



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

7. Juni 2018

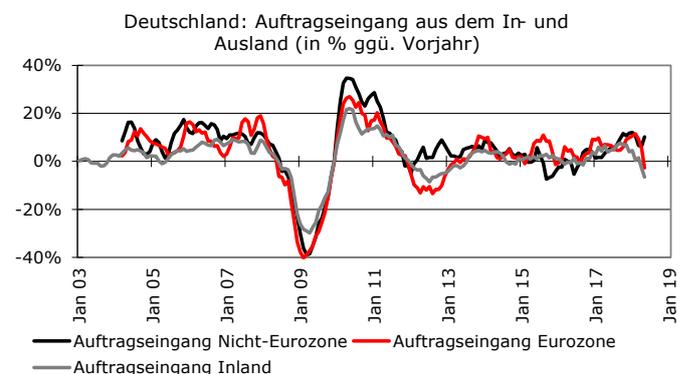
US-Wirtschaft läuft rund – konjunkturelle Durstrecke in der Eurozone hält an

Die Erwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung in diesem Jahr waren hoch: Nachdem sich die Weltwirtschaft 2017 deutlich besser als erwartet entwickelte und auch die diversen politischen Unsicherheiten keine negativen Auswirkungen hatten, gingen fast alle Konjunkturbeobachter davon aus, dass sich die wirtschaftliche Dynamik in diesem Jahr in allen Regionen nochmals leicht beschleunigen würde. Doch nachdem nun mehr als fünf Monate vergangen sind, ergibt sich ein anderes Bild.

In der Eurozone wurde 2017 das stärkste Wachstum seit dem Jahr 2007 verzeichnet. Erstmals seit der Finanz- und Wirtschaftskrise nahm die reale Wirtschaftsleistung in allen Mitgliedsländern zu, wobei Länder wie die Niederlande, Österreich, Spanien und Deutschland besonders hohe Wachstumsraten verzeichneten. Ursache dieser positiven Entwicklung waren zum einen die Exporte, die im vergangenen Jahr um mehr als fünf Prozent wuchsen, und zum anderen die Investitionen, die um mehr als drei Prozent ausgeweitet wurden. Doch Anfang dieses Jahres kam Sand ins Getriebe des Konjunkturmotors. Sah es zunächst danach aus, als ob es sich nur um eine temporäre Konjunkturabschwächung handelt, die auf Sonderfaktoren wie Streiks, das Wetter oder krankheitsbedingte Produktionsausfälle beruht, ist bis zuletzt leider keine Besserung festzustellen. So zeigen fast alle wichtigen Frühindikatoren weiterhin nach unten.

Dies veranlasst uns dazu, die Wachstumsprognose für die Eurozone von bislang 2,4 Prozent auf 2,1 Prozent nach unten zu revidieren. Noch deutlicher fällt die Revision für Deutschland aus: Für 2018 erwarten wir nun eine Zunahme des realen Bruttoinlandsproduktes von

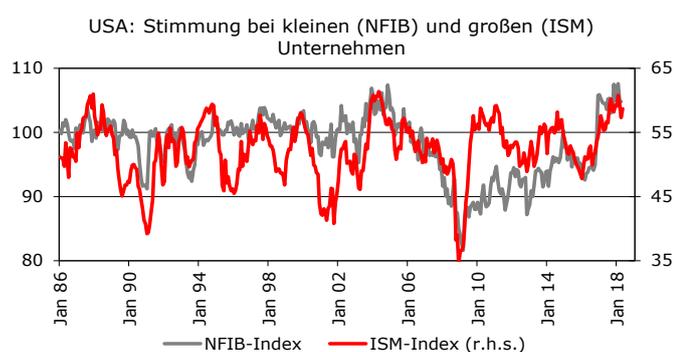
nur noch 2,2 statt von 2,7 Prozent. Die Gründe für diese schwächere Entwicklung sind zum einen auf externe Faktoren zurückzuführen, zum anderen sind die Probleme aber auch hausgemacht. So dürfte die Gefahr eines Handelskrieges mit dem wichtigsten Handelspartner USA den Optimismus und die Investitionsbereitschaft der Unternehmen in der letzten Zeit gebremst haben. Dies zeigt sich an den zuletzt rückläufigen Aufträgen für inländische Investitionsgüterhersteller. Hinzu kommt die Aufwertung des Euro, die zu Gegenwind bei den Ausfuhren führt. Es zeigt sich allerdings, dass zuletzt vor allem die Bestellungen aus der Eurozone deutlich gesunken sind, während der Ordereingang aus den Ländern außerhalb der Eurozone vergleichsweise stabil geblieben ist.



