darum sehen wir bis Jahresende einen etwas stärkeren Euro.

*Notenbankpolitik der EZB und der Fed spielt aktuell eine untergeordnete Rolle für den Wechselkurs.*

**Der Euro wechselt gegenüber dem US-Dollar aktuell nur leicht schwächer als Anfang August. Die Währungsturbulenzen in diversen Schwellenländern wie der Türkei haben den Eurokurs Mitte August zwischenzeitlich bis auf 1,13 gedrückt. Von diesem Stand konnte sich der Euro aber wieder erholen. Ende September erreichte der Euro einen Stand von 1,18 US-Dollar bevor die Sorgen der Devisenanleger angesichts des Haushaltsentwurfs der italienischen Regierung den Euro abwerten ließen. Bis zum Jahresende gehen wir aber wieder von einem etwas stärkeren Euro aus, da wir die Meinung vertreten, dass der Zinserhöhungszyklus der Fed am Devisenmarkt eingepreist ist. Der (wenn auch langsame) Ausstieg der EZB aus einer sehr expansiven Geldpolitik wird von den Devisenmärkten u.E. zu wenig beachtet. Sobald der restriktivere Kurs der EZB an den Devisenmärkten stärker in den Fokus rückt, sollte die den Euro stärken.**

## Rentenmarkt

Europäische Rentenändler beobachten in den vergangenen Wochen gebannt die Verhandlungen der italienischen Regierung zum Staatshaushalt für die kommenden Jahre. Die Regierungsvertreter der 5-Sterne-Bewegung und der Lega, vor allem deren Vorsitzende di Maio und Salvini, streben eine Umsetzung ihrer kostspieligen Wahlversprechen an und haben mit diesen Plänen einen Konfrontationskurs sowohl gegenüber dem eigenen Finanzminister Tria als auch gegenüber der europäischen Kommission eingeschlagen. Der parteilose Finanzminister Tria wollte das Haushaltsdefizit in 2019 auf 1,6% begrenzen. Mit Brüssel hatte sich die Vorgängerregierung auf ein Defizit von 0,8% verständigt.

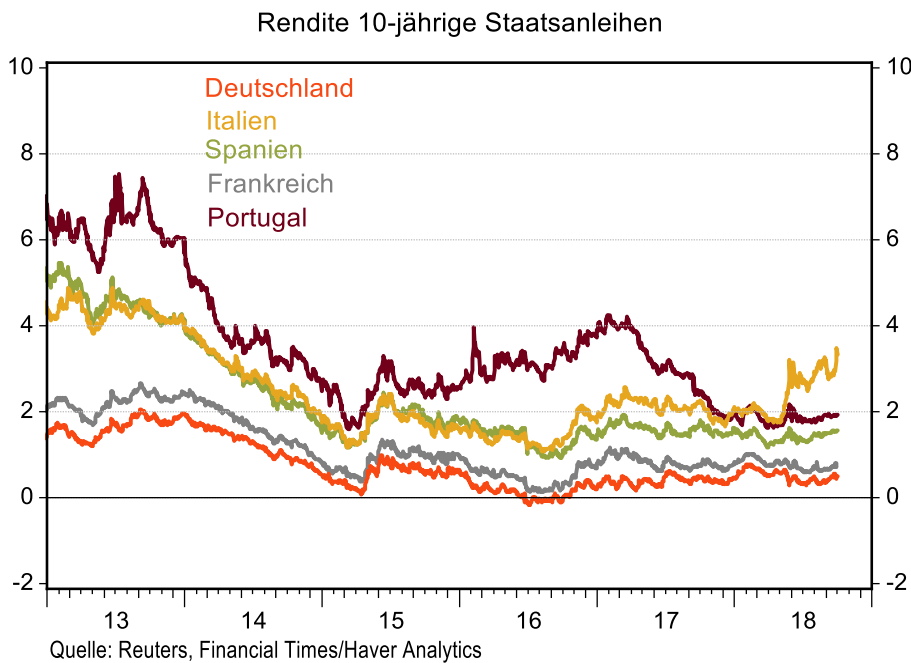
*Italienische Politik im Fokus der europäischen Rentenmärkte.*

