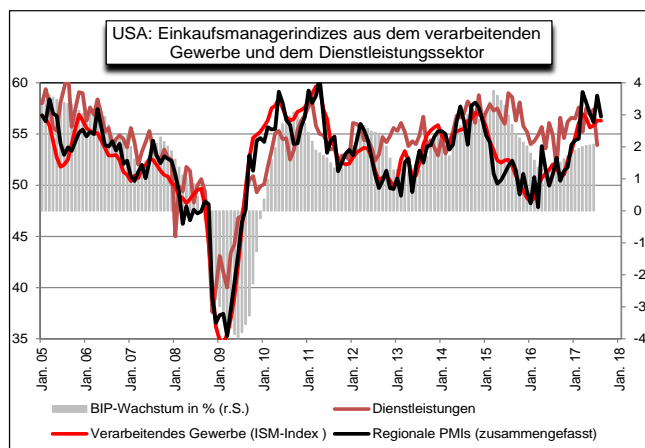


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

US-Wirtschaft: Mehr Schwung im 2. Halbjahr?

Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich fort. Zwar hat der Internationale Währungsfonds in seinem jüngsten Update des World Economic Outlook seine Wachstumsprognosen für die Jahre 2017 und 2018 mit 3,5 und 3,6 Prozent beibehalten, dennoch ist der Ausblick mit „A Firming Recovery“ überschrieben. Im Detail hat der IWF einige Einschätzungen angepasst, beispielsweise seine Prognosen für China, Kanada, Japan und vor allem für die Eurozone nach oben und für die USA und Großbritannien nach unten revidiert. Wir halten die globale Wachstumsprognose immer noch für etwas zu vorsichtig, da wir insbesondere in den Schwellenländern ein stärkeres Wachstum für möglich halten, als es der IWF tut. Mit 4,6 Prozent ist der Währungsfonds zwar etwas optimistischer geworden als zuvor, dennoch trauen wir Volkswirtschaften wie China, Russland und Brasilien eine etwas bessere Entwicklung zu, sodass die Schwellenländer eine Wachstumsrate von knapp fünf Prozent erreichen könnten. Erweist sich dieses Annahme als richtig, würde das globale BIP in diesem Jahr um 3,7 Prozent wachsen; dies wäre der stärkste Zuwachs seit 2011 (4,2 Prozent).

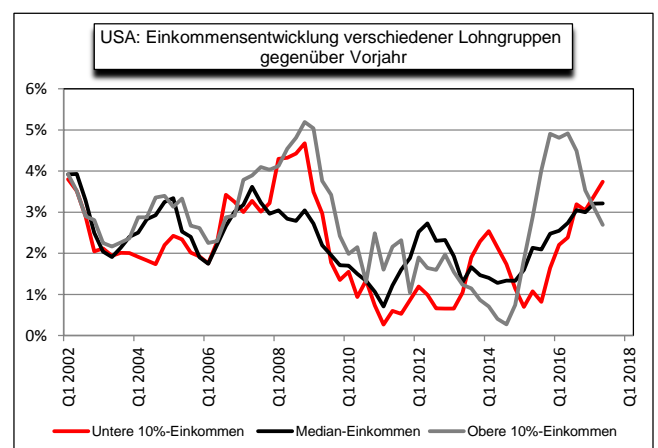
Eine der wenigen bisherigen Enttäuschungen in diesem Jahr, was die Wachstumsdynamik anbelangt, sind die USA. Im ersten Quartal nahm das reale Bruttoinlandsprodukt um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal und im zweiten Quartal um 0,6 Prozent zu. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum wurde im ersten Halbjahr eine Wachstumsrate von zwei Prozent erzielt. Dies ist zwar gegenüber dem Gesamtjahr 2016, in dem die US-Wirtschaft nur um 1,5 Prozent wuchs, eine leichte Beschleunigung, dennoch blieb das Wachstum damit hinter den Erwartungen zurück. Unsere ursprüngliche Wachstumsprognose von 2,3 Prozent für dieses Jahr würde eine Wachstumsbeschleunigung im zweiten Halbjahr erfordern und ist unter den gegenwärtigen Bedingungen nur schwierig zu erreichen.



