

10. April 2018

Kapitalmarktbericht Euroland

Nr. 2: Stimmungsindikatoren verlassen Höchststände

KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK: Die Stimmungsindikatoren haben ihre Höchststände verlassen und sind in den letzten Monaten auf hohem Niveau zurückgegangen. Neben gestiegenen Zinsen und dem starken Euro scheinen vor allem die protektionistischen handelspolitischen Töne aus den USA die europäischen Wirtschaftsakteure zunehmend zu verunsichern. Die moderate Abschwächung der Stimmungsindikatoren auf hohem Niveau passt zu unserer Konjunkturprognose einer etwas schwächeren Wachstumsdynamik im laufenden Jahr. Die Inflationsrate blieb niedrig und stieg im März nur leicht auf 1,4% an.

EURO: Der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar in den vergangenen zwei Monaten etwas ab. Vor allem in einer zweiwöchigen Periode ab Mitte Februar wurde der Euro durch Aussagen der Notenbankpräsidenten Powell und Draghi belastet. Seitdem hat sich das Währungspaar seitwärts bewegt.

RENTENMARKT: Nach dem kräftigen Anstieg der Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen zwischen Mitte Dezember und Mitte Februar wurde seitdem eine deutliche Gegenbewegung verzeichnet, sodass die Rendite nun wieder bei etwa 0,5% liegt. Vor allem die Sorge vor einem Handelsstreit und moderat enttäuschende Konjunkturdaten belasteten die Renditen.

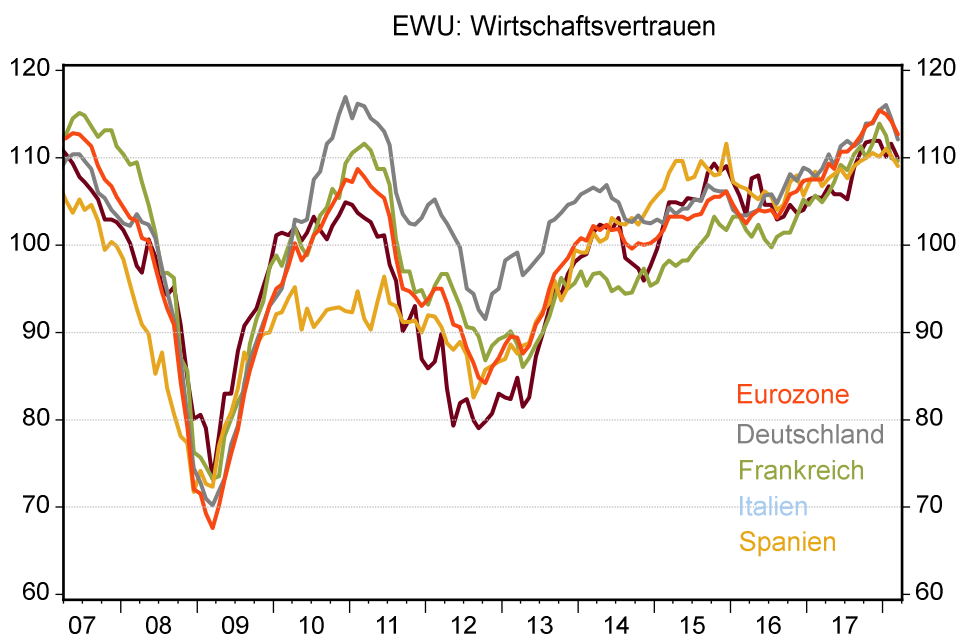
AKTIENMARKT: Die europäischen Aktienmärkte konnten sich zwar bislang nicht von den Kurskorrekturen Anfang Februar erholen und liegen auf Jahresbasis immer noch im Minus, aber zumindest in den vergangenen zwei Monaten konnten sie per Saldo leichte Kursgewinne einfahren. Grund für die gedrückte Stimmung ist neben der moderat enttäuschenden Datenlage in der Eurozone vor allem die Unsicherheit im Handelsstreit der USA mit ihren Handelspartnern.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die Stimmung der Wirtschaftsakteure in der Europäischen Währungsunion (EWU) hatte sich bis zum Jahreswechsel mehrere Monate in Folge kontinuierlich verbessert, sodass Stimmungskennzahlen wie das EWU-Wirtschaftsvertrauen zum Jahresende 2017 Mehrjahreshochstände erreichen konnten. Im Berichtszeitraum hat sich die Stimmung nun merklich eingetrübt. Wichtige Stimmungskennzahlen zeigten in den vergangenen Monaten rückläufige Ergebnisse von den erreichten Höchstständen. Das Wirtschaftsvertrauen, eine monatliche Umfrage der Europäischen Kommission unter Verbrauchern und Unternehmen, ist im März zum dritten Mal in Folge zurückgegangen und liegt nun mit 112,6 Punkten 2,7 Punkte unter dem Mehrjahreshoch im Dezember. Das von dem privaten Umfrageinstitut Markit erhobene Barometer zur Stimmung unter Einkaufsmanager der Dienstleistungsbranche und des verarbeitenden Gewerbes büßte ebenfalls ein und befindet sich nun wieder auf dem Niveau von Anfang 2017.

Stimmungskennzahlen sind von hohen Niveaus rückläufig...



Quelle: European Commission/Haver Analytics

Neben einer Phase erhöhter Zinsen und dem starken Euro scheinen vor allem die protektionistischen handelspolitischen Töne aus den USA die Wirtschaftsakteure in der EWU zunehmend zu verunsichern. Insbesondere seit US-Präsident Donald Trump Anfang März ankündigte, Zölle in Höhe von 25% bzw. 10% auf Stahl- und Aluminiumimporte zu erheben und Handelspartner mit Gegenmaßnahmen drohten, befürchteten nicht wenige Marktteilnehmer eine Eskalation von protektionistischen Maßnahmen und daraus resultierende negative Effekte für die Wirtschaft. Zwar hat der Anteil der Warenexporte aus der EU in die USA in den letzten Jahren kontinuierlich abgenommen, er liegt aber immer noch bei fast 19% (nach 25,1% in 2004). Auch wenn sich die direkten Auswirkungen von US-Zöllen auf Stahl und Aluminiumimporte aus der EU vermutlich in Grenzen halten würden und sich kaum auf die Wachstumsrate der EWU auswirken würden, dürfte eine weltweite Eskalation des

... vor allem aufgrund gestiegener Zinsen, einem starken Euro und einem Handelsstreit.