Nachdem es zunächst schien, als könne sich Finanzminister Tria mit einem Defizit von unter 2% für 2019 durchsetzen, einigte sich die Regierung Ende September dann doch auf ein Defizit von 2,4% für das Jahr 2019 (und für die Jahre 2020 und 2021). Als Folge dieser Einigung stieg der Zinsspread (Renditedifferenz) zwischen

*Ausweitung der italienischen Spreads als Folge der Haushaltspläne der Regierung.*



italienischen und deutschen Staatsanleihen auf ca. 300 Basispunkten und damit den höchsten Wert seit fünf Jahren. An den Märkten scheinen sich Sorgen breit zu machen, dass die italienische Staatsverschuldung durch diese Haushaltspläne außer Kontrolle geraten könnte und auch eine Neuaufgabe der europäischen Schuldenkrise ist dabei wieder den Raum gerückt. Die Entwicklung an den Finanzmärkten zusammen mit der Kritik der EU scheint die italienische Regierung dazu veranlasst zu haben, nun doch eine geringere Neuverschuldung anzustreben. Zwar soll das Defizit im kommenden Jahr weiterhin 2,4% betragen. In den Jahren darauf soll der Betrag aber auf 2,1% (2020) und 1,8% (2021) sinken. Abgeschlossen dürften die Haushaltsdiskussionen damit nicht sein. Erst am 15. Oktober muss der komplette Haushaltsentwurf bei der EU-Kommission eingereicht werden, die parlamentarischen Beratungen in beiden Kammern des Parlaments werden vermutlich dann noch bis Weihnachten andauern. Damit bleibt in den kommenden Monaten das Potential für stärkere Schwankungen der Rendite von italienischen Staatsanleihen bestehen.



Die Rendite von deutschen Bundesanleihen hat sich in den vergangenen Wochen häufig gegenläufig zu den Renditen italienischer Staatsanleihen verhalten. In der gegenläufigen Entwicklung drückte sich der safe haven-Charakter von Bundesanleihen aus. Als Konsequenz des Konfrontationskurses, den die italienische Regierung gegenüber der EU eingeschlagen hat, stiegen Investoren aus italienischen Staatsanleihen aus und in die sicheren deutschen Bundesanleihen ein. So stieg die Rendite von 10-jährigen italienischen Staatsanleihen Ende September/Anfang Oktober von 2,8% bis auf 3,6% an, während die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen von 0,54% auf 0,41% nachgab.

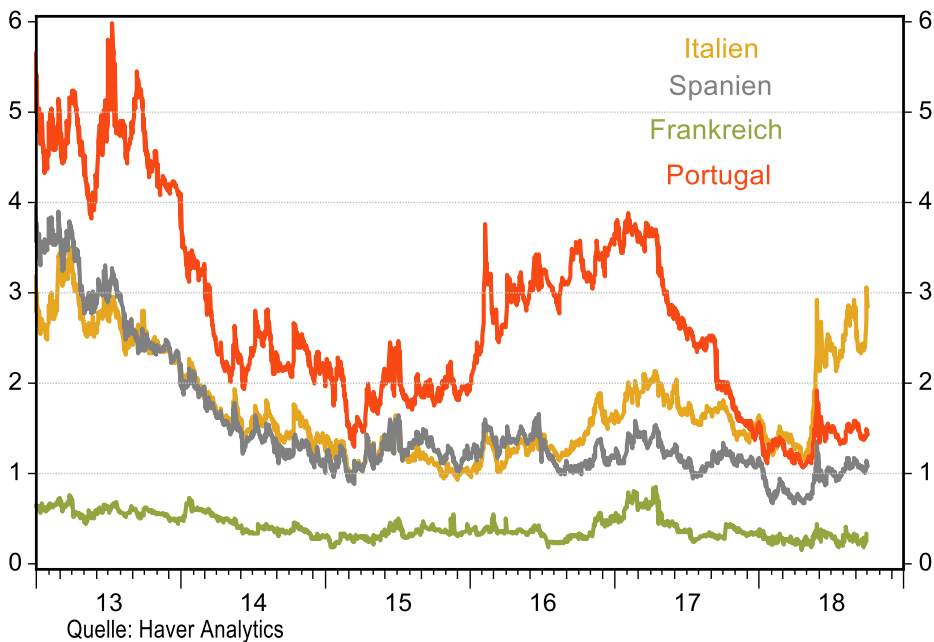
*Bundrendite fallen angesichts der italienischen Haushaltsplänen...*

