

01. Juni 2018

Kapitalmarktbericht Euroland

Nr. 3: EWU-Wirtschaft verliert an Dynamik

KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK: Die Konjunktdynamik in der EWU und Deutschland hat sich Anfang 2018 abgeschwächt. Nach einem Wirtschaftswachstum von 0,7% im dritten und im vierten Quartal 2017 legte das BIP im ersten Quartal 2018 um 0,4% zu. Die langsamere Gangart der europäischen Wirtschaft kam wenig überraschend, da die monatlichen Datenveröffentlichungen zuletzt enttäuscht hatten und Stimmungsindikatoren seit Monaten zurückgehen.

EURO: Nachdem sich der Euro mehrere Monate in der Spanne zwischen 1,20 und 1,25 US-Dollar bewegt hatte, wertete der Euro ab Mitte April deutlich ab. Zunächst haben enttäuschende Konjunkturdaten aus der Eurozone und positive Daten von Seiten der US-Wirtschaft zur Abwertung beigetragen. Ab Mitte Mai sorgten dann die politischen Ereignisse in Italien unter Euro-Investoren für Verunsicherung.

RENTENMARKT: Am Rentenmarkt dominierten Ende Mai die politischen Turbulenzen in Italien das Geschehen und sorgten für einen deutlichen Rückgang der Bundrendite und einen kräftigen Anstieg der Rendite von italienischen Staatsanleihen. Im Sog der Spreadausweitung italienischer Staatsbonds, legten – wenn auch in geringerem Maße – die Renditen anderer Peripherieländer wie Spanien und Portugal zu.

AKTIENMARKT: Die europäischen Aktienmärkte haben in den vergangenen beiden Monaten vor allem von einem schwächeren Euro und positiven Unternehmensberichten profitiert. Auch wenn die Regierungsbildung in Italien in den letzten beiden Maiwochen für Kursverluste sorgte, konnten sowohl der Euro Stoxx 50 als auch der DAX 30 per Saldo moderate Gewinne einfahren.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

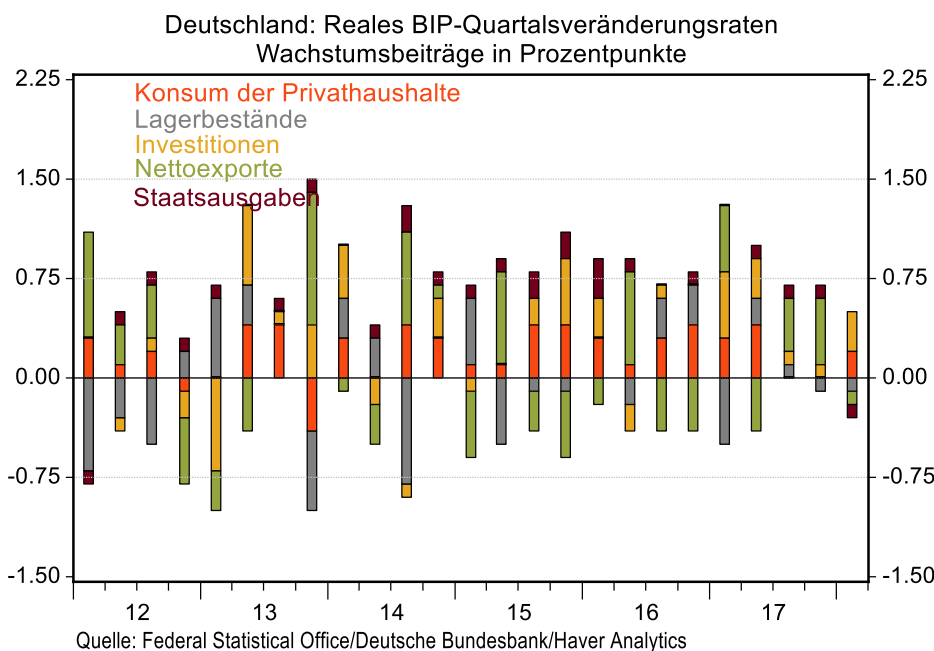
Konjunktur und Geldpolitik

Die konjunkturelle Dynamik stellt sich sowohl für die Eurozone insgesamt als auch für Deutschland zum Jahresauftakt schwächer dar. Den offiziellen Schätzungen zufolge lag das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) der Eurozone in den Monaten Januar bis März gegenüber dem Vorquartal bei 0,4%. Im dritten und vierten Quartal 2017 wurde noch ein BIP-Wachstum von 0,7% gemessen. Im Jahresvergleich ergab sich dadurch eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums von 2,8% auf 2,5%. Auch die deutsche Wirtschaft hat im ersten Quartal an Dynamik eingebüßt. So legte die deutsche Wirtschaftsleistung gegenüber dem Vorquartal um 0,3% zu und damit nur noch annähernd halb so stark wie in den vorangegangenen Quartalen. Zwar liegt für das BIP der gesamten Eurozone noch keine Aufschlüsselung nach der Entwicklung der einzelnen Komponenten vor, die Entwicklung der BIP-Komponenten in Deutschland liefert aber Hinweise, wie sich das Bild für die Eurozone darstellen könnte.

Schwächere Konjunkturdynamik in der EWU und Deutschland.