Handelsstreits schwerwiegende Konsequenzen für die Eurozone haben und gerade exportorientierte Länder wie Deutschland würden überproportional darunter leiden.

Während der Handelsstreit zwischen den USA und der EU nach Verhandlungen entschärft werden konnte und die EU zunächst (bis zum 1. Mai) von Strafzöllen ausgenommen ist, ist eine Einigung zwischen den USA und China noch nicht in Sicht. Nachdem die US-Regierung angekündigt hatte, die Zölle auf 1.300 chinesische Produkte – mit einem jährlichen Importvolumen von 50 Mrd. US-Dollar – zu erhöhen, regierte China auf den US-amerikanischen Vorstoß mit Zollplänen für US-Produkte in ähnlicher Größenordnung. Die USA werfen China Dumpingpreise und andere unfaire Handelspraktiken sowie den Diebstahl von technologischem Wissen vor. Da die gegenseitigen Zollerhöhungen wohl frühestens im Juni in Kraft treten, ist noch Zeit für Verhandlungen.

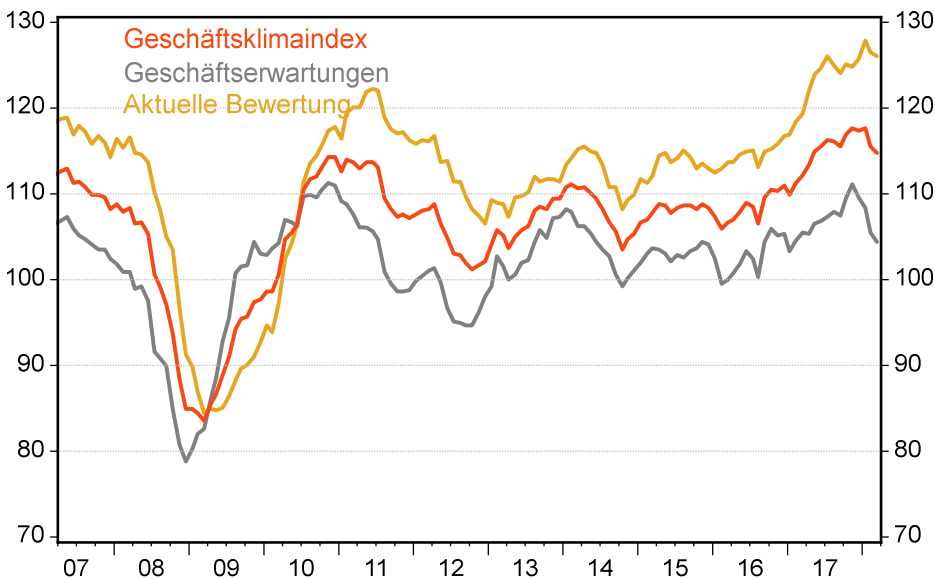
Während der Handelsstreit zwischen den USA und der EWU entschärft wurde.....

... ist zwischen China und den USA noch keine Einigung in Sicht.

Keine der großen europäischen Volkswirtschaften konnte sich dem Stimmungsrückgang entziehen. In Deutschland ging das Wirtschaftsvertrauen von 116,0 auf 112,0 Punkte zurück und auch der vielbeachtete ifo-Geschäftsklimaindex, der in Deutschland die Stimmung in den deutschen Chefetagen misst, musste im März den zweiten Rückgang in Folge verzeichnen. Der Rückgang des ifo-Geschäftsklimaindex wurde in erster Linie durch die nun deutlich ungünstigeren Geschäftserwartungen hervorgerufen, während die Bewertung der aktuellen Lage nur leicht nachgab.

Auch in Deutschland trübte sich die Stimmung zuletzt ein.

Deutschland: ifo-Index



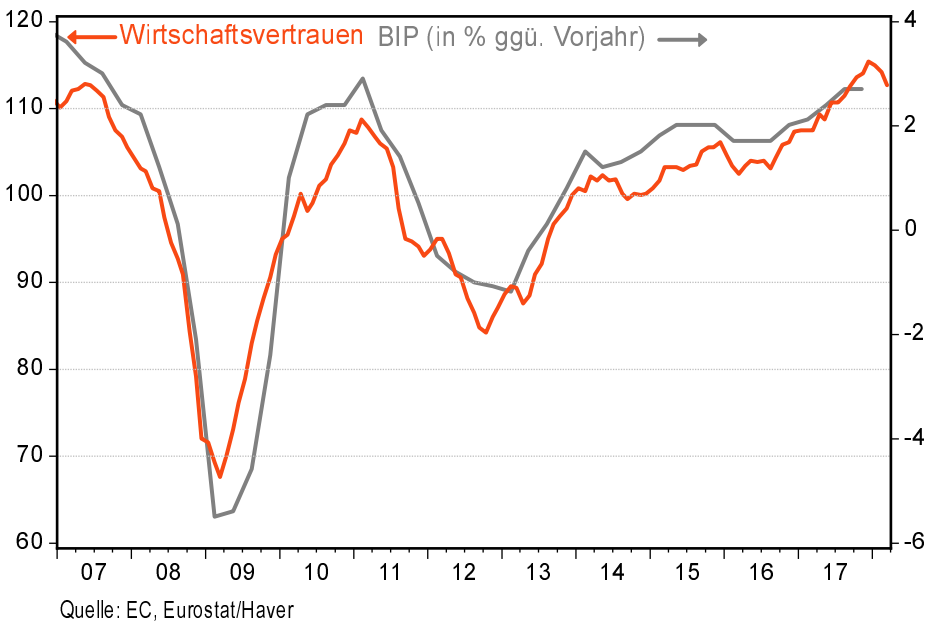
Quelle: Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung/Haver Analytics

Während (zwischenzeitlich) gestiegene Zinsen, der starke Euro und drohenden protektionistische Maßnahmen auf der Stimmung in der gesamten Eurozone lasten, ist es in Italien die politische Unsicherheit, die zusätzlich auf die Stimmungsindizes drückt. Die Parlamentswahl Anfang März hat keine klaren Verhältnisse geschaffen. Besonders Populisten, Euroskeptiker und rechte Parteien konnten viele Stimmen gewinnen. Die populistische 5-Sterne Bewegung wurde mit etwa 32% der Stimmen stärkste Kraft, verfehlte aber die absolute Mehrheit, genauso wie das Mitte-Rechts-

In Italien lastet auch die politische Unsicherheit auf der Wirtschaftstimmung.