Per Saldo stieg die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen von ca. 0,47% Anfang August auf aktuell ca. 0,56% an. Neben dem Einfluss der italienischen Budgetverhandlungen wurde die Bundrendite von der Eskalation der Währungskrisen in der Türkei und anderen Schwellenländern beeinflusst. Der Währungsverfall in einigen Schwellenländern (wie z.B. der Türkei und Argentinien) sorgte für eine höhere Nachfrage nach sicheren Bundesanleihen (sodass die Renditen nachgaben).

*...per Saldo aber höher als Anfang August.*

Nachdem der Währungsverfall der Schwellenländerwährungen zumindest vorübergehend gestoppt werden konnte (in Argentinien beispielsweise mit der Anhebung der Leitzinsen auf 60%) und sich der Fokus der Anleger wieder auf die europäischen Fundamentaldaten richtete, legten die Rendite von Bundesanleihen im September dann wieder zu. Die Aufwärtsbewegung wurde durch die Aussage von EZB-Präsident Mario Draghi, er erwartete einen lebhaften Anstieg der Kerninflation (siehe oben) noch verstärkt, sodass die Bundrendite in der Folge 0,54% erreichte.

Spreadentwicklung 10-jährige Staatsanleihen zu Bundesanleihen

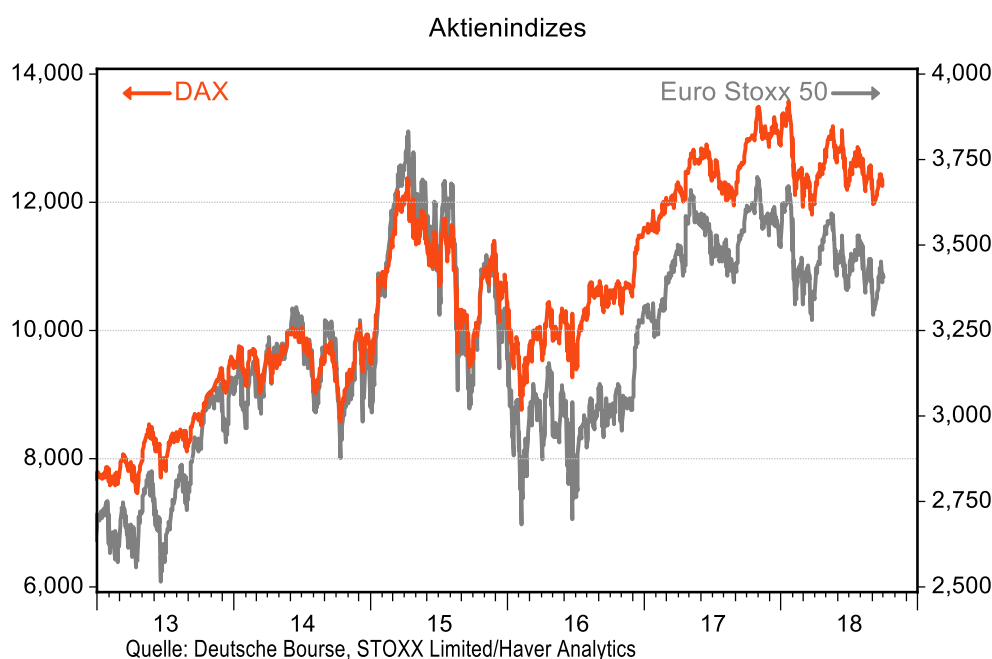


Für besondere Aufmerksamkeit sorgte an den europäischen Rentenmärkten die Entwicklung in Italien. Die Rendite von italienischen Staatsanleihen stieg in den vergangenen beiden Monate von 2,7% auf 3,6%. Anleger befürchten, dass die neue populistische Regierung, in ihrem Bestreben ihre teuren Wahlversprechen umzusetzen, jegliche finanzielle Stabilität aufgibt. Die Sorge wurde befeuert durch die Verhandlungen zum Haushalt 2019. Vor dem Hintergrund der Haushaltsverhandlungen in Italien, einer Schwellenländerkrise und einer möglichen Eskalation des Handelskonflikts schwankte die Bunderendite seit August in einem Band zwischen 0,30% und 0,56% und befindet sich aktuell am oberen Ende des Bandes. Bis zum Jahresende gehen wir von einem moderaten Anstieg der Bundrendite aus. Sowohl die zuletzt anziehenden Inflationswerte als auch der von der EZB angekündigte allmähliche Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik dürften für einen leichten Zinsdruck sorgen. Eine Risiko für diesen Zinsausblick besteht in einer erneuten Eskalation der Probleme in verschiedenen Schwellenländern, einem ausufernden globalen Handelskonflikt und einer italienischen Regierung, die erneut einen Konfrontationskurs gegenüber der EU einschlägt.