Positive Impulse für die deutsche Wirtschaft kamen im Vorquartalsvergleich (preis-, saison- und kalenderbereinigt) aus dem Inland. Die Investitionen zogen an und konnten 0,3% zum Wachstum beitragen. Außerdem stellte sich der private Konsum als Wachstumstreiber dar, der 0,2% zum Wachstum beisteuerte. Dagegen war der Beitrag der staatlichen Konsumausgaben erstmals seit fünf Jahren negativ und auch die Nettoexporte belasteten die Wachstumsrate. Für Verunsicherung in der deutschen Wirtschaft und insbesondere bei deutschen Exporteuren sorgt die Entscheidung von US-Präsident Donald Trump europäische Stahl- und Aluminiumimporte mit zusätzlichen Zöllen zu belegen und seine Erwägung Einfuhrzölle von bis zu 25% auf Autos zu erheben.

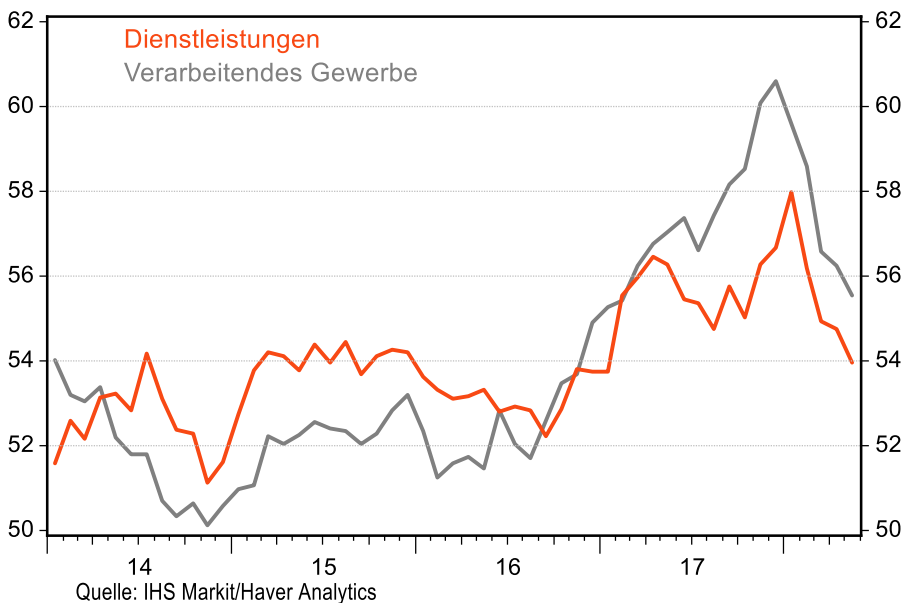
Deutsches BIP-Wachstums durch Außenhandel belastet.



Die langsamere Gangart der europäischen und der deutschen Wirtschaft in den ersten Monaten des Jahres 2018 kam nicht überraschend. Neben zuletzt enttäuschenden Daten zur Industrieproduktion, zu den Auftragseingängen und zum Einzelhandel gehen diverse wichtige Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes der Firma IHS Markit oder das Wirtschaftsvertrauen der EU-Kommission seit Monaten zurück. Im Kapitalmarktbericht vom April hatten wir bereits über die rückläufigen Stimmungsindikatoren zum Jahresbeginn berichtet. Seit April hat sich das Stimmungsbild in der Eurozone weiter eingetrübt. Im Mai gab der zusammengefasste Index der Einkaufsmanagerbefragung auf den niedrigsten Stand seit 18 Monaten nach. Hinter der Korrektur des zusammengefassten Index steht eine rückläufige Entwicklung sowohl beim Index für den Dienstleistungssektor als auch beim Index für das verarbeitende Gewerbe. Mit Indexständen von 55,5 Punkten für das verarbeitende Gewerbe und 53,9 Punkten für den Dienstleistungssektor liegen die Indizes zwar immer noch über der Wachstumsschwelle, für das zweite Quartal deuten die Stimmungsindikatoren aber auf eine erneut gedämpfte Wachstumsrate hin.

Frühindikatoren gehen weiter zurück.

EWU: Markit Einkaufsmanagerindizes



Auch auf Länderebene ist der Rückgang der Stimmung klar erkennbar. In Deutschland verzeichnete der ifo-Geschäftsklimaindex – das am meisten beachtete Stimmungsbarometer – ebenfalls eine schwache Entwicklung. Im Mai stagnierte der Geschäftsklimaindex, nachdem der Index zuvor vier Monate in Folge nachgegeben hatte. Bei dem neuen Indexstand von 102,2 Punkten ist eine Anpassung des Index zu beachten, die das ifo-Institut im April durchführte. Wichtigste Änderung war die Integration des Dienstleistungssektors in die Berechnung des Index. Der Dienstleistungssektor erhielt aufgrund seiner hohen Bedeutung für das Bruttoinlandsprodukt ein Gewicht von 50,5%. Die Anteile der bisherigen Komponenten Einzelhandel, Großhandel, Bauwirtschaft und verarbeitendes Gewerbe wurden reduziert. Insbesondere der letztgenannte Sektor büßt an Bedeutung ein, denn der Anteil am Index fällt von 61% auf nur noch 30,2%. Der ifo-Index repräsentiert damit weniger als bisher die deutsche Industrie aber dafür mehr die Gesamtwirtschaft. Neben dieser Veränderung wurde zudem das Basisjahr für die Zeitreihen auf 2015 angepasst und mit dem Wert 100 indiziert. Angesichts der damals schon guten Wirtschaftsstimmung fällt der nach der Anpassung veröffentlichte Indexstand niedriger aus.

ifo-Index stagniert im Mai nach vier Rückgängen in Folge.