Bündnis, das auf etwa 37% Zustimmung kam. Innerhalb des Mitte-Rechts-Bündnisses erhielt die fremdenfeindliche Lega mehr Wählerstimmen als Berlusconi's Forza Italia. Verlierer der Parlamentswahl war das Mitte-Links-Bündnis, welches lediglich auf ca. 23% der Stimmen kam. Für eine „Italienische große Koalition“ zwischen dem Partito Democratico und der konservativen Forza Italia reicht das Wahlergebnis damit nicht aus. In den vergangenen Wochen war zu beobachten, wie die beiden populistischen Fraktionen, die 5-Sterne-Bewegung und die Lega, bei der Besetzung wichtiger Parlamentsposten auf Tuchfühlung gingen und erste Kooperationsbereitschaft zeigten. Auch wenn diverse ideologische und inhaltliche Differenzen beide Parteien trennen, ergibt sich aus der europakritischen Haltung eine Gemeinsamkeit. Eine Koalition der Populisten scheint somit nicht ganz ausgeschlossen, zumal sich die Optionen zur Regierungsbildung mit der Entscheidung der Sozialdemokraten, in die Opposition zu gehen, deutlich reduziert haben. Die Finanzmärkte beobachten diese Entwicklung mit Sorge, da ein solches Bündnis die europäischen Fiskalregeln ablehnt und damit die Nachhaltigkeit der italienischen Staatsfinanzen noch stärker als bislang schon gefährdet erscheint.

Eurozone: Wirtschaftsstimung und -wachstum



Trotz des Rückgangs befinden sich die wichtigen europäischen Stimmungsindikatoren weiterhin auf hohem Niveau. Selbst wenn die Stimmungsbarometer Ende 2017 ihr Zenit überschritten haben sollten, steht das Ende des wirtschaftlichen Aufschwungs dadurch nicht unmittelbar bevor. Der Rückgang der Stimmungsindikatoren stellt vielmehr eine Normalisierung der besonders in der zweiten Jahreshälfte 2017 beinahe euphorischen Stimmung in der Wirtschaft dar. Es scheint, dass die Stimmungsindikatoren die Wachstumsdynamik überzeichnet haben. Die aktuelle Entwicklung der Stimmungsindikatoren steht nun wieder mehr im Einklang mit den tatsächlichen Wachstumsraten der EWU.

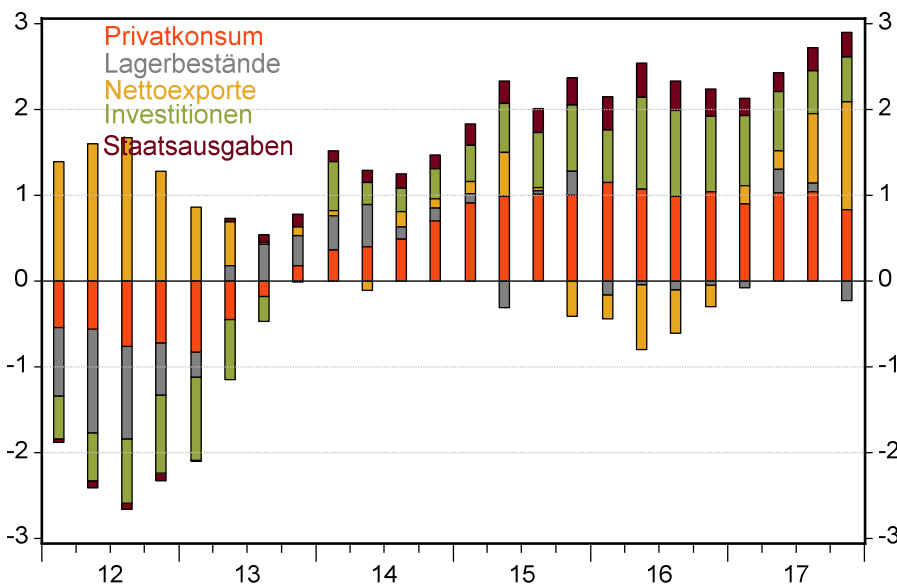
Stimmungsindikatoren befinden sich trotz Rückgang weiter auf hohem Niveau.

Die moderate Abschwächung der Stimmungsindikatoren auf hohem Niveau passt zu unserer Konjunkturprognose. Nach dem kräftigen Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr von 2,5% (gegenüber 2016) gehen wir von einer im Jahresverlauf nachlassenden Wachstumsdynamik aus. Für die Fortsetzung einer wirtschaftlichen Expansion mit einer – im Vergleich zum vergangenen Jahr –

Die Abschwächung der Stimmung passt zu unserer Wachstumsprognose.

geringeren Wachstumsrate spricht die Datenlage der veröffentlichten harten Konjunkturdaten. Auch wenn einige der monatlich veröffentlichten Konjunkturdaten zuletzt moderat enttäuschten, wurde für das Schlussquartal 2017 eine solide Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,6% gegenüber dem Vorquartal und 2,7% gegenüber dem Vorjahresquartal gemeldet. Die im März veröffentlichten Daten zu den Komponenten des Bruttoinlandsprodukts zeigen, dass die Nettoexporte mit einem Wert von 1,3% wesentlich zu diesem robusten BIP-Wachstum beigetragen haben. Wichtige Beiträge zum BIP lieferten neben den Nettoexporten auch die Konsumausgaben der privaten Haushalte (in Höhe von 0,8%) und die Investitionen (0,5%).