## Aktienmarkt

Im Berichtszeitraum seit Anfang August bewegten sich der DAX und der Euro Stoxx 50 annähernd im Gleichlauf und verloren beide per Saldo ca. 5%. Dieses Ergebnis steht in einem starken Kontrast zu der Entwicklung der US-Indizes, die gestützt auf überzeugende Konjunkturdaten und die positiven Auswirkungen der Steuerreform auf die Unternehmensgewinne im Berichtszeitraum auf neue Rekordstände stiegen. Die Kursverluste an den europäischen Aktienbörsen waren die Folge zunehmender Konjunktursorgen aufgrund eines möglichen Handelskriegs, Befürchtungen neuer politischer Spannung in der EWU als Folge einer nicht EU-konformen Fiskalpolitik der neuen italienischen Regierung sowie der Probleme in mehreren Schwellenländer (wie z.B. der Türkei).

*Euro Stoxx und DAX mit Verlusten.*



Die Währungskrise in der Türkei sorgte besonders bis Mitte August für Verwerfungen an den europäischen Aktienmärkten. Die türkische Lira hatte ihren Abwertungs-trend im August stark beschleunigt, nachdem US-Präsident Trump angekündigt hatte, die Stahl- und Aluminiumzölle für die Türkei zu verdoppeln. Zusammen mit den Versuchen des türkischen Präsidenten Erdogan, auf die Notenbank Einfluss zu nehmen, und einer immer schnelleren ansteigenden Inflationsrate brach das Vertrauen in die türkische Wirtschaft ein und die türkische Lira verlor rapide an Wert. Die europäischen Aktienmärkte ließ dies nicht kalt. Vor allem die Aktien von Banken mit hohem Exposure in der Türkei verloren an Wert.

*Währungskrisen in Schwellenländern...*

In der zweiten Augushälfte wirkten die zwischenzeitliche Stabilisierung der türkischen Lira und die Wiederaufnahme von Handelsgesprächen zwischen den USA und China positiv auf die europäischen Aktienmärkte. Zudem einigte sich die Trump-Regierung mit Mexiko auf ein Nachfolgeabkommen für NAFTA. Aber schon Anfang September ging es für die Aktienbörsen erneut gen Süden. Anleger schalteten angesichts des Währungsverfalls in weiteren Schwellenländern (vor allem Argentinien und Indien) und der Befürchtung weiterer US-Zölle gegenüber chinesischen Importen in den Risk-off Modus und trennten sich von europäischen Aktien.