Nach der neuen Systematik befindet sich der ifo-Index nun schon seit Monaten im Korrekturmodus. Angesichts der deutlich schwächeren Stimmungsindikatoren für die Eurozone und Deutschland ist nicht davon auszugehen, dass sich das robuste Wachstum des vergangenen Jahres ungebremst fortsetzen wird. Vielmehr erwarten wir für die deutsche und europäische Wirtschaftsleistung eine schwächere (wenn auch weiterhin solide) Entwicklung im Jahr 2018. Das erste Quartal 2018 lieferte bereits einen ersten Beleg für eine verhaltenere Konjunkturdynamik im Jahr 2018.

Ein schwächeres Wachstum der europäischen und deutschen Wirtschaft dürfte nicht zuletzt an der Unsicherheit durch den weiter ungelösten Handelskonflikt mit den USA und der Zuspitzung der geopolitischen Risiken (hier sind insbesondere die Krisenherde im Nahen Osten und Nordkorea zu nennen) liegen. Diese haben das Wirtschaftsklima weltweit merklich gedrückt. Zusätzlich belasten innereuropäische Faktoren die Stimmung der Kapitalmarktteilnehmer, was sich auf die Investitionslaune auswirken könnte. Besonders die politische Entwicklung in Italien wird an den Kapitalmärkten mit Sorge beobachtet. Nachdem die Parlamentswahl Anfang März keine klaren Mehrheitsverhältnisse geschaffen hatten und die Parteien wochenlang ergebnislos verhandelten, verständigten sich die linkspopulistische 5-Sterne-Bewegung und die rechtsnationale Lega auf ein Koalitionsvertrags. Für Verunsicherung bei Kapitalanlegern sorgt nicht nur die europakritische Haltung beider Parteien, sondern auch die Pläne von Steuersenkungen und einem Mindesteinkommen im Koalitionsvertrag.

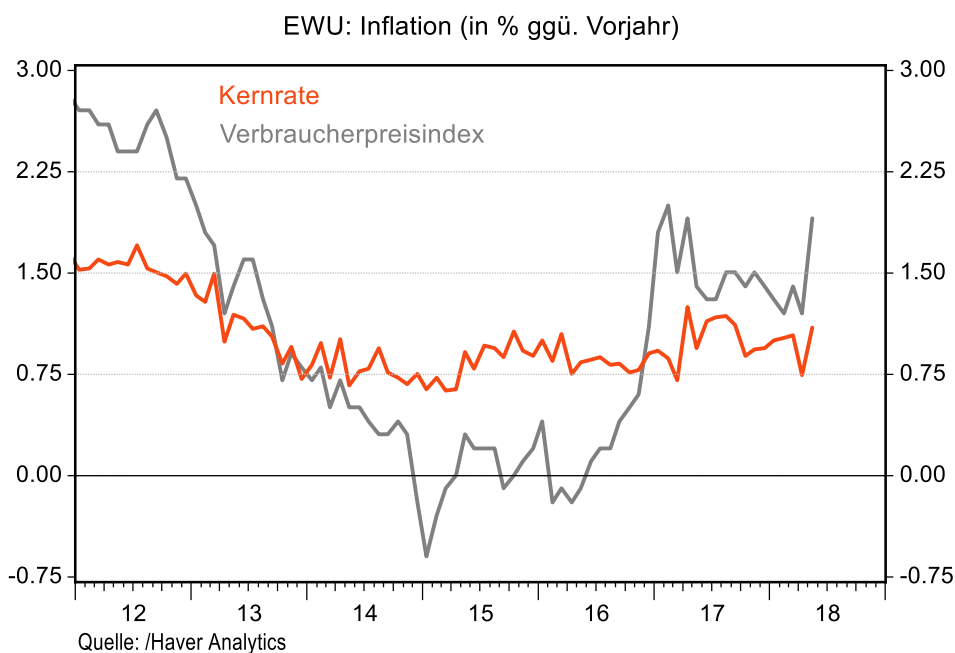
Geopolitische und politische Unsicherheit drücken auf die Stimmung.

Das Wirtschaftswachstum in der EWU stellte sich zu Beginn des Jahres 2018 schwächer dar als noch in den Vorquartalen. Während die Wirtschaftsleistung im dritten und vierten Quartal 2017 um 0,7% (jeweils gegenüber dem Vorquartal) zulegte, wurde im ersten Quartal 2018 lediglich noch eine Wachstumsrate von 0,4% gemessen. Enttäuschend schwache Daten zur Industrieproduktion und zum Einzelhandel haben zuvor bereits auf eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik hingedeutet. Für die kommenden Quartale rechnen wir nicht mit einer Rückkehr zu den kräftigen Wachstumsraten des Vorjahrs. Vielmehr deuten die deutlich gefallen Stimmungsindikatoren darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum, wie im ersten Quartal, solide aber im Vergleich zum Vorjahr gedämpfter ausfallen dürfte. Die Unsicherheit ist in den vergangenen beiden Monaten nicht kleiner geworden. Weiterhin ist der Handelskonflikt zwischen den USA und Europa nicht gelöst und in Italien steht eine neue Populisten-Allianz vor ihrem Antritt.

