



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

19. Juli 2018

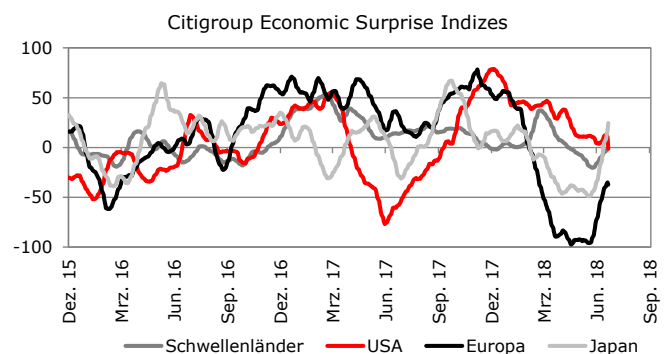
### Ein nachhaltiger Abschwung ist noch nicht in Sicht

Die Konjunktur- und Kapitalmarktentwicklung bot in diesem Jahr bislang wenig Licht und viel Schatten. Das gilt vor allem für Europa, aber auch in Japan und in einigen Schwellenländern waren die Wirtschaftsdaten und dementsprechend auch die Kursreaktionen an den Aktienmärkten vergleichsweise negativ. Entscheidend für den Anleger ist nun die Frage, ob sich dieser Trend fortsetzt oder ob die Konjunktur wieder Tritt fassen wird.

Der Internationale Währungsfonds hat in seinem in dieser Woche veröffentlichten Update seines World Economic Outlook darauf hingewiesen, dass die wirtschaftlichen Risiken aufgrund der von US-Präsident Trump angezeigten Handelsstreitigkeiten zugenommen haben und sich der konjunkturelle Aufschwung mittlerweile weniger gleichmäßig auf die verschiedenen Regionen verteilt. Die gute Nachricht ist aber, dass der IWF seine Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft von 3,9 Prozent in diesem und im nächsten Jahr nicht nach unten korrigiert hat.

Dies gilt jedoch nicht für die Eurozone, für die der Währungsfonds für 2018 nun ein etwas geringeres Wachstum von 2,2 Prozent erwartet. Angesichts der schwachen Konjunkturdaten seit Jahresbeginn haben wir unsere Wachstumsprognose schon Anfang Juni sogar noch etwas stärker auf 2,1 Prozent nach unten revidiert. Sah es im ersten Quartal noch danach aus, als ob in erster Linie Sonderfaktoren, wie das Wetter, Streiks und ein hoher Krankenstand, für das geringere Wirtschaftswachstum verantwortlich waren, hat sich das Wachstumstempo auch in der Folgezeit nicht grundsätzlich verbessert. Die wichtigsten konjunkturellen Frühin-

dikatoren deuten aber darauf hin, dass zumindest die Abwärtsdynamik nachgelassen hat. Eine wirkliche Trendwende zum Besseren ist bislang aber noch nicht zu erkennen. Positiv festzuhalten bleibt aber, dass sich die so genannten Economic Surprise Indizes seit rund vier Wochen deutlich verbessert haben. Dies gilt nicht allein für die Eurozone, sondern für fast alle Regionen. Rückschlüsse für die konjunkturelle Dynamik können daraus aber nicht abgeleitet werden, da diese Indikatoren nur messen, wie sich die tatsächlichen Wirtschaftsdaten im Vergleich zu den Erwartungen entwickeln.



Dennoch gibt es nicht nur enttäuschende Entwicklungen. In den USA beispielsweise brummt die Wirtschaft: Die auf das Jahr hochgerechnete Wachstumsrate dürfte im zweiten Quartal zwischen vier und fünf Prozent gelegen haben. Vor allem der Konsum, aber auch die Investitionen und die Exporte haben sich in den vergangenen Monaten hervorragend entwickelt. Da die Arbeitslosigkeit gering ist und sowohl die Privathaushalte als auch die Unternehmen mehr Geld zur Verfügung haben, dürfte das Wirtschaftswachstum auch in der nächsten Zeit überdurchschnittlich hoch ausfallen. Unsere erst

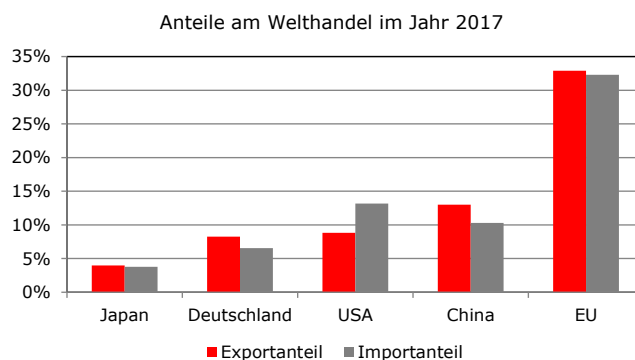
jüngst auf drei Prozent angehobene Wachstumsprognose könnte sich damit immer noch als zu vorsichtig erweisen, ebenso wie die Einschätzung des IWF (2,9 Prozent). Das Wachstum in China hat sich zuletzt zwar etwas abgeschwächt, mit 6,7 Prozent blieb es aber sehr solide. Wie üblich erwarten fast alle Volkswirte, dass sich das Wirtschaftswachstum weiter verlangsamen wird, nicht zuletzt weil gerade China im Mittelpunkt der US-Handelspolitik steht.