*...ebenso wie neue Strafzölle und die Budgetpläne aus Italien verunsichern Aktienanleger.*

Immerhin währte die Verunsicherung im September nur kurz, Schwellenländer-Krise und Handelskonflikt gerieten wieder in den Hintergrund, und die Kurse konnten vorangegangene Verluste teilweise wieder gutmachen. Anfang Oktober brachten die Nachrichten zur den defiziterhöhenden Plänen der italienischen Regierung die europäischen Aktienbörsen jedoch erneut unter Druck.

**Die europäischen Aktienmärkte standen in den Monaten August und September weiter unter dem Einfluss politischer und handelspolitischer Entwicklungen. Neben dem Handelskonflikt zwischen den USA und ihren Handelspartnern ist hier die italienische Regierung, die sich wenig um Haushaltsdisziplin schert, zu nennen. Zudem wirkte die Währungskrise in einigen Schwellenländern auf die Kursentwicklung ein. Auch in den verbleibenden Monaten des Jahres dürften diese Themen zu einiger Volatilität an den Märkten führen. Angesichts eines aktienfreundlichen Umfelds aus stabilen Konjunkturaussichten und unattraktiven Anlagealternativen rechnen wir bis zum Jahresende aber per Saldo mit einer moderat positiven Kursentwicklung bei den europäischen Aktien.**

## Prognoseübersicht G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e
EWU	1,9	1,9	2,5	2,0	1,75	0,0	0,2	1,5	1,5	1,75	10,9	10,0	9,5	8,4	7,9
- Deutschland	1,5	2,2	2,5	2,0	1,75	0,2	0,5	1,7	1,75	2,0	6,4	6,1	5,8	5,2	4,9
UK	2,3	1,8	1,8	1,25	1,25	0,1	0,6	2,7	2,5	2,25	5,4	4,9	4,7	4,2	4,0
USA	2,9	1,5	2,3	3,0	2,5	0,1	1,3	2,1	2,5	2,5	5,3	4,9	4,6	3,9	3,7
Japan	1,4	1,0	1,7	1,0	1,25	0,8	-0,1	0,5	0,75	1,0	3,4	3,1	2,8	2,4	2,3

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e
EWU	3,2	3,6	3,5	3,0	2,9	-2,0	-1,5	-0,9	-0,6	-0,6	1,09	1,06	1,20	1,23	1,28
- Deutschland	8,9	8,5	7,9	8,1	7,9	0,8	0,9	1,0	1,5	1,5	-	-	-	-	-
UK	-4,9	-5,2	-3,8	-3,5	-3,2	-4,2	-2,9	-1,8	-2,0	-1,7	1,47	1,23	1,35	1,37	1,41
USA	-2,2	-2,3	-2,3	-2,5	-3,0	-3,2	-3,9	-3,8	-4,7	-5,0	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,1	3,9	4,0	3,8	3,8	-3,8	-3,7	-4,3	-3,7	-2,8	120	117	113	110	115

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

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

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

## G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen <sup>1</sup>					10 Y (Government)				
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e
EWU	0,05	0	0	0	0,25	0,6	0,2	0,4	0,9	1,15
UK	0,5	0,25	0,5	0,75	1,0	2	1,2	1,2	1,75	2,25
USA	0,25-0,5	0,5-0,75	1,25-1,5	2,25-2,5	2,75-3	2,3	2,4	2,4	3,25	3,5
Japan	0-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0	0	0,1	0,2

Angaben jeweils zum Jahresende

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

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

## Rohstoffe

	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18
CRB-Index	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	195,4	200,4	195,2
Ölpreis (Brent)*	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,9	70,3	79,4	82,7

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

Quelle: Bloomberg, Haver