Zusammen mit enttäuschenden Konjunkturdaten in den vergangenen Monaten hat sich die Inflation (und dabei insbesondere die Kerninflation) zunächst schwach entwickelt. Im April 2018 waren die Verbraucherpreise 1,2% höher als ein Jahr zuvor. Dies bedeutete ein Rückgang von der im März erreichten Inflationsrate von 1,4%. Wir hatten jedoch schon im Kapitalmarktbericht vom April darauf hingewiesen, dass eine höhere März-Inflationsrate vermutlich auf die Verzerrung des sogenannten „Ostereffekts“ zurückzuführen ist. Da besonders die Komponente Energie (+2,5%) und die Komponente Lebensmittel, Alkohol und Tabak (+2,5%) zur Preissteigerung beigetragen haben, lag die Rate der Kerninflation, die die Preisentwicklung ohne Energie und Lebensmittel darstellt, im April mit lediglich 0,7% unter der Gesamtinflation. In den kommenden Monaten dürften die Inflationsraten durch den Anstieg der Energiepreise höher ausfallen. Die Aufkündigung des Atomabkommens mit dem Iran durch die USA hatte zur Folge, dass sich der Ölpreis im Mai spürbar verteuerte. Die Rohölsorte Brent erreichte mit beinahe 80 US-Dollar pro Barrel den

Höhere Inflation im Mai dank gestiegener Energiepreise.

höchsten Stand seit Ende 2014. Auch wenn der Ölpreis von diesem Mehrjahreshoch inzwischen wieder etwas abgegeben hat, befindet er sich signifikant über dem Preisniveau des Jahres 2017. Im Vergleich zum Vorjahresmonat wird die Inflation in diesem Jahr damit durch die Energiepreise gestützt. Einen Beleg für eine anziehende Inflationsrate aufgrund von höheren Energiepreisen lieferte die Eurostat-Schätzung der Inflation im Mai. Diese wurde mit 1,9% angegeben. Zu einem großen Teil ist die höhere Inflationsrate auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen, die im Mai um 6,1% wuchsen.



Im Ergebnis bleibt festzuhalten, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck in der EWU zuletzt nur unwesentlich zugenommen hat. Stattdessen waren es vor allem Energiepreise, die für höhere Verbraucherpreise im Mai verantwortlich waren. Auch im weiteren Jahresverlauf dürften die Energiepreise dazu beitragen, dass die Verbraucherpreise moderat zulegen werden.

Die Europäische Zentralbank (EZB) gab sich im Rahmen der Sitzung vom 26. April angesichts der beschriebenen konjunkturellen Entwicklung in der EWU grundsätzlich zuversichtlich und stellte die jüngste konjunkturelle Abschwächung in den Kontext der äußerst dynamischen Entwicklung der Vorquartale. In der Pressekonferenz im Nachgang an die Sitzung drückte EZB-Präsident Mario Draghi jedoch seine Besorgnis zur konjunkturellen Entwicklung aus und legte dar, dass der EZB-Rat nun Zeit benötige, zu beurteilen, wie stark und wie nachhaltig die Wirtschaft im Euroraum an Fahrt verlieren werde. Dem Wunsch des österreichischen Notenbankpräsidenten Nowotny im EZB-Rat über das Ende des Anleihekaufprogramms zu diskutieren wurde deshalb nicht stattgegeben. Aktuell erwirbt die EZB monatlich Vermögenswerte in Höhe von 30 Mrd. Euro pro Monat über das sogenannte „expanded asset purchase programme“. Nach den Aussagen des EZB-Präsidenten Ende April ist es unwahrscheinlich geworden, dass die EZB bereits im Juni ihre Forward Guidance anpasst und eine Entscheidung zum Ende des Anleihekaufprogramms bekanntgeben wird. Aber spätestens im Juli sollte die EZB sich über den Fortgang der Anleihekäufe äußern, da angesichts der EZB-Sommerpause im August ansonsten nur wenig Spielraum besteht, die Entscheidung weiter aufzuschieben.

