

Kapitalmarktbericht Euroland

Nr. 6: EWU mit schwachem, Deutschland mit negativem BIP-Wachstum im 3. Quartal

KONJUNKTUR UND GELDPOLITIK: Die europäische Konjunktur kühlt sich seit dem Jahresbeginn ab. Im dritten Quartal lag das BIP-Wachstum in der EWU nur noch bei 0,2%. In Deutschland ging die Wirtschaftsleistung belastet durch Probleme im Automobilsektor und durch niedrigere Nettoexporte sogar zurück. Die EZB signalisiert weiterhin, dass die Anleihekäufe am Jahresende auslaufen sollen. Der von der EZB prognostizierte Anstieg der Kerninflation lässt weiter auf sich warten.

EURO: Der US-Dollar profitierte im Oktober und November von seiner Funktion als Krisenwährung, während der Euro u.a. aufgrund enttäuschender Konjunkturdaten und wegen des Haushaltsstreits zwischen der italienischen Regierung und der Europäischen Kommission unter Druck geriet. Als Konsequenz wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar ab und notiert aktuell bei ca. 1,14 US-Dollar.

RENTENMARKT: Die Rendite von 10-jährigen deutschen Staatsanleihen hat sich seit Anfang Oktober stark rückläufig entwickelt. Diverse politische Spannungsfelder und enttäuschende Konjunkturdaten trugen dazu bei, dass die Rendite innerhalb weniger Wochen um 30 Basispunkte zurückging.

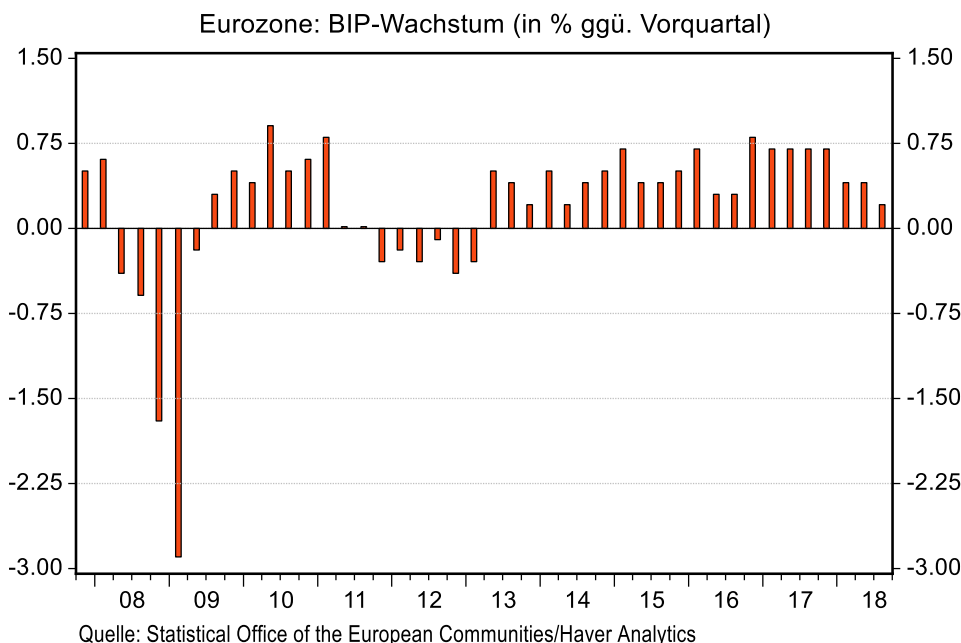
AKTIENMARKT: Europäische Aktienanleger wurden in den vergangenen beiden Monaten mit starken Verlusten konfrontiert. Der Euro Stoxx 50 notiert aktuell im Vergleich zu Anfang Oktober 10,8% niedriger, der Dax sogar 12,4% niedriger. Eine Kombination aus enttäuschenden Konjunkturdaten, nachlassenden Wachstumserwartungen und politischen Spannungen belastete die europäischen Aktienmärkte.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Das Wirtschaftswachstum in der Europäischen Währungsunion (EWU) hat sich weiter abgeschwächt. Im dritten Quartal wuchs das Bruttoinlandsprodukt nur leicht mit 0,2% (gegenüber dem Vorquartal) und damit deutlich schwächer als im zweiten Quartal, als noch eine Wachstumsrate von 0,4% erreicht wurde.

Das EWU-Wirtschaftswachstum schwächte sich im dritten Quartal ab.