Die große Unbekannte bei der Prognose des zukünftigen wirtschaftlichen Wachstums – und damit auch der Entwicklung an den Aktienmärkten – ist die Frage, ob die Weltwirtschaft tatsächlich auf einen Handelskrieg zusteuert. Die Risiken für ein solches Szenario sind zuletzt zwar nicht geringer geworden, wir gehen aber davon aus, dass auch die US-Administration kein Interesse an einer Eskalation des Zollstreits mit Europa und China hat. Gegenüber Europa sind vor allem mögliche Einfuhrzölle auf Autos ein entscheidendes Druckmittel. Am 25. Juli wird EU-Kommissionspräsident Juncker zu Gesprächen in die USA reisen. Wir haben schon vor einigen Wochen vorgeschlagen, dass die EU den USA die vollständige Abschaffung der Importzölle auf US-Automobile anbieten sollte. Dies dürfte Trumps Ansinnen nach einem publikumswirksamen „Deal“ entgegenkommen und zu einer nachhaltigen Entspannung im Handelsstreit führen.

Ob Juncker ein solches Angebot im Gepäck haben wird, darüber lässt sich aber im Moment nur spekulieren. Sollte dies der Fall sein könnte dies zu einem Abebben der wirtschaftlichen Unsicherheiten führen, die vermutlich hauptsächlich für die schwächeren Wirtschaftsdaten in Europa und in anderen Ländern in diesem Jahr verantwortlich sind. Vor allem Deutschland könnte von einer solchen Entspannung profitieren, zumal es zuletzt wieder eine Reihe ermutigender Konjunkturdaten gegeben hat. Denn sowohl die Auftragseingänge, als auch die Industrieproduktion und die Exporte verzeichneten im Mai die stärksten Zuwachsraten in diesem Jahr.

Sollte es zu einem Ende des Handelsstreits mit den USA kommen, könnte dies den Weg für eine Konjunkturerholung in der Eurozone und in Deutschland im weiteren Jahresverlauf sowie im Jahr 2019 bereiten. Zusätzlich sollte sich auszahlen, dass die EU sich verstärkt darum bemüht, weitere Handelsabkommen mit anderen Ländern abzuschließen. In dieser Woche wurden beispielsweise die Verträge für eine Freihandelszone zwischen der EU und Japan unterschrieben. Jefta soll Anfang 2019 in Kraft treten und so gut wie alle Zölle zwischen

Japan und der EU beseitigen. Beide Wirtschaftsräume zusammen stehen für gut 30 Prozent des globalen Handels, sodass mit einem Schlag die größte Freihandelszone der Welt entsteht. Neben der Abschaffung von Zöllen (die europäischen Exporteure werden um rund eine Milliarde Euro an Einfuhrzöllen entlastet) geht es auch um die Harmonisierung bestimmter Umwelt- und Produktstandards sowie um die Beseitigung anderer nicht-tarifärer Handelshemmnisse. Die EU erwartet, dass sich die europäischen Ausfuhren landwirtschaftlicher Produkte nach Japan um bis zu 180 Prozent erhöhen können (u.a. zu Lasten der USA), bei chemischen Erzeugnissen wird mit einem Exportzuwachs von gut 20 Prozent und im Maschinenbau mit einem Plus von rund 15 Prozent gerechnet. Darüber hinaus hat die EU im April ein neues Freihandelsabkommen mit Mexiko ausgehandelt sowie im letzten Monat damit begonnen, Gespräche mit Australien und Neuseeland zu führen. Und auch mit den Mercosur-Ländern Südamerikas könnte in absehbarer Zeit ein neues Handelsabkommen geschlossen werden.