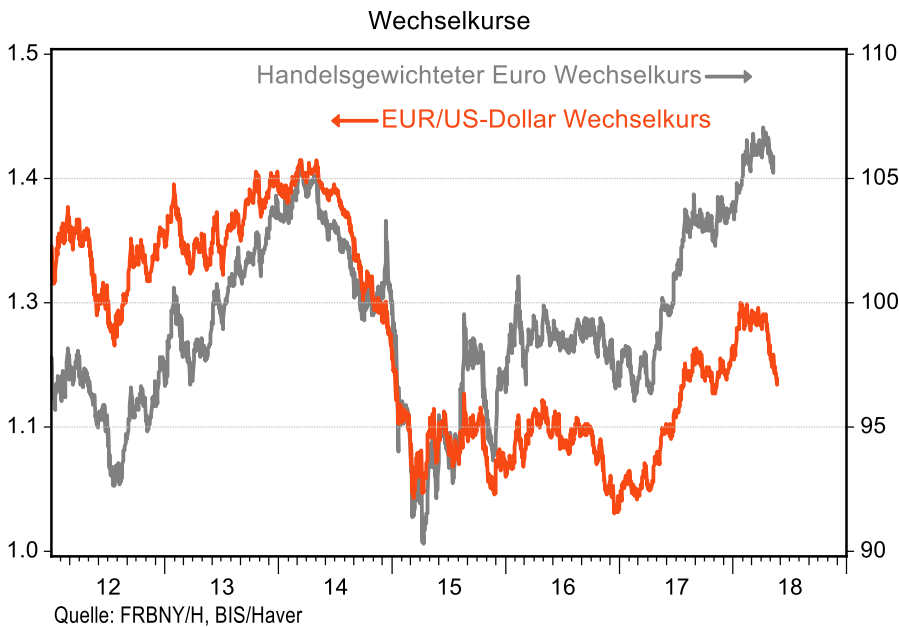
Keine Neuigkeiten von Seiten der EZB zum Ende des Anleihekaufprogramms.

Der EZB-Rat beließ bei der Sitzung im April die Leitzinsen unverändert bei null Prozent und machte keine Angaben zum Ende des Anleihekaufprogramms. Da EZB-Präsident Draghi in der Pressekonferenz im Nachgang an die Ratssitzung seine Besorgnis in Anbetracht der konjunkturellen Datenlage äußerte, gehen wir nicht davon aus, dass die EZB bereits im Juni einen Termin für das Ende des Anleihekaufprogramms nennen wird.

Euro

Nachdem sich der Euro von Mitte Januar bis Mitte April in einer engen Spanne zwischen 1,20-1,25 US-Dollar bewegt hatte, wertete er in der Folge gegenüber dem US-Dollar deutlich bis auf 1,15 US-Dollar ab. Belastend wirkten in dem Zeitraum von Mitte April bis etwa Mitte Mai die enttäuschenden Konjunkturdaten aus der Eurozone. Dabei lagen nicht nur die Werte von Stimmungsindikatoren unter den Markterwartungen, auch die „harten“ Daten, wie die Daten zur Industrieproduktion und zu den Einzelhandelsumsätzen, konnten die Erwartungen nicht erfüllen. Die US-Wirtschaft gab dagegen, maßgeblich gestützt durch die Impulse der Steuerreform, ein freundlicheres Konjunkturbild ab. Auch der kräftige Anstieg der Renditen von US-amerikanischen Staatsanleihen führte zu einer höheren Nachfrage nach US-Dollar. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries erreichte im Mai den höchsten Stand seit 2011 und dadurch stieg der Renditevorsprung von 10-jährigen US-Treasuries gegenüber 10-jährigen Bundesanleihen auf einen mehrjährigen Rekordstand bei ca. 260 Basispunkten. Es war folglich nicht nur eine Euro-Abwertung sondern auch eine US-Dollar-Aufwertung die auf den Euro-US-Dollar Wechselkurs einwirkte. Das zeigt auch die Entwicklung des handelsgewichteten Euro-Wechselkurses, der deutlich moderater zurückging.

Euro wertete im Mai kräftig ab, zunächst aufgrund von Konjunkturdaten....



Ab Mitte Mai wurde der Euro dann vor allem durch die politischen Entwicklungen in Italien belastet, als sich abzeichnete, dass die populistischen und eurokritischen Parteien 5-Sterne-Bewegung und Lega zu einer Regierungskoalition zusammenfinden würden. Für weitere Beunruhigung sorgte an den Kapitalmärkten der von

... dann aufgrund von politischen Turbulenzen in Italien.

den Parteien verhandelte Koalitionsvertrag. Dieser sah unter anderem einen einheitlichen Einkommen- und Unternehmenssteuersatz („flat tax“) in Höhe von 15% bzw. 20%, ein bedingungsloses monatliches Mindesteinkommen in Höhe von 780 EUR, die Rücknahme der 2011 erfolgten Rentenreform (insb. erneute Absenkung des Renteneintrittsalters) und die Abschaffung der mit der EU getroffenen Vereinbarung einer automatischen Mehrwertsteuererhöhung im Falle eines überschießenden Budgetdefizits vor. Berechnungen zufolge würde die Umsetzung aller geplanten Maßnahmen mindestens 100 Mrd. Euro pro Jahr kosten und damit die Staatsverschuldung rasch ansteigen lassen. Investoren fürchten die Neuauflage einer europäischen Staatsschuldenkrise. Vom zwischenzeitlichen Scheitern der Regierungskoalition zwischen 5-Sterne-Bewegung und Lega konnte der Euro nur kurz profitieren. In der Konsequenz wechselt der Euro Anfang Juni zu knapp 1,17 US-Dollar.