Dabei haben fast alle zur Verfügung stehenden Frühindikatoren auf eine stärkere wirtschaftliche Dynamik hingedeutet. Seien es die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und für den Dienstleistungssektor, der Frühindikator von Conference Board oder auch die Daten zum Konsumentenvertrauen, fast unisono haben Regressions-

gleichungen mit diesen das Wirtschaftswachstum erklärenden Variablen auf Zuwachsraten von rund drei Prozent hingedeutet. Insofern ist die Stimmung von Unternehmen und Privathaushalten im ersten Halbjahr besser als die tatsächliche Lage gewesen. Diese Diskrepanz zwischen den sehr guten „weichen“ und den eher mittelmäßigen „harten“ Wirtschaftsdaten hat dazu beigetragen, dass der sogenannte Economic Surprise Index für die USA im Laufe des zweiten Quartals geradezu in die Knie gegangen ist, nachdem er nach der Trump-Wahl im November letzten Jahres noch nach oben geschossen war. Doch mittlerweile beginnt sich der Index wieder zu erholen.

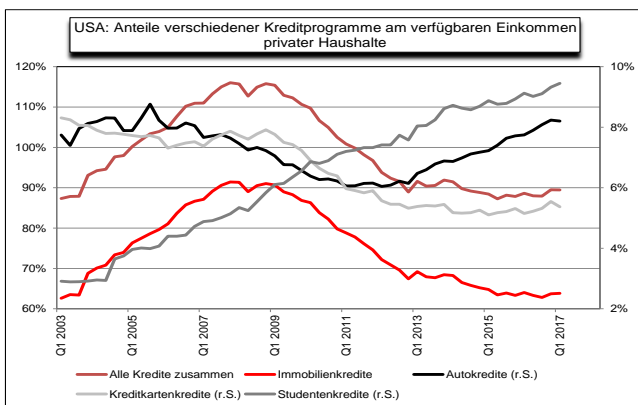
Wir gehen davon aus, dass die US-Wirtschaft im zweiten Halbjahr ihre Wachstumsdynamik ungefähr beibehalten wird. Positive Wachstumsimpulse könnten vor allem vom privaten Verbrauch ausgehen. Im ersten Quartal 2017 leistete der Konsum der privaten Haushalte einen Wachstumsbeitrag von 0,3 und im zweiten Quartal von 0,5 Prozentpunkten. Angesichts der sehr niedrigen Arbeitslosenquote bzw. der rekordhohen Beschäftigung könnte der private Verbrauch in den kommenden Quartalen sogar noch etwas kräftiger zunehmen. Dies wird vor allem davon abhängen, ob die Löhne stärker steigen werden, als es bislang der Fall ist. So sind die durchschnittlichen Stundenlöhne in der Privatwirtschaft nur 2,3 Prozent höher als vor einem Jahr, wobei sich der Zuwachs in den vergangenen Monaten sogar etwas abgeschwächt hat. Allerdings zeigt sich, dass zuletzt die Löhne der untersten zehn Prozent der Einkommensbezieher stärker angestiegen sind, als dies bei den Median-Einkommensbezieher oder den obersten zehn Prozent der Fall gewesen ist. Da üblicherweise Personen mit geringem Einkommen eine höhere Konsum- und eine geringere Sparquote haben, sollte sich dies tendenziell positiv auf den privaten Verbrauch auswirken.