Der Druck, den Donald Trump auf die Handelspartner der USA ausübt, dürfte solange anhalten, bis diese zu Konzessionen bereit sind. Auch wenn wir eine Einigung nach wie vor für wahrscheinlich halten, wird es viel Entgegenkommen und Zeit benötigen, bis eine Lösung erreicht werden kann. Da zudem die politischen Unsi-

cherheiten in Italien zugenommen haben, könnten sich auch diese negativ auf die Zuversicht der Unternehmen in der Eurozone auswirken. Eine schnelle konjunkturelle Erholung in Deutschland und der Eurozone wird von daher unwahrscheinlicher. Zu den selbst gemachten Problemen gehört vor allem der Umgang mit der Dieselkrise. So sind die Absatzzahlen für Diesel-PKW und -SUVs in Deutschland in den vergangenen Monaten eingebrochen. Da Neuwagen ab dem 1. September nur noch dann verkauft werden dürfen, wenn sie einen neuen Abgastest bestanden haben, wird es in den nächsten Monaten zu Produktionsausfällen bei den Automobilherstellern kommen. Denn die neuen Messungen sind wesentlich komplexer und aufwendiger, sodass es mehr Zeit in Anspruch nehmen wird, bis die notwendigen Zulassungen erteilt werden.

All diese Problem kennt die US-Wirtschaft nicht. Nach einem vergleichsweise schwachen Start in das Jahr 2018, haben sich zuletzt fast alle wichtigen Wirtschaftsdaten verbessert. Frühindikatoren, wie das Konsumentenvertrauen, Einkaufsmanagerindizes aus dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor oder die Stimmung unter Kleinunternehmen befinden sich auf oder in der Nähe historischer Höchststände. Nicht zuletzt die US-Steuerreform sorgt für gute Stimmung und vollere Kassen, hinzu kommen weitere expansive fiskalpolitische Maßnahmen.



Von daher gehen wir davon aus, dass die Unternehmen in der nächsten Zeit mehr investieren werden, zumal die Kapazitätsauslastung relativ hoch ist. Zugleich herrscht nahezu Vollbeschäftigung, und die Unternehmen schaffen erstmals mehr neue Jobs als es Arbeitssuchende gibt. Der private Verbrauch, der im ersten Quartal 2018 nur geringfügig zunahm, wird in den nächsten Quartalen wieder einen deutlich stärkeren Beitrag zum Wirtschaftswachstum liefern. Darüber hinaus entwickelt sich selbst der Außenhandel für US-Verhältnisse prächtig. Dies hat nichts mit den angedrohten bzw. schon erhobe-

nen Zöllen zu tun, sondern damit, dass der schwache US-Dollar die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der USA verbessert hat. Zudem produzieren und exportieren die USA so viel Öl wie niemals zuvor. Diese günstigen Rahmenbedingungen werden unseres Erachtens noch eine ganze Zeit anhalten, sodass wir unsere Wachstumsprognose für die USA für das Jahr 2018 von bislang 2,6 Prozent auf 3,0 Prozent nach oben revidieren.