Nach einer mehrmonatigen Seitwärtsbewegung in einer Spanne zwischen 1,20 bis 1,25 US-Dollar wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar ab Mitte April deutlich ab. Zunächst waren es vor allem Konjunkturdaten, die auf den Wechselkurs einwirkten und zur Abwertung beitrugen: enttäuschende Daten aus der Eurozone und positive Daten von Seiten der US-Wirtschaft. Ab Mitte Mai sorgten dann die politischen Ereignisse in Italien unter Euro-Investoren für Verunsicherung. Nicht wenige fürchten die Neuauflage einer europäischen Staatsschuldenkrise. Unseres Erachtens dürfte sich der Euro von seinem gegenwärtigen Niveau in den nächsten Monaten wieder erholen. Zum einen dürften sich die Konjunkturdaten stabilisieren und Analysten ihre Erwartungen anpassen, sodass Enttäuschungen abnehmen. Zum anderen nähert sich die EZB einer geldpolitischen Wende, während US-Zinsschritte eingepreist sind. Beides dürfte dem Euro zu neuer Stärke verhelfen.

Rentenmarkt

Unbeeindruckt von enttäuschenden europäischen Konjunkturdaten legte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von Mitte April bis Mitte Mai von 0,5% auf über 0,6% zu. Mitte Mai ging es jedoch vor dem Hintergrund der Koalitionsverhandlungen zwischen der 5-Sterne-Bewegung und der Lega steil nach unten. Die Bundrendite durchbrach dabei die wichtige Marke von 0,5% und testete nach dem vorläufigen Scheitern der Regierungsbildung im Tief sogar den Bereich von 0,2%. Der Rückgang der Rendite deutet auf die tiefe Verunsicherung der Investoren hin und damit verbundene Zuflüsse von Kapital in die als sicher wahrgenommenen deutschen Staatsanleihen.

Investoren nahmen mit Sorge zur Kenntnis, dass zwei eurokritische Parteien in Italien ein Regierungsbündnis bildeten und dabei ein Koalitionsprogramm entwarfen, welches die Staatsverschuldung enorm in die Höhe treiben kann. Wie bereits im vorangegangenen Kapitel beschrieben, kostet die Umsetzung der zahlreichen Maßnahmen (unter anderem Steuersenkungen und Mindesteinkommen) wohl 100 Mrd. Euro pro Jahr – was 6% des italienischen BIP entspricht. Verbunden mit der Sorge um die längerfristige Solidität der italienischen Staatsfinanzen, fürchten Anleger die Wiederauflage einer europäischen Staatsschuldenkrise. Vor diesem Hintergrund erschienen deutsche Staatsanleihen attraktiv und wurden gekauft, italienische Staatsanleihen dagegen riskant und wurden verkauft.

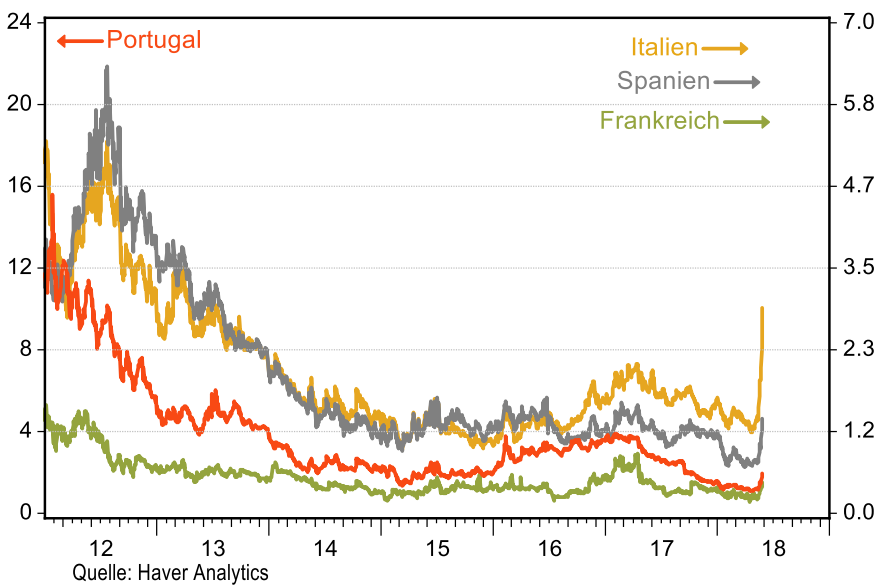
Deutlicher Rückgang der Bundrendite...

... im Zuge der politischen Turbulenzen in Italien.

Als sich der Umfang der Ausgaben und Steuerkürzungspläne der möglichen Regierung aus 5-Sterne-Bewegung und Lega abzeichnete, stieg die Rendite von 10-jährigen italienischen Staatsanleihen innerhalb kürzester Zeit von etwa 1,80% auf über 2,40%. Außerdem stiegen die Preise von Kreditausfallversicherungen auf italienische Staatsanleihen in der Folge stark an und verschiedene Ratingagenturen drückten ihre Beunruhigung aus. Die Ratingagentur Moody's erklärte nach Bekanntwerden der Pläne im Koalitionsvertrag sogar, eine Herabstufung der Bonität des Landes zu prüfen. Moody's gab bekannt, es bestehe ein beträchtliches Risiko einer deutlichen Verschlechterung der Finanzlage Italiens und es sei möglich, dass die strukturellen Reformen des Landes zum Erliegen kämen. Momentan bewertet Moody's Italien mit dem Rating Baa2 und damit mit einer befriedigenden Bonität. Sollte Moody's das Rating auf Baa3 senken, läge Italien nur noch auf der letzten Stufe des investitionswürdigen Bereichs (Investment Grade). Für das Anleihekaufprogramm der EZB ist es wichtig, dass mindestens eine Ratingagentur das Land im investitionswürdigen Bereich einstuft, um dessen Anleihen zu kaufen. Das zwischenzeitliche Scheitern der Regierungsbildung zwischen der 5-Sterne-Bewegung und der Lega führte nur kurzzeitig und in begrenztem Umfang zu einem Rückgang der italienischen Rendite. Denn angesichts der befürchteten anstehenden politischen Hängepartie in Italien und der Möglichkeit eines noch stärkeren Abscheidens der eurokritischen und populistischen Parteien bei Neuwahlen kehrte schnell die Unsicherheit zurück an die europäischen Anleihemärkte. 10-jährige italienische Staatsbonds überschritten im diesem Zuge sogar die Marke von 3,2%. Nachdem sich die populistischen Parteien nun doch auf eine Regierungsmannschaft geeinigt haben, ist die Rendite in den Bereich um 2,5% zurückgegangen.