Grundsätzlich positiv einzuschätzen ist auch die Tatsache, dass die Verschuldung der privaten Haushalte in den vergangenen Jahren nur moderat angestiegen ist. Zwar ist der absolute Schuldenstand im ersten Quartal 2017 mit 12,7 Billionen US-Dollar höher denn je gewesen, gemessen am verfügbaren Einkommen lag die Schuldenquote mit knapp 90 Prozent aber deutlich unter dem bisherigen Spitzenwert von 116 Prozent, der kurz vor dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise im vierten Quartal 2007 zu verzeich-

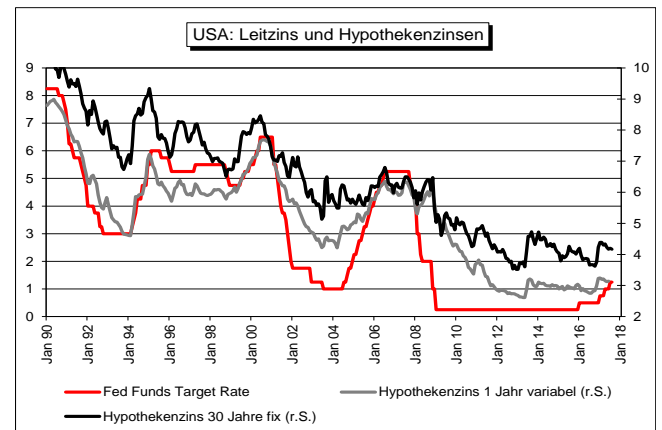
nen war. Dieses vergleichsweise günstige Bild ist vor allem darauf zurückzuführen, dass in den vergangenen Jahren nur wenige neue Immobilienkredite ausgereicht wurden, die aber den Löwenanteil an der Gesamtverschuldung ausmachen. Ähnlich sieht es bei – für den Verbraucher teuren – Kreditkartenkredit aus, auch diese sind nur sehr moderat ausgeweitet worden. Anders ist es hingegen bei den Auto- und den Studentenkrediten, deren Anteil sowohl gemessen an der Gesamtverschuldung als auch gemessen in Relation zum verfügbaren Einkommen höher ist als je zuvor. Während eine mögliche Korrektur dieser Entwicklung das Wachstum der US-Wirtschaft bremsen kann, ist eine erneute Finanzkrise und eine dadurch ausgelöste neue Rezession unwahrscheinlich, weil Auto- und Studentenkredite mit zusammen rund 20 Prozent Anteil an der Gesamtverschuldung ein deutlich geringeres Gewicht haben, als es bei den Immobilienkrediten mit fast 80 Prozent Anteil zu Beginn des Jahres 2008 der Fall gewesen ist (absolutes Niveau der ausstehenden Auto- bzw. Studentenkredite: 1,17 bzw. 1,34 Billionen US-Dollar).

Das relativ hohe Niveau der ausstehenden Autokredite hat bereits zu ersten konjunkturellen Bremsspurten geführt. So ist der Automobilabsatz in den vergangenen Monaten etwas gesunken. Wurden 2016 noch fast 17,5 Millionen Autos verkauft, sind es im bisherigen Jahresverlauf etwa drei Prozent weniger. Neben der Tatsache, dass viele US-Amerikaner in den letzten Jahren ein neues Auto gekauft haben und damit eine gewisse Sättigung erreicht ist, spielt auch die restriktivere Kreditvergabe der Banken eine wichtige Rolle. So ist der durchschnittliche Zinssatz für einen Autokredit von 4,0 Prozent Ende 2015 auf zuletzt 4,7 Prozent erhöht worden; gleichzeitig ist die Ausfallrate auf 3,8 Prozent angestiegen. Dieser Wert ist etwas höher als im langjährigen Durchschnitt (seit 2003: 3,4 Prozent), aber immer noch tiefer als es zwischen 2009 und 2012 der Fall war.