Für Aktienanleger bedeutet diese Konstellation nicht, europäischen Aktien grundsätzlich den Rücken zu kehren. Auch wenn sich die politischen und wirtschaftlichen Nachrichten aus der Eurozone verschlechtert haben, ist der wirtschaftliche Aufschwung weiter intakt. Weniger Wachstumsdynamik bedeutet nicht, dass ein starker Abschwung oder gar eine neue Rezession zu erwarten ist. Nur in diesem Fall würden wir zu einer deutlichen Reduzierung der Aktienquote raten. Während die Konjunkturdaten Aktien aus der Eurozone unattraktiver erscheinen lassen, sprechen die Bewertung und vor allem die weiterhin aufwärts gerichteten Gewinnerwartungen für sie. Dennoch sollte man unseres Erachtens nach der aktuellen Situation Rechnung tragen, in dem man sich stärker in den USA engagiert und die Investitionsquote in der Eurozone etwas reduziert. Sollte die EZB auf ihrer nächsten Sitzung das Ende ihrer Anleihekäufe verkünden, könnten Aktien aus der Eurozone zusätzlich unter Druck geraten.

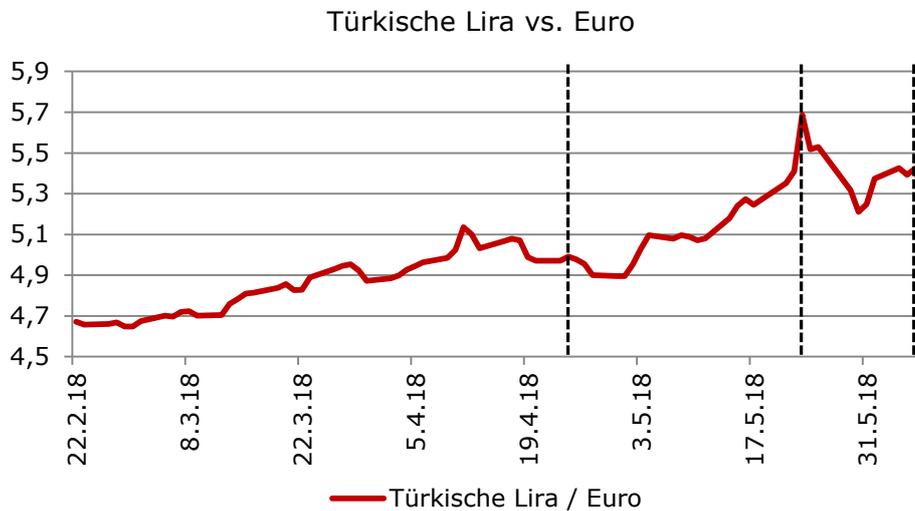
Denn der wichtigste singuläre Einflussfaktor für die Aktienkursentwicklung sind die Unternehmensgewinne. Diese steigen normalerweise an, solange es zu keiner Rezession kommt. Unter Volkswirten ist es zuletzt ein Sport geworden, die nächste US-Rezession vorherzusagen. Wir gehen davon aus, dass es weder in diesem, noch im nächsten Jahr dazu kommen wird. 2020 ist noch zu weit entfernt, um jetzt schon eine seriöse Aussage treffen zu können. In diesem Jahr werden die Gewinne der Unternehmen in S&P 500 um rund 20 Prozent steigen, für nächstes Jahr wird ein weiteres Plus von zehn Prozent erwartet. Für die Firmen im DAX- bzw. Euro Stoxx 50 belaufen sich die erwarteten Steigerungsraten dagegen auf jeweils rund acht Prozent für die nächsten beiden Jahre. Sollten sich die Wirtschaftsdaten in der Eurozone nicht bald wieder verbessern, besteht das Risiko, dass sich diese Prognosen als zu optimistisch erweisen. Dagegen könnten die Schätzungen für die US-Gewinne sogar immer noch zu konservativ sein, wenn sich das Wirtschaftswachstum so deutlich verbessert, wie wir es erwarten.