Die Unsicherheit drückt sich in kräftig gestiegenen Renditen von langlaufenden itl. Staatsanleihen aus.

Spreadentwicklung 10-jährige Staatsanleihen zu Bundesanleihen



Der Rückgang der Bundrendite zusammen mit dem zeitgleichen Anstieg der Renditen von italienischen Staatsanleihen führte zu einer deutlichen Ausweitung der Zinsdifferenzen (sogenannten Zinsspreads). Der Spread von 10-jährigen italienischen Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen mit derselben Laufzeit weitete sich von 115 Basispunkten Ende April auf in der Spitze 290 Basispunkte aus, der Zinsspread von 2-jährigen Anleihen stieg sogar auf über 350 Basispunkte. Sowohl bei kurz- als auch bei den langlaufenden Anleihen stellte dies den höchsten Stand seit der Eurokrise dar.

Der Zinsspread von itl. Staatsanleihen weitete sich auf ein Mehrjahreshoch aus.

Im Sog der italienischen Politikkrise trennten sich Investoren auch von anderen Peripherieanleihen, was bei diesen Wertpapieren zu steigenden Renditen führte. Der Spread von 10-jährigen portugiesischen Staatsanleihen (gegenüber deutschen) stieg in der Spitze auf ca. 190 Basispunkte an (gegenüber 110 Ende April). In Spanien stiegen die Spreads von 10-jährigen auf etwa 130 Basispunkte an (gegenüber 72 Basispunkten Ende April), wobei eine Regierungskrise, die zwischenzeitlich zur Ablösung von Ministerpräsident Rajoy und zur Wahl des Sozialisten Sanchez führte, für zusätzliche Unsicherheit sorgte.

Auch die Spreads von anderen Peripherieländern weiteten sich aus.

Die Einigung zweier populistischen und eurokritischen italienischen Parteien auf einen Koalitionsvertrag, der umfangreiche Ausgaben und Steuerkürzungen vorsieht, sorgte an den Anleihemärkte für Verunsicherung. In der Folge stürzte die Rendite von langlaufenden Bundesanleihen ab und die Rendite von italienischen Staatsanleihen stieg kräftig an. Das zwischenzeitliche Scheitern der Regierungsbildung verstärkte diese Bewegung sogar, da die Befürchtung bestand, dass populistische Parteien gestärkt aus Neuwahlen hervorgehen könnten. Im Sog des kräftigen Renditeanstiegs italienischer Staatsbonds legten, wenn auch in geringerem Maße, die Renditen weiterer Peripherieländer wie Spanien und Portugal zu. Auch wenn der Aufwärtstrend der langfristigen Bundrendite durch das Italien-Thema gebrochen wurde, erwarten wir in den kommenden Monaten eine Erholung, wenn die politische Krise in Italien wieder weniger im Fokus steht. Für eine höhere Bundrendite spricht die graduelle Normalisierung der europäischen Geldpolitik, der Zinsanstieg in den USA und die etwas höhere Inflation.