Die positive Entwicklung am US-Arbeitsmarkt sowie die immer noch sehr günstigen Finanzierungsbedingungen für potenzielle Immobilienkäufer sprechen dafür, dass auch von den Bauinvestitionen im zweiten Halbjahr ein etwas stärkerer Wachstumsimpuls ausgehen könnte. Da allerdings der Anteil der Bauinvestitionen am BIP weniger als vier Prozent beträgt, werden die Auswirkungen auf das gesamte Wirtschaftswachstum überschaubar bleiben. Dennoch waren die Daten vom Immobilienmarkt im zweiten Quartal überraschend schwach. Dies lag vor allem an zwei Gründen: Zum einen gibt es derzeit eine große Diskrepanz zwi-

schen Angebot und Nachfrage für am Markt vorhandene Immobilien. Insbesondere für Berufsanfänger und Personen mit niedrigerem Einkommen gibt es derzeit kaum Häuser und Wohnungen auf dem Markt, die zu ihrem Einkommensprofil passen. Dies hat dazu geführt, dass die privaten Bauausgaben seit Jahresbeginn stagnieren. Zum anderen – und dieser Effekt wiegt schwerer – sind die öffentlichen Bauausgaben im ersten Halbjahr 2017 um fast fünf Prozent gesunken. Ähnlich wie schon bei den Themen Gesundheitsreform (Abschaffung und Ersatz von „Obamacare“) und Steuerreform (u.a. wurde die ursprünglich ins Auge gefassete Einführung einer Cross-Border-Tax inzwischen wieder verworfen) konnte US-Präsident Trump auch seine im Wahlkampf vorgebrachten Pläne umfangreicher Infrastrukturinvestitionen bislang nicht in die Tat umsetzen. Dies bedeutet allerdings auch, dass der Druck auf Trump größer wird, endlich Erfolge vorzuweisen. Mittlerweile ist die Erwartungshaltung hierfür sehr niedrig, dennoch ist nicht ausgeschlossen, dass die Republikaner in den nächsten Monaten doch noch etwas zustande bekommen werden.



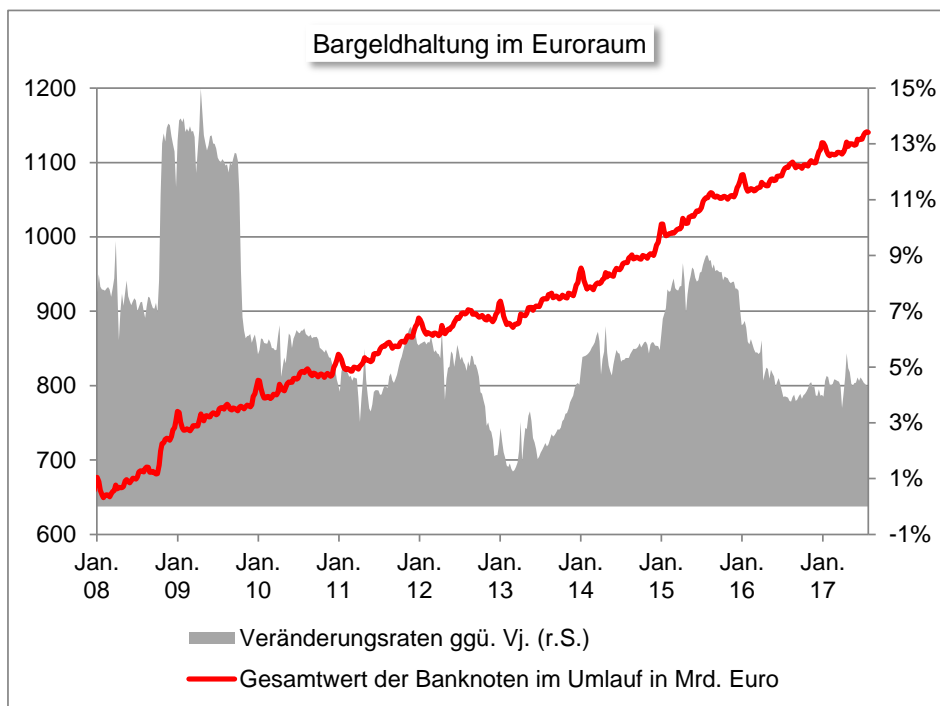
US-Aktien haben trotz der relativen Schwäche der US-Wirtschaft und der US-Politik bislang ein hervorragendes Jahr gehabt. Dies ist vor allem auf die gute Entwicklung der Weltwirtschaft zurückzuführen. Unternehmen, die ihre Umsätze mehrheitlich im Ausland generieren, können eine besonders positive Gewinnentwicklung verzeichnen – auch dank des schwachen US-Dollar. Im Dow Jones 30 haben die Aktien von Boeing, Apple und McDonalds den größten Anteil daran, dass der Index gerade die Marke von 22.000 Punkten überschritten hat. Ein moderates Wachstum in den USA mit zugleich niedrigen Inflationsraten sollte dazu führen, dass Aktien auch in der nächsten Zeit die für Anleger aussichtsreichste Anlageform bleiben werden. Trump wäre nicht Trump, wenn er sich nicht auch die diesjährige Aktienmarktrallye auf die eigenen Fahnen schreiben würde. So twitterte er gerade: „Stock Market could hit all-time high (again) 22,000 today. Was 18,000 only 6 months ago on Election Day. Mainstream media seldom mentions!“. Im vergangenen September hörte sich dies noch ganz anders an: „The only thing that looks good is the stock market, but if you raise interest rates even a little bit, that’s going to come crashing down. We are in a big fat ugly bubble. And we better be awfully careful.“ Mittlerweile hat die Fed die Zinsen erhöht, ohne dass die vermeintliche Aktienblase geplatzt ist. Vielleicht kein Wunder, dass die Nutzerzahlen von Twitter nur stagnieren.