EWU: BIP-Jahresveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



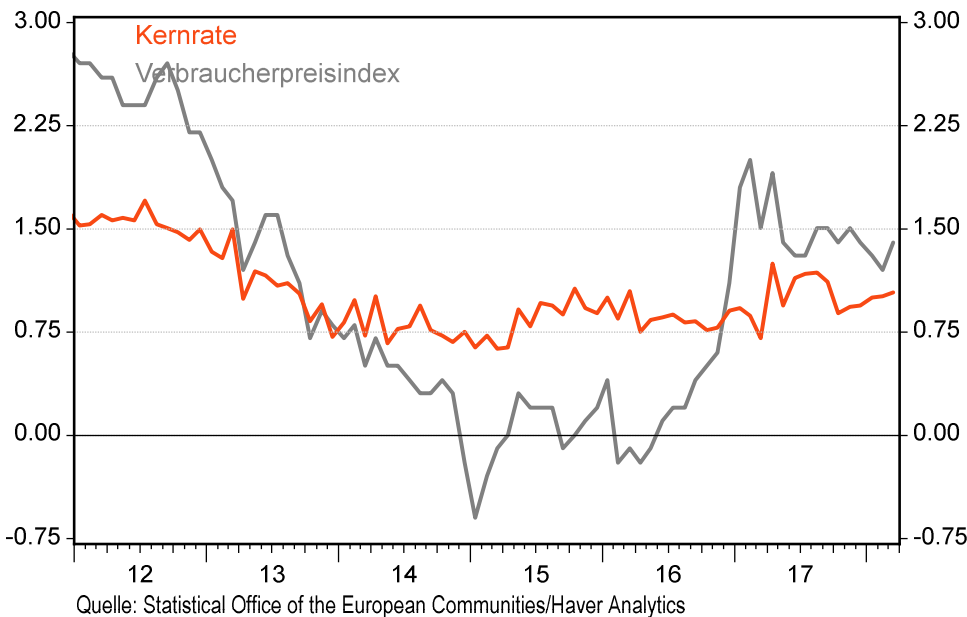
Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Für den privaten Konsum haben sich die Aussichten seit dem vergangenen Bericht nur leicht eingetrübt, wenn man das Konsumentenvertrauen zugrunde legt, welches die EU-Kommission monatlich erhebt. Mit 0,1 Punkten ergab sich ein leichter Rückgang von dem im Januar erreichten 18-Jahreshoch. Die weiterhin gute Stimmung von Konsumenten dürfte auch auf die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt zurückzuführen sein. Mit 8,5% war die Arbeitslosenquote im Februar zwar nach wie vor hoch, entspricht aber dem niedrigsten Stand seit Ende 2008. Ein Anhalten dieses positiven Trends lässt darauf hoffen, dass die privaten Haushalte durch ihre Ausgaben in den kommenden Monaten positiv zum BIP beitragen werden. Außerdem erreichte das Verhältnis der Ersparnis privater Haushalte zu ihrem verfügbaren Einkommen im dritten Jahresviertel 2017 den niedrigsten Wert seit 1999, was den privaten Verbrauch zusätzlich stützt. Eine wichtige Rolle für eine weiter stabile Wachstumsrate kommt auch den Investitionen zu. Angesichts äußerst günstiger Finanzierungsbedingungen, einer guten Ertragslage der Unternehmen und einer soliden Nachfrage sollten die Unternehmensinvestitionen auch in den kommenden Quartalen das BIP stützen. Eine Ausweitung des US-Protektionismus stellt jedoch ein Risiko für diesen optimistischen Blick auf die Entwicklung des Konsums und insbesondere der Unternehmensinvestitionen dar. Vor allem dürften jedoch ggf. die Nettoexporte unter Handelshemmnissen leiden.

Stabile Aussichten für Konsum und Investitionen falls Handelsstreit nicht eskaliert.

Nachdem die Stimmungsindikatoren der EWU bis zum Jahreswechsel mehrere Monate in Folge angestiegen waren und Mehrjahreshochstände erreicht hatten, trübte sich die Stimmung seit Jahresanfang merklich ein. Neben den (zwischenzeitlich) gestiegenen Zinsen und dem starken Euro scheinen vor allem die protektionistischen handelspolitischen Töne aus den USA die europäischen Wirtschaftsakteure zunehmend zu verunsichern. Trotz des Rückgangs befinden sich die wichtigen europäischen Stimmungsindikatoren jedoch weiterhin auf hohem Niveau. Die moderate Abschwächung der Stimmungsindikatoren auf hohem Niveau passt zu unserer Konjunkturprognose einer etwas schwächeren Wachstumsdynamik im laufenden Jahr. Die Ausgaben der privaten Haushalte dürften von einer fallenden Arbeitslosenquote, weiterhin guter Verbraucherstimmung und einer niedrigen Sparquote getragen werden und auch in 2018 einen positiven Beitrag zum BIP leisten. Ein positiver Beitrag zum BIP dürfte auch von den Unternehmensinvestitionen ausgehen, die von günstigen Finanzierungsbedingungen, einer guten Ertragslage der Unternehmen und einer soliden Nachfrage profitieren.

EWU: Inflation (in % ggü. Vorjahr)



Auch angesichts einer zwar sinkenden aber weiterhin hohen Arbeitslosenquote verbleibt die Inflation auf niedrigem Niveau. Immerhin konnte im März der seit Dezember anhaltende Rückgang der Inflationsrate vorerst gestoppt werden. Nachdem die Verbraucherpreise im Februar lediglich um 1,2% zugelegt hatten, wurde für den März eine Rate von 1,4% ausgewiesen. Es wäre allerdings verfrüht nach diesem Anstieg von einer Trendwende zu sprechen, da ein großer Teil des Preisanstiegs auf den sogenannten „Ostereffekt“ und gestiegene Lebensmittel zurückzuführen ist. Da in der Kar- und Osterwoche die Preise für Pauschalreisen, Hotelübernachtungen und generell tourismusnahe Dienstleistungen ansteigen, können in der jährlichen Inflationsrate Schwankungen auftreten, wenn Ostern in aufeinander folgenden Jahren auf unterschiedliche Monate fällt. Trotz eines positiv wirkenden „Ostereffekts“ ergab sich für die weniger volatile Kerninflation, also die Preisentwicklung ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, lediglich ein minimaler Zuwachs von 1,01% auf 1,03%. Der Preiseffekt eines Handelsstreits von USA und EU ist nicht eindeutig. Durch US-Zölle auf Stahl und Aluminium könnten die Stahl- und

Inflation verbleibt auf niedrigem Niveau.