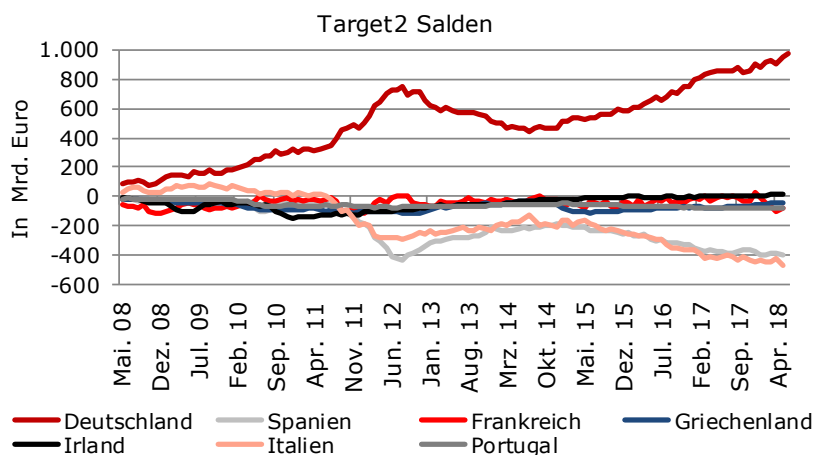
Bleibt der im Moment von vielen befürchtete Handelskrieg aus, der sicherlich als Vorbote eines schwächeren Wachstums gewertet werden müsste, könnte es also sogar zu einer erneuten Wachstumsbeschleunigung kommen. Denn die grundsätzlichen Rahmenbedingungen für die Wirtschaft sind nach wie vor in Ordnung. In der Vergangenheit wurden starke Abschwünge oder gar Rezessionen im Normalfall durch eine zu restriktive Geldpolitik der Notenbanken oder durch stark steigende Rohstoffpreise ausgelöst. Im Moment spielt jedoch weder der eine, noch der andere Faktor eine entscheidende Rolle. Insofern kommt ein Abgang auf den wirtschaftlichen Aufschwung unseres Erachtens nach zu früh. Natürlich ist nicht auszuschließen, dass der Handelskonflikt mit den USA kein gutes Ende nimmt. Dann werden auch die neuen Handelsabkommen der EU mit anderen Partnern die entstehenden Ausfälle mit den USA nicht vollständig kompensieren können. Doch noch ist das letzte Wort nicht gesprochen.

## Wochenausblick für die Zeit vom 23. Juli bis 27. Juli 2018

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	58,2	58,1	56,9	56,9	55,9	56,2	24. Juli
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	53,9	53,0	52,1	52,1	54,5	54,7	24. Juli
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	103,4	102,2	102,3	101,8	102,0		25. Juli
D: Ifo-Geschäftserwartungen	100,1	98,7	98,6	98,6	98,8		25. Juli
D: Ifo-Lageeinschätzung	106,8	105,8	106,1	105,1	105,5		25. Juli
D: GfK Konsumklima	10,8	10,9	10,8	10,7	10,7	10,8	26. Juli
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	0,1	0,3	0,2	-0,5	-0,2		23. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	56,6	56,2	55,5	55,5	54,9	55,2	24. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	54,9	54,7	53,8	53,8	55,2	55,5	24. Juli
E-19: M3, y/y	3,7%	3,9%	4,0%	4,0%			25. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Target-Saldo nahe der Billionen Marke



Über das europäische Zahlungsverkehrssystem Target2 werden im Euroraum grenzüberschreitende Zahlungen abgewickelt, die zwischen den Notenbanken der jeweiligen Länder fließen. Ein Positivsaldo eines Landes bedeutet dabei, dass innerhalb der Eurozone netto Geld in das Land fließt. Ein Positivsaldo ist auch gleichbedeutend mit einer Forderung gegenüber dem Eurosystem. Es gibt verschiedene Gründe, die zu Target-Salden führen können. Dazu zählen etwa Handelsströme oder auch Kapitalflucht. So sind in der europäischen Schuldenkrise die Target-Salden Deutschlands massiv angestiegen, da Anleger aus damaligen Krisenländern wie Spanien, Griechenland und Italien Kapitalanlagen abzogen und einen sicheren Hafen für ihr Geld suchten. Damit wurden die Target-Salden auch zu einem beliebten Krisenbarometer. Ende Juni hat der deutsche Saldo nun mit Euro 976 Mrd. fast die Billionengrenze und damit einen neuen Höchststand erreicht. Aber ist die Ursache wieder Kapitalflucht, etwa in Zusammenhang mit der