Wochenausblick für die Zeit vom 7. August bis 11. August 2017

	Mrz.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Veröffentlichung
D: Industrieproduktion, m/m	0,2%	0,7%	1,2%	0,3%			7. August
D: Industrieproduktion, y/y	2,1%	2,6%	4,9%	3,8%			7. August
D: Exporte, m/m	0,4%	0,9%	1,5%	0,2%			8. August
D: Exporte, y/y	4,7%	5,7%	8,7%	9,1%			8. August
D: Importe, m/m	2,0%	1,2%	1,3%	0,4%			8. August
D: Importe, y/y	10,6%	11,5%	12,8%	12,4%			8. August
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,2%	0,0%	-0,2%	0,2%	0,4%		11. August
D: Konsumentenpreise, y/y - final	1,6%	2,0%	1,5%	1,6%	1,7%		11. August
D: Kerninflation, m/m - final	0,6%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,2%		11. August
D: Kerninflation, y/y - final	1,1%	1,6%	1,3%	1,6%	1,4%		11. August
E-19: Sentix	20,7	24,0	27,4	28,4	28,3	28,5	7. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Bargeldhaltung als Indikator für Systemrisiken



Das Volumen der Banknoten im Umlauf ist in der Eurozone in den vergangenen Jahren kräftig und überproportional über das nominale Bruttoinlandsprodukt hinaus gewachsen. Dahinter stecken im Wesentlichen zwei Gründe. Zum einen die niedrigen Zinsen, die die zinslose Bargeldhaltung weniger „teuer“ machen. Zum anderen die Angst der Bevölkerung vor einem Zusammenbruch des Bankensystems. Während der erste Faktor eine schleichend höhere Bargeldhaltung begründen kann, erklärt der zweite Faktor die plötzlichen Anstiege in bestimmten Phasen. Besonders auffällig ist der Sprung im Oktober des Jahres 2008, der in einem direkten Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise stehen dürfte. In der europäi-

schen Schuldenkrise 2011/2012 waren die Zuwachsraten noch überschaubar, aber dafür hat die Griechenlandkrise im Jahr 2015, als im ganzen Land Bargeldknappheit herrschte, weil von den Geldautomaten nur kleine Summen abgehoben werden konnten, das Sicherheitsbedürfnis nach der Notreserve „unter dem Kopfkissen“ wieder erhöht. Die Bargeldhaltung kann insofern ein wichtiger Signalgeber „direkt von der Straße“ für das Risiko von Banken- und Systemkrisen sein. Wir beobachten diese und ähnliche Entwicklungen kontinuierlich und berücksichtigen sie bei den Anlageentscheidungen