Aluminiumpreise und damit die Inputkosten für einige Sektoren in der EU sinken. Dieser Preiseffekt dürfte aber eher gering ausfallen, auch da Unternehmen einen Großteil der niedrigeren Inputkosten nutzen dürften, um ihre Margen zu erhöhen. Auf der anderen Seite könnten Gegenmaßnahmen der EU zu höheren Preisen bei den betroffenen Gütern führen. Momentan zeichnet sich aber eine Einigung in Handelsfragen zwischen den USA und der EU ab, sodass sich die Inflationsrate damit unverändert moderat entwickeln dürfte.

In Anbetracht dieser Inflationsentwicklung gelangte der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) auf seiner geldpolitischen Sitzung am 8. März zu dem Schluss, dass es nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse bedürfe, um die Inflationsrate zu stützen. Als Konsequenz beließ die EZB bei dieser Sitzung die Leitzinsen unverändert: der Hauptrefinanzierungssatz bleibt bei 0% und auch der Einlagezins, den Geschäftsbanken auf bei der EZB geparktes Geld zahlen müssen, bleibt bei unverändert -0,4%. Zur Zukunft des Anleihekaufprogramms, das noch bis mindestens Ende September läuft und bei dem die EZB monatlich Anleihen im Wert von 30 Mrd. Euro erwirbt, machte die EZB keine Angaben. Allerdings verschiebt sich der Fokus von EZB-Präsident Mario Draghi zunehmend weg von den monatlichen Anleihekäufen hin zu den Reinvestitionen. Außerdem hat die EZB im März in ihrer Kommunikation auf den Hinweis verzichtet, das Anleihekaufprogramm bei Bedarf auszuweiten. Zuvor hatte sich die Notenbank die Option offengehalten, das Anleihekaufprogramm bei Bedarf auszuweiten, sollten sich die Rahmenbedingungen verschlechtern. Von den Märkten wird dies als Anzeichen für eine graduelle Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik gewertet. Die Währungshüter der EZB schafften sich mit der geänderten Kommunikation die Voraussetzungen im Sommer über die Fortsetzung des Anleihekaufprogramms zu entscheiden.

Anzeichen für graduelle Abkehr von ultralockerer Geldpolitik.

Die Inflationsrate verbleibt im Berichtszeitraum niedrig. Immerhin konnte im März der seit Dezember anhaltende Rückgang der Inflationsrate vorerst gestoppt werden. Nachdem die Verbraucherpreise im Februar lediglich um 1,2% zugelegt hatten, wurde für den März eine Rate von 1,4% ausgewiesen. Ein Teil des Preisanstiegs ist allerdings auf den sogenannten „Ostereffekt“ und gestiegene Lebensmittelpreise zurückzuführen, sodass es verfrüht wäre, von einer Trendwende zu sprechen. In Anbetracht dieser Inflationsentwicklung beließ die EZB bei ihrer Sitzung im März die Leitzinsen unverändert und machte keine Angaben zur Zukunft des Anleihekaufprogramms. Allerdings verzichtete die EZB in ihrer Kommunikation auf den Hinweis das Anleihekaufprogramm bei Bedarf auszuweiten. Damit unternahm die EZB einen weiteren kleinen Schritt in Richtung einer weniger expansiven Geldpolitik.

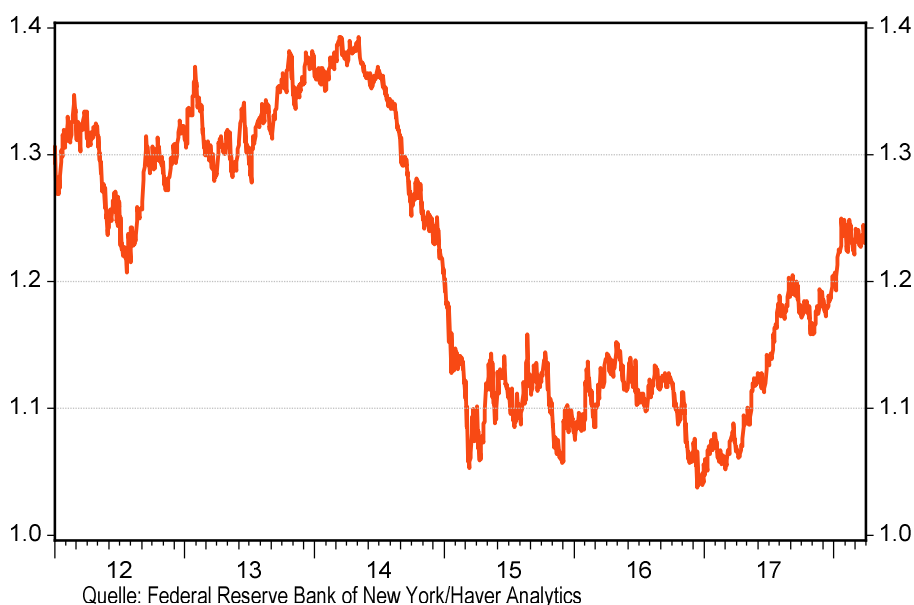
Euro

Der Euro hat im Verhältnis zum US-Dollar per Saldo in den letzten beiden Monaten leicht abgewertet und wechselt aktuell um 1,23 US-Dollar. Die Schwankungen des Währungspaares hielten sich dabei in Grenzen. Nachdem der Euro bis Mitte Februar auf fast 1,25% angestiegen war, folgte eine zweiwöchige Schwächephase. Der US-Dollar erhielt dabei Rückenwind vom neuen Präsidenten der US-Notenbank Jerome Powell, der sich vor dem Finanzausschuss des Repräsentantenhauses zuversichtlich bezüglich einer steigenden Inflation zeigte. Der wirtschaftliche Ausblick in den USA habe sich seiner Meinung nach seit Dezember verbessert und erhalte zusätzlichen Schub durch die expansive Fiskalpolitik. Den Hinweis Powells, dass