Wochenausblick für die Zeit vom 11. Juni bis 15. Juni 2018

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	20,4	17,8	5,1	-8,2	-8,2	-9,0	12. Juni
D: ZEW Lageeinschätzung	95,2	92,3	90,7	87,9	87,4	85,5	12. Juni
D: Konsumentenpreise, m/m - final	-0,7%	0,5%	0,4%	0,0%	0,5%		14. Juni
D: Konsumentenpreise, y/y- final	1,6%	1,4%	1,6%	1,6%	2,2%		14. Juni
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,6%	-0,9%	0,5%	0,3%			13. Juni
E-19: Industrieproduktion, y/y	4,1%	2,7%	3,0%	3,2%			13. Juni
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,3%	1,1%	1,3%	1,2%	1,9%		15. Juni
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	1,0%	1,0%	1,0%	0,7%	1,1%		15. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Notenbank stützt türkische Lira



Für die meisten Volkswirte ist der Zusammenhang klar: niedrige Zinsen führen zu höherer Inflation und hohe Zinsen zu einer niedrigeren Inflation. Kein Notenbanker der Europäischen Zentralbank oder der Federal Reserve zweifelt an diesem Zusammenhang. Wohl aber der jetzige türkische Präsident Recep Erdogan. Laut seines Lebenslaufes hat er zwar in Istanbul Wirtschaftswissenschaften studiert; verschiedene Indizien sowie sein Verständnis von Notenbankpolitik nähren jedoch Zweifel an diesen Angaben. So geht Erdogan entgegen aller Empirie davon aus, dass niedrigere Zinsen die Inflation senken. Aus diesem Irrglauben leitet sich auch seine Forderung nach Leitzinssenkungen in der Türkei ab, schließlich ist die Türkische Zentralbank deutlich von ihrem Inflationsziel von fünf Prozent entfernt: Nach jüngsten Daten, die am Montag veröffentlicht wurden, lag die Inflation im Mai bei hochgerechnet über 12 Prozent und damit auf dem höchsten Wert seit über 15 Jahren – bei steigender Tendenz. Entsprechend ungehalten haben zuvor auch die Märkte auf Äußerungen von Erdogan reagiert, mehr in die Notenbankpolitik