	Stand	Veränderung zum			
	03.08.2017 18:19	27.07.2017 -1 Woche	30.06.2017 -1 Monat	02.05.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	22014	1,0%	3,1%	5,1%	11,4%
S&P 500	2472	-0,1%	2,0%	3,4%	10,4%
Nasdaq	6363	-0,3%	3,6%	4,4%	18,2%
DAX	12155	-0,5%	-1,4%	-2,8%	5,9%
MDAX	24778	-0,3%	1,3%	-0,2%	11,7%
TecDAX	2259	-1,1%	3,2%	6,3%	24,7%
EuroStoxx 50	3466	-0,8%	0,7%	-3,1%	5,3%
Stoxx 50	3092	-1,0%	-1,0%	-3,3%	2,7%
SMI (Swiss Market Index)	9137	1,3%	2,6%	3,0%	11,2%
FTSE 100	7475	0,4%	2,2%	3,1%	4,6%
Nikkei 225	20080	0,0%	0,2%	3,3%	5,1%
Brasilien BOVESPA	66885	2,5%	6,3%	0,2%	11,1%
Russland RTS	1029	-0,1%	2,8%	-8,1%	-10,7%
Indien BSE 30	32238	-0,4%	4,3%	7,7%	21,1%
China Shanghai Composite	3273	0,7%	2,5%	4,1%	5,5%
MSCI Welt (in €)	1970	-1,2%	-1,2%	-4,0%	-0,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1070	-1,4%	1,7%	-0,5%	10,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,40	117	153	171	-75
Bobl-Future	132,41	31	71	64	-122
Schatz-Future	112,11	5	26	-10	-19
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	0	-2	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,31	0	1	14	31
Fed Funds Future, Dez 2017	1,22	0	-4	0	0
10-jährige US Treasuries	2,24	-7	-7	-6	-21
10-jährige Bunds	0,45	-2	-2	13	34
10-jährige Staatsanl. Japan	0,07	0	-2	5	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,04	-7	-2	9	16
US Treas 10Y Performance	582,52	0,4%	0,6%	0,8%	2,3%
Bund 10Y Performance	605,86	0,5%	0,6%	-0,8%	-1,1%
REX Performance Index	481,46	0,1%	0,2%	-0,5%	-0,8%
IBOXX AA, €	0,75	-5	-16	5	8
IBOXX BBB, €	1,28	-4	-16	-11	-22
ML US High Yield	5,96	3	-14	-11	-50
JPM EMBI+, Index	826	0,3%	0,7%	0,8%	7,0%
Wandelanleihen Exane 25	7186	0,0%	0,4%	0,1%	3,9%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	410,04	0,3%	2,0%	0,0%	-2,5%
MG Base Metal Index	313,64	-0,6%	4,1%	5,8%	12,1%
Rohöl Brent	52,73	2,7%	10,3%	3,0%	-7,0%
Gold	1268,74	0,7%	2,0%	1,1%	9,6%
Silber	16,72	0,8%	0,5%	-0,7%	4,2%
Aluminium	1902,75	-0,7%	-0,6%	-1,0%	11,7%
Kupfer	6322,25	0,4%	6,7%	9,6%	14,5%
Eisenerz	73,00	4,3%	15,0%	5,0%	-8,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	993	5,4%	10,2%	-7,5%	3,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1876	1,6%	4,1%	8,8%	12,7%
EUR/ GBP	0,9037	1,4%	2,9%	7,1%	5,9%
EUR/ JPY	130,74	0,3%	2,3%	6,7%	5,9%
EUR/ CHF	1,1513	2,5%	5,3%	6,1%	7,2%
USD/ CNY	6,7150	-0,4%	-1,0%	-2,7%	-3,4%
USD/ JPY	110,74	-0,5%	-1,5%	-1,1%	-5,3%
USD/ GBP	0,7613	-0,4%	-1,1%	-1,6%	-5,9%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.