Leichte Abwertung des Euro gegenüber US-Dollar.

der Offenmarktausschuss der Fed im März bei der Festlegung des neuen Zinspfades die gute konjunkturelle Entwicklung seit der letzten Sitzung berücksichtigen würde, interpretierten einige Marktteilnehmer als Hinweis darauf, dass der Offenmarktausschuss bei der März-Sitzung für 2018 mehr als die bislang signalisierten drei Zinserhöhungen einplanen könnte. Die gestiegenen Zinserwartungen zusammen mit Aussagen des EZB-Präsidenten Mario Draghi, dass die Zinsen noch sehr lange nach dem Ende der Anleihekäufe auf dem aktuellen Niveau verharren werden, drückten den Euro fast bis auf ein Niveau von 1,22 US-Dollar. Ab Anfang März verzeichnete der Euro/US-Dollar-Wechselkurs dann eine Seitwärtsbewegung, wobei sich für den US-Dollar negative Nachrichten, wie das Personalchaos im Weißen Haus (mit US-Außenminister Tillerson und Wirtschaftsberater Gary Cohn haben nun schon 19 Mitarbeiter die ursprünglichen Regierungsmannschaft von US-Präsident Trump verlassen¹) und Euro-negativen Nachrichten, wie moderat enttäuschende Konjunkturdaten, die Waage gehalten haben.

Euro/US-Dollar Wechselkurs



Wir erwarten, dass sich die Seitwärtsbewegung des Währungspaares der vergangenen Wochen auch in den kommenden Monaten um das aktuelle Niveau fortsetzen wird. Zwar dürfte sich die Steuerreform vor allem auf die Investitionsaktivität von US-Unternehmen positiv auswirken, aber auch ausländische Unternehmen könnten vermehrt in den USA investieren, was für eine höhere Nachfrage nach US-Dollar spricht. Außerdem könnte der US-Dollar zwischenzeitlich von guten US-Konjunkturdaten profitieren, sobald diese wieder vermehrt in den Fokus der Investoren rücken. Dem steht jedoch eine Belastung des US-Dollars durch die Politik des US-Präsidenten gegenüber, der, wie die zahlreichen Personalwechsel und unvorhersehbaren Erlasse deutlich machen, weiter unberechenbar ist und in den Augen vieler sogar noch unberechenbarer werden könnte, da moderate Stimmen (die mäßigenden Einfluss auf seine Entscheidungen ausüben könnten) nach diversen Per-

*Seitwärtsbewegung
des Euro-/US-Dollar-
Wechselkurses
erwartet.*

¹ Die Denkfabrik Brookings Institution berechnete, dass US-Präsident Trump innerhalb eines Jahres mehr als 40% seiner engsten Mitarbeiter verloren hat. Bei Reagan waren es im gleichen Zeitraum 17%, bei Obama lediglich 9%.

sonalveränderungen im Weißen Haus zunehmend fehlen. Der Euro dürfte außerdem profitieren, sobald die Diskussion zu einem Ende des Anleihekaufprogramms der EZB an Fahrt gewinnt.

Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar im Berichtszeitraum per Saldo leicht abgewertet und wechselt aktuell um 1,23 US-Dollar. Die zweiwöchige Schwächephase des Euro ab Mitte Februar, als der Euro von 1,25 auf 1,22 nachgab, lag am neuen US-Notenbankpräsidenten Powell, der sich optimistisch zur US-Konjunktur äußerte und an EZB-Präsident Draghi, der betonte, dass die Zinsen noch lange nach dem Ende der Anleihekäufe auf dem aktuellen Niveau verharren würden. Seit Anfang März hielten sich US-Dollar-negative Nachrichten, wie die Fortsetzung des Personalchaos im Weißen Haus, und Euro-negative Nachrichten, wie moderat enttäuschende Konjunkturzahlen die Waage, sodass sich das Währungspaar seitdem seitwärts bewegt hat. Für die kommenden Monate erwarten wir eine Seitwärtsbewegung des Euro gegenüber dem US-Dollar um das aktuelle Niveau. Zwar dürften die Steuerreform und guten Konjunkturdaten den US-Dollar stützen, dem steht jedoch eine unberechenbare Politik des US-Präsidenten gegenüber. Der Euro dürfte außerdem profitieren sobald die Diskussion zu einem Ende des Anleihekaufprogramms an Fahrt gewinnt.