eingzugreifen. Abzulesen ist dies am schwachen Wechselkurs, der bereits durch Leistungsbilanzdefizit und Inflation kräftig abwertete. Zum Glück für die Türkei scheint die Unabhängigkeit der Notenbank jedoch (noch) nicht verloren zu sein. Dafür sprechen die Erhöhungen des Leitzinses, die der Notenbankgouverneur durchsetzen konnte: Während Ende April der Leitzins noch zaghaft von 12,75 auf 13,50 Prozent angehoben wurde, kam es am 23. Mai zu einer deutlicheren Anhebung des Zinses um drei Prozentpunkte. Nun folgte heute eine erneute Anhebung der Leitzinsen um 1,25 Prozentpunkte auf 17,75 Prozent. Damit einher ging auch die gewünschte Aufwertung der Lira. Wie lange diese jedoch anhält bleibt vor dem Hintergrund der am 24. Juni erfolgenden Parlamentswahlen ungewiss. Schließlich könnte Erdogan mit seinen ggf. neu erlangten Befugnissen auch den Einfluss auf die Notenbank ausbauen.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	07.06.2018 17:29	31.05.2018 -1 Woche	04.05.2018 -1 Monat	06.03.2018 -3 Monate	06.06.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	25276	3,5%	4,2%	1,6%	19,6%	2,3%
S&P 500	2775	2,6%	4,2%	1,7%	14,2%	3,8%
Nasdaq	7689	3,3%	6,7%	4,3%	22,5%	11,4%
DAX	12812	1,6%	-0,1%	5,8%	1,0%	-0,8%
MDAX	26708	1,4%	1,2%	3,8%	4,9%	1,9%
TecDAX	2818	1,1%	4,5%	9,7%	22,0%	11,4%
EuroStoxx 50	3465	1,7%	-2,4%	3,2%	-2,5%	-1,1%
Stoxx 50	3068	0,6%	-0,9%	3,4%	-4,5%	-3,5%
SMI (Swiss Market Index)	8552	1,1%	-3,9%	-2,4%	-4,0%	-8,8%
FTSE 100	7722	0,6%	2,0%	8,0%	2,6%	0,4%
Nikkei 225	22823	2,8%	1,6%	6,6%	14,2%	0,3%
Brasilien BOVESPA	73978	-3,6%	-11,0%	-13,6%	17,5%	-3,2%
Russland RTS	1175	1,0%	2,5%	-8,3%	12,8%	1,8%
Indien BSE 30	35463	0,4%	1,6%	6,4%	13,7%	4,1%
China Shanghai Composite	3109	0,4%	0,6%	-5,5%	0,2%	-6,0%
MSCI Welt (in €)	2137	1,0%	3,5%	5,9%	5,6%	3,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1150	1,5%	2,5%	1,1%	7,8%	0,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	100	406	389	22	146
Bobl-Future	131,08	-145	-4	10	-126	-53
Schatz-Future	111,96	-22	5	-4	-34	-1
3 Monats Euribor	-0,32	0	1	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,27	-2	4	0	-12	0
3 Monats \$ Libor	2,32	0	-5	27	110	63
Fed Funds Future, Dez 2018	2,16	6	-3	7	69	0
10-jährige US Treasuries	2,96	11	1	8	82	55
10-jährige Bunds	0,49	15	-5	-18	24	7
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	2	2	2	2	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,05	12	4	0	24	18
US Treas 10Y Performance	557,81	-1,3%	-0,3%	-0,4%	-4,8%	-4,1%
Bund 10Y Performance	609,64	-1,1%	0,8%	2,2%	-0,4%	0,4%
REX Performance Index	481,13	-0,6%	0,2%	0,7%	-0,7%	0,1%
IBOXX AA, €	0,88	11	8	11	16	21
IBOXX BBB, €	1,63	6	18	24	32	40
ML US High Yield	6,51	-5	-1	4	54	36
JPM EMBI+, Index	791	-0,3%	-0,5%	-2,9%	-4,8%	-5,4%
Wandelanleihen Exane 25	7440	0,0%	0,0%	2,5%	2,6%	0,6%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	446,27	0,0%	0,0%	0,2%	2,5%	3,2%
MG Base Metal Index	365,54	3,2%	4,9%	3,4%	27,9%	1,9%
Rohöl Brent	76,92	-0,9%	3,5%	17,5%	56,1%	15,5%
Gold	1297,81	-0,3%	-1,0%	-3,0%	0,2%	-0,4%
Silber	16,74	1,4%	1,7%	-0,6%	-5,5%	-1,6%
Aluminium	2342,00	2,3%	-1,2%	10,0%	23,4%	3,8%
Kupfer	7211,25	5,4%	6,2%	3,5%	29,1%	0,1%
Eisenerz	65,17	-1,2%	-2,7%	-13,7%	17,1%	-8,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1340	22,9%	-3,2%	10,6%	63,8%	-1,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1824	1,1%	-1,2%	-4,7%	5,0%	-1,4%
EUR/ GBP	0,8803	0,3%	-0,3%	-1,4%	0,8%	-0,8%
EUR/ JPY	130,02	2,6%	-0,3%	-1,4%	5,6%	-3,7%
EUR/ CHF	1,1610	0,8%	-2,8%	-0,1%	7,0%	-0,8%
USD/ CNY	6,3890	-0,4%	0,4%	0,9%	-6,0%	-1,8%
USD/ JPY	110,18	1,2%	1,0%	3,8%	0,7%	-2,2%
USD/ GBP	0,7447	-0,9%	0,7%	3,4%	-4,0%	0,7%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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 Veröffentlichungen des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.