neuen italienischen Regierung? Zwar sind die Verbindlichkeiten Italiens seit der Regierungskrise im Mai angestiegen, während die deutschen Forderungen zugenommen haben, aber dieses Bild zeigt sich schon seit 2015 – dem Beginn des Anleihekaufprogramm (APP) der EZB. Und hier liegt auch ein wichtiger technischer Grund für den gestiegenen deutschen Target-Saldo. Verantwortlich dafür ist die Bedeutung des Finanzplatzes Frankfurt. Dies lässt sich am Beispiel Italien zeigen: Im Rahmen des APP werden italienischen Anleihen von der italienischen Zentralbank gekauft. Verkäufer sind dabei häufig europäische Großbanken mit einem Konto bei der Bundesbank in Frankfurt. Durch eine so stattfindende Transaktion über die Bundesbank steigt schon allein aus technischen Gründen der deutsche Target-Saldo. Während also 2012 die Target-Salden noch einen guten Krisenindikator darstellten, sollte die aktuelle Entwicklung nicht überinterpretiert werden.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	19.07.2018	12.07.2018	18.06.2018	18.04.2018	18.07.2017	29.12.2017
<b>Aktienmärkte</b>	17:50	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	25134	0,8%	0,6%	1,6%	16,5%	1,7%
S&P 500	2809	0,4%	1,3%	3,7%	14,1%	5,0%
Nasdaq	7854	0,4%	1,4%	7,7%	23,8%	13,8%
DAX	12686	1,5%	-1,2%	0,8%	2,1%	-1,8%
MDAX	26732	1,6%	-0,1%	2,7%	7,5%	2,0%
TecDAX	2869	1,5%	0,7%	7,6%	25,9%	13,5%
EuroStoxx 50	3471	0,7%	0,1%	-0,6%	-0,2%	-0,9%
Stoxx 50	3098	0,5%	1,1%	1,7%	-1,0%	-2,5%
SMI (Swiss Market Index)	8934	1,3%	4,9%	1,2%	-0,5%	-4,8%
FTSE 100	7688	0,5%	0,7%	5,1%	4,0%	0,0%
Nikkei 225	22765	2,6%	0,4%	2,7%	13,8%	0,0%
Brasilien BOVESPA	76359	0,7%	9,4%	-11,0%	16,9%	-0,1%
Russland RTS	1123	-4,7%	2,0%	-2,8%	8,1%	-2,8%
Indien BSE 30	36351	-0,5%	2,3%	5,9%	14,6%	6,7%
China Shanghai Composite	2773	-2,3%	-8,2%	-10,3%	-13,0%	-16,2%
MSCI Welt (in €)	2142	1,0%	0,9%	7,7%	9,4%	5,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1069	0,4%	-3,3%	-3,0%	1,1%	-4,6%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	163,14	37	199	409	153	146
Bobl-Future	132,20	6	48	119	52	59
Schatz-Future	112,03	0	4	15	6	5
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	-1	-2	0	-20	0
3 Monats \$ Libor	2,35	1	2	-1	104	65
Fed Funds Future, Dez 2018	2,22	2	3	5	73	0
10-jährige US Treasuries	2,86	1	-6	-1	60	45
10-jährige Bunds	0,33	4	-6	-20	-16	-9
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	0	0	1	-3	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,07	0	-4	-12	-7	6
US Treas 10Y Performance	563,94	-0,2%	0,8%	0,2%	-3,1%	-3,0%
Bund 10Y Performance	620,34	0,1%	1,1%	2,5%	3,7%	2,1%
REX Performance Index	485,52	0,1%	0,4%	1,0%	1,2%	1,0%
IBOXX AA, €	0,73	-2	-8	-8	-12	5
IBOXX BBB, €	1,55	-2	0	16	17	32
ML US High Yield	6,59	-4	18	31	59	44
JPM EMBI+, Index	800	0,4%	2,6%	-2,4%	-3,0%	-4,3%
Wandelanleihen Exane 25	7436	0,0%	-0,1%	0,5%	3,4%	0,5%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	431,77	-1,0%	-3,3%	-2,9%	-2,9%	-0,2%
MG Base Metal Index	311,83	-1,6%	-11,9%	-15,0%	2,9%	-13,1%
Rohöl Brent	73,22	-0,2%	-2,0%	0,0%	50,2%	9,9%
Gold	1217,00	-2,4%	-4,8%	-10,0%	-2,0%	-6,6%
Silber	15,49	-3,2%	-6,0%	-10,1%	-4,7%	-8,9%
Aluminium	2053,75	-1,8%	-7,5%	-19,2%	7,8%	-9,0%
Kupfer	6123,50	-1,4%	-12,2%	-12,3%	2,5%	-15,0%
Eisenerz	63,30	0,1%	-3,1%	-2,1%	-3,7%	-11,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1688	3,4%	17,1%	50,2%	81,1%	23,6%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1601	-0,5%	-0,1%	-6,4%	0,4%	-3,3%
EUR/ GBP	0,8931	1,1%	1,8%	2,7%	0,4%	0,6%
EUR/ JPY	131,03	-0,1%	2,2%	-1,3%	1,2%	-2,9%
EUR/ CHF	1,1620	-0,2%	0,6%	-3,0%	5,4%	-0,7%
USD/ CNY	6,7701	1,5%	5,2%	7,9%	0,3%	4,1%
USD/ JPY	112,86	0,3%	2,1%	5,2%	0,7%	0,2%
USD/ GBP	0,7701	1,8%	2,0%	9,6%	0,3%	4,2%

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  
jbottger@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.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.