Rentenmarkt

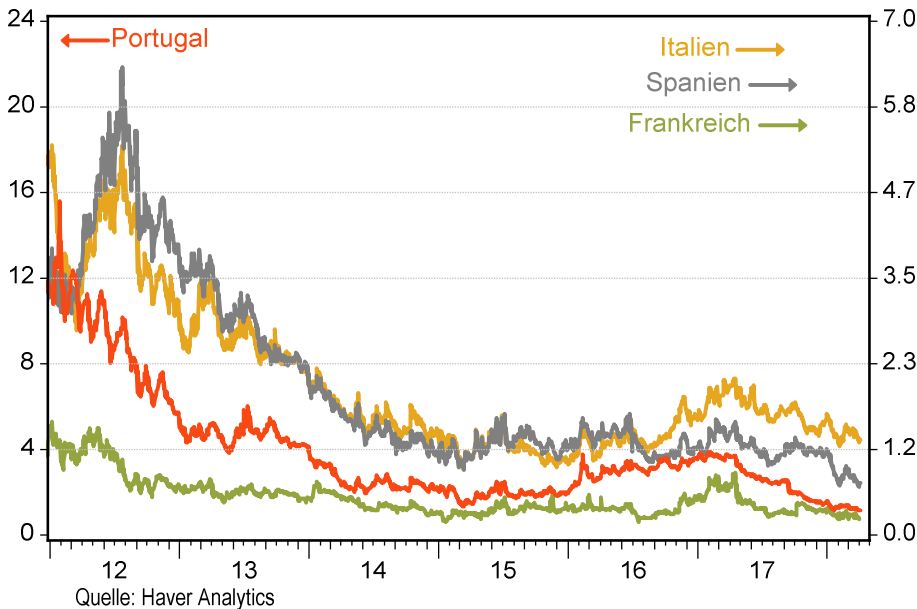
Nachdem die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen zwischen Mitte Dezember und Mitte Februar deutlich von 0,30% auf etwa 0,75% gestiegen war, wurde seit Mitte Februar eine Gegenbewegung bis auf aktuell etwa 0,50% verzeichnet. Bei kurzlaufenden Bundesanleihen war der Rückgang zwar weniger ausgeprägt, aber mit etwa 10 Basispunkten bei 2-jährigen Bundesanleihen ab Mitte Februar trotzdem erheblich. Damit liegen 2-jährige Bundesanleihen aktuell mit einer Rendite von -0,59% immer noch deutlich im negativen Bereich. Vor allem die protektionistischen Töne von US-Präsident Trump und die Befürchtung eines globalen Handelskriegs versetzte die Kapitalmärkte in Sorge und veranlasste Investoren dazu, vermehrt in sichere deutsche Staatsanleihen zu investieren. Mit der Befürchtung eines globalen Handelskriegs gehen Sorgen einher, dass sich dadurch die Konjunktur abschwächen könnte, die Inflation zurückgehen könnte und die Zentralbanken sich gezwungen sehen könnten die Zinsen zu senken. Neben den Sorgen eines Handelskriegs belasteten auch die etwas enttäuschenden Konjunkturdaten. Geldpolitischen Impulse auf die Bundrendite hielten sich dagegen in Grenzen. In Europa unternahm die EZB zwar einen kleinen Schritt in Richtung Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik, indem sie im März in ihrer Kommunikation zur EZB-Ratssitzung auf die Option verzichtete das Anleihekaufprogramm bei Bedarf auszuweiten. Sie strich den folgenden Passus aus ihrer offiziellen Pressemitteilung: *Sollte sich der Ausblick eintrüben oder sollten die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so ist der EZB-Rat bereit, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.* Zum Anleihekaufprogramm machte die EZB aber keine Angaben. Die Bundrendite reagierte – von kurzzeitiger Volatilität abgesehen – nur minimal mit einem leichten Rückgang auf die EZB-Sitzung.

Gegenbewegung bei 10Y-Bundrendite auf 0,50%.

Aber nicht nur deutsche Staatsanleihen waren in den vergangenen zwei Monaten gefragt, auch spanische Staatsanleihen standen in der Gunst der Investoren, sodass der Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen bei 10-jährigen Anleihen aktuell in etwa auf dem Niveau liegt von Mitte Februar (und damit auf dem niedrigsten Niveau seit dem Jahr 2010). Neben der in einem Umfeld gesteigener Risikoaversion üblichen Investition in sichere Staatsanleihen haben spanische Papiere insbesondere von einer verbesserten Bonitätseinstufung durch die einflussreiche Ratingagentur S&P profitiert. Mit der Anhebung der Bonität Spaniens um eineinhalb Stufen von BBB+ auf A- (mit positivem Ausblick) folgt S&P damit der Ratingagentur Fitch, die Spanien bereits im Januar auf A- (mit stabilem Ausblick) heraufgestuft hatte. Gründe für die Entscheidung sind das dynamische, über dem EWU-Durchschnitt liegende Wirtschaftswachstum des Landes (für 2018 wird ein Anstieg um 2,7% erwartet) und eine positive Entwicklung am Arbeitsmarkt. Auch beim Budgetdefizit macht das Land Fortschritte. Seit 2012 fällt das Defizit kontinuierlich in Richtung der Maastricht-Grenze von 3%. Die Spannungen mit Katalonien werden von S&P nicht als nachhaltiges Risiko angesehen.

Spanische Staatsanleihen profitierten von verbesserter Bonitätseinstufung.

Spreadentwicklung 10-jährige Staatsanleihen zu Bundesanleihen



Auch die Spreads anderer langlaufenden Peripherieanleihe, wie die Spreads von portugiesischen und von italienischen Staatsanleihen, befinden sich weiter nahe mehrjähriger Tiefstände. Dabei haben Peripherieanleihen zum Jahresanfang auch von einer sich abzeichnenden (und inzwischen beschlossenen) abermaligen Großen Koalition in Deutschland profitiert und der damit verbundenen Hoffnung auf eine tiefere EU-Integration.

Peripherieanleihen wurden außerdem durch Bildung einer Großen Koalition in Deutschland unterstützt.

Nach dem kräftigen Anstieg der Rendite bei 10-jährigen und 2-jährigen Bundesanleihen zwischen Mitte Dezember und Mitte Februar wurde seitdem eine deutliche Gegenbewegung verzeichnet, sodass die Rendite 10-jähriger Anleihen nun wieder bei etwa 0,5% liegt (und die Rendite 2-jährige Anleihen bei etwa -0,59%). Vor allem die Sorge vor einem Handelsstreit und moderat enttäuschende Konjunkturdaten belasteten die Renditen. Wir halten jedoch an unserer Jahresendprognose einer Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 0,9% fest und erachten den aktuellen Zinsrückgang als temporär. Dafür spre-

chen mehrere Gründe. Auch wenn wir im Jahresverlauf von einer Abschwächung der Wachstumsdynamik ausgehen, dürften die Wachstumsraten in den kommenden Quartale weiterhin ansprechend bleiben. Dies setzt allerdings voraus, dass der befürchtete Handelskrieg ausbleiben wird. Außerdem dürfte die Konjunktorentwicklung und anziehenden Lohnzuwächse in Deutschland zu allmählich moderat steigenden Inflationsraten führen, was zinssteigernd wirken wird. Für wieder höhere Renditen bis zum Jahresende sprechen zusätzlich weniger expansive Signale der EZB und zinstreibende US-Vorgaben.