Aktienmarkt

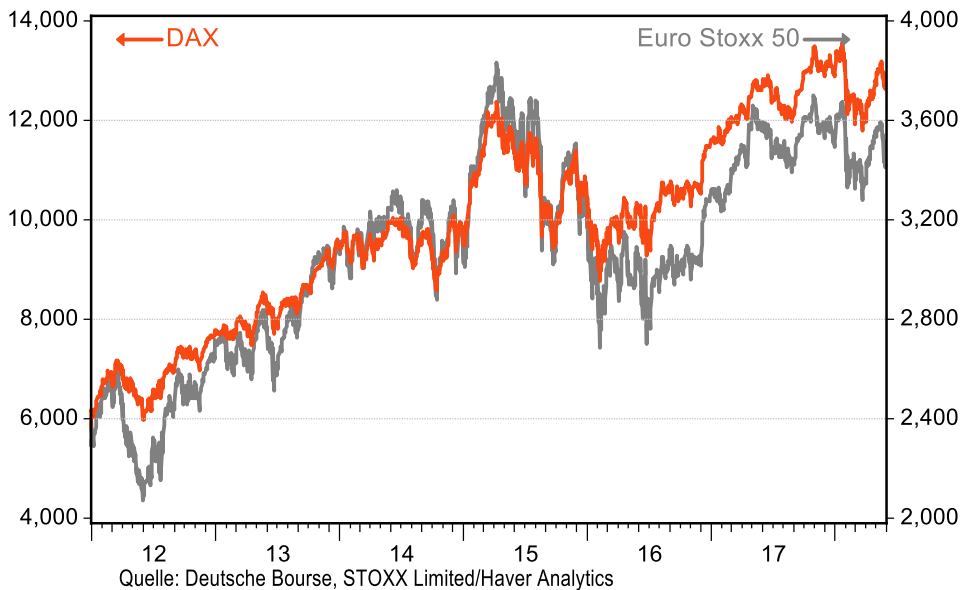
Sowohl der Euro Stoxx 50 als auch der deutsche Leitindex DAX 30 konnten von Anfang April bis Ende Mai per Saldo moderate Kursgewinne verzeichnen. Vor allem wegen des Kursverfalls im Februar liegt der Euro Stoxx 50 seit Jahresbeginn immer noch um 2,8% im Minus, während der Dax auf ein Minus von 2,4% kommt. In den letzten beiden Monaten konnten sich Anleger dagegen über ein Plus von 1,3% im Euro Stoxx 50 und 4,2% im Dax freuen. Im unter Börsianern sprichwörtlichen „go away“-Monat Mai konnte der Dax die Marke von 13.000 Punkten zurückerobern und den höchsten Stand seit Januar erreichen. Die Kursgewinne wären vermutlich deutlich höher aufgefallen, hätte die Regierungsbildung in Italien nicht zu Verunsicherung bei europäischen Aktieninvestoren geführt.

Dax und Euro Stoxx per Saldo mit Gewinnen ab Mai.

Von Anfang April bis Mitte Mai profitierten sowohl der Euro Stoxx 50 als auch der DAX von der deutlichen Abwertung des Euro von 1,23 auf knapp 1,17 US-Dollar. Daneben lieferte die Berichtssaison des ersten Quartals zusätzliche positive Impulse für europäische Aktien. Beim Euro Stoxx 50 lagen die aggregierten Gewinnüberraschungen mit 5,5% klar im positiven Bericht und auch die im DAX vertretenen Unternehmen konnten die Analystenerwartungen übertreffen (um 4,7%). Der Optimismus an den europäischen Aktienindizes, verursacht durch einen schwächeren Euro und positive Unternehmensberichte, schien Bedenken angesichts der gestiegenen geopolitischen Unsicherheit, des weiter schwelenden Handelskonflikts mit den USA, der deutlich angezogenen Renditen von US-Treasuries und des höheren Ölpreises zu überdecken.

Aktien profitieren von schwachem Euro und positiven Unternehmenszahlen.

Aktienindizes



In den letzten beiden Maiwochen hat die Regierungsbildung in Italien zwischen den populistischen und eurokritischen Parteien 5-Sterne-Bewegung und Lega an den europäischen Aktienmärkten für Verunsicherung gesorgt. In Anbetracht der Entwicklung am Rentenmarkt sorgten sich Aktieninvestoren um die hohen Bestände der Banken an italienischen Staatsanleihen. Der Abverkauf von italienischen Bankaktien sorgte besonders beim italienischen Leitindex MIB für Verluste. Neben dem Italien-Thema belasteten die Handelsdiskussionen nachdem US-Präsident Donald Trump Europa mit Autozöllen drohte.

Ende Mai sorgte vor allem die Regierungsbildung in Italien für Verluste.

Die europäischen Aktienmärkte können auf eine freundliche Entwicklung in den vergangenen beiden Monaten zurückblicken. Profitiert haben europäischen Aktien vor allem von einem schwachen Euro und positiven Unternehmenszahlen. Zwar sorgte in den letzten beiden Maiwochen die Regierungsbildung in Italien und der Handelsstreit zwischen der EU und den USA für Kursverluste, per Saldo ging es für den Euro Stoxx 50 im April und Mai aber um 1,3% nach oben, während der DAX sogar um 4,2% zulegen konnte. Für die kommenden Monate bis Jahresende 2018 fällt unsere Aktienmarkteinschätzung verhalten optimistisch aus. Solange die Wirtschaft weiter solide wächst, die Unternehmensgewinne weiter steigen und Notenbanken für niedrige Anleihenrenditen sorgen, sollte sich dies positiv auf die Aktienkurse auswirken. Allerdings ist das Makro-Umfeld ungünstiger als im letzten Jahr und die vorlaufenden Konjunkturindikatoren scheinen ihren Zenit überschritten zu haben. Da uns zudem die (geo-)politische Risikofaktoren rund um Italien, dem Nahen Osten, Korea und dem transatlantischen Handelsstreit noch einige Zeit erhalten bleiben dürften, ist weiter mit höheren Kursschwankungen zu rechnen.

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	3,9
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	3,5	3,2	-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	8,0	8,2	0,3	0,6	0,8	0,7	0,8	-	-	-	-	-
UK	-4,7	-4,3	-4,4	-4,1	-3,7	-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	-3,0	-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	4,0	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

	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	31.05.
CRB-Index	176,1	170,5	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	195,4	202,8
Ölpreis (Brent)*	37,3	39,6	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,9	70,27	77,6

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

Quelle: Bloomberg, Haver