Aktienmarkt

Nach einem freundlichen Jahresauftakt setzte Anfang Februar an den Aktienmärkten eine Korrektur ein, von der sich die europäischen Aktienmärkte bislang nicht erholen konnten. Immerhin konnte der Euro Stoxx 50 in den vergangenen zwei Monaten ein Plus von 3,0% verbuchen und der deutsche Leitindex Dax ein Plus von 1,9%. Seit Jahresanfang bis Ende März ergibt sich trotzdem noch ein Minus von 3,7% für den Euro Stoxx 50 und 6,4% für den DAX.

Dax und Euro Stoxx konnten sich von den Verlusten Anfang Februar bisher nicht erholen.



Grund für die gedrückte Stimmung am Aktienmarkt in den vergangenen Monaten waren die moderat enttäuschende Datenlage in der Eurozone, der Datenskanal bei Facebook (der aber vor allem in den USA an der Technologiebörse Nasdaq Auswirkungen hatte) und die Sorgen der Anleger vor einer Eskalation des Handelsstreits zwischen den Vereinigten Staaten und seinen Handelspartnern. Besonders die Nachrichten zum Handelsstreit zwischen den USA und China hatten deutlichen Einfluss auf die Aktienmärkte. Mal sorgten Signale der Entspannung im Handelsstreit Anfang April für Kurssprünge, sodass der DAX beispielsweise am 5. April um 2,9% im Tagesverlauf zulegte, nachdem Trumps Wirtschaftsberater Kudlow in einem Interview Verhandlungsbereitschaft gegenüber China erkennen ließ. Ein anderes Mal belasteten die Ankündigung der US-Administration Zölle auf chinesische Produkte zu erheben bzw. die angekündigten Gegenmaßnahmen der chinesischen Seite die Märkte weltweit. Nach der Ankündigung von US-Präsident Trump, Zölle

Sorgen vor einem Handelskonflikt belasteten die Aktienbörsen weltweit.

auf Aluminium und Stahl zu verhängen, gab der DAX beispielsweise um 1,8% nach. Der Datenskanal bei Facebook wirkte sich vor allem auf die Kursentwicklung der Technologiebörse Nasdaq aus. Obwohl aufgrund unterschiedlicher Geschäftsmodelle ein Übergreifen der Probleme auf andere wichtige Technologieunternehmen (wie Google, Amazon oder Apple) unwahrscheinlich ist, gab die Technologiebörse Nasdaq in den vergangenen Wochen stärker nach als der marktweite S&P 500 bzw. der Euro STOXX 50.

Für die kommenden Monate bis Ende 2018 fällt unser Ausblick für die europäischen Aktienmärkte zwar grundsätzlich verhalten positiv aus, wir gehen jedoch auch von weiter starken Kursausschlägen aus. Zumindest bis sich der Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China bzw. der EU beruhigt hat, dürfte die Volatilität an den Aktienmärkten hoch bleiben. Da wir aber keine dramatische Verschärfung im Handelsstreit erwarten, sollten nachhaltige spürbare Konjunktur- und Marktreaktionen ausbleiben. Für Aktien sprechen die weiterhin freundlichen – wenn auch etwas schwächeren – Konjunkturperspektiven, die sich positiv auf die Unternehmensgewinne auswirken dürften. Es liegen allerdings auch verschiedene Risikofaktoren vor, die Kursrückgänge zur Folge haben könnten. Neben geopolitischen Risiken würde sich auch eine deutliche Straffung der Geldpolitik negativ auf die Aktienmärkte auswirken.

Die europäischen Aktienmärkte konnten sich zwar bislang nicht von den Kurskorrekturen Anfang Februar erholen und liegen auf Jahresbasis immer noch im Minus, aber zumindest in den vergangenen zwei Monaten konnten sie leichte Kursgewinne einfahren. Grund für die gedrückte Stimmung ist neben der moderat enttäuschenden Datenlage in der Eurozone vor allem die Unsicherheit im Handelsstreit der Vereinigten Staaten mit ihren Handelspartnern. Für die kommenden Monate bis Jahresende sind wir verhalten optimistisch, rechnen aber mit weiter starker Kursvolatilität zumindest bis sich der Handelsstreit zwischen den USA und China bzw. der EU beruhigt hat. Für Aktien spricht aktuell vor allem die weiterhin freundliche Konjunkturperspektive, die sich positiv auf die Unternehmensgewinne auswirken dürfte.

Wir erwarten moderat steigende Aktienmärkte bei erhöhter Volatilität.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	1,4	2,0	1,8	2,5	2,25	0,4	0,0	0,2	1,5	1,5	11,6	10,9	10,0	9,1	8,7
- Deutschland	1,9	1,5	1,9	2,5	2,5	0,9	0,2	0,5	1,7	1,75	6,7	6,4	6,1	5,7	5,4
UK	3,1	2,4	1,9	1,8	1,25	1,5	0,1	0,6	2,7	2,5	6,2	5,4	4,9	4,4	4,5
USA	2,6	2,9	1,5	2,3	2,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,25	6,2	5,3	4,9	4,4	4,0
Japan	0,3	1,4	0,9	1,7	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	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	2,4	3,2	3,5	3,1	3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,0	1,21	1,09	1,05	1,20	1,23
- Deutschland	7,4	8,5	8,3	8,1	7,7	0,3	0,6	0,8	0,7	0,8	-	-	-	-	-
UK	-4,7	-4,3	-4,4	-3,6	-3,3	-5,6	-4,3	-2,9	-2,9	-2,3	1,56	1,47	1,23	1,35	1,37
USA	-2,1	-2,4	-2,4	-2,4	-2,6	-4,0	-3,5	-4,4	-4,3	-3,7	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	0,8	3,1	3,8	3,6	3,8	-5,4	-3,5	-4,2	-4,1	-3,3	120	120	117	113	110

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	2017	2018e	2014	2015	2016	2017	2018e
EWU	0,05	0,05	0,0	0,0	0,0	0,5	0,6	0,2	0,4	0,9
UK	0,5	0,5	0,25	0,5	0,75	1,8	2,0	1,2	1,2	1,75
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	2,4	3,0
Japan	0-0,1	0-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	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

	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	30.03.
CRB-Index ¹	193,8	176,1	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	195,4
Ölpreis (Brent) ^{1*}	48,4	37,3	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,9	70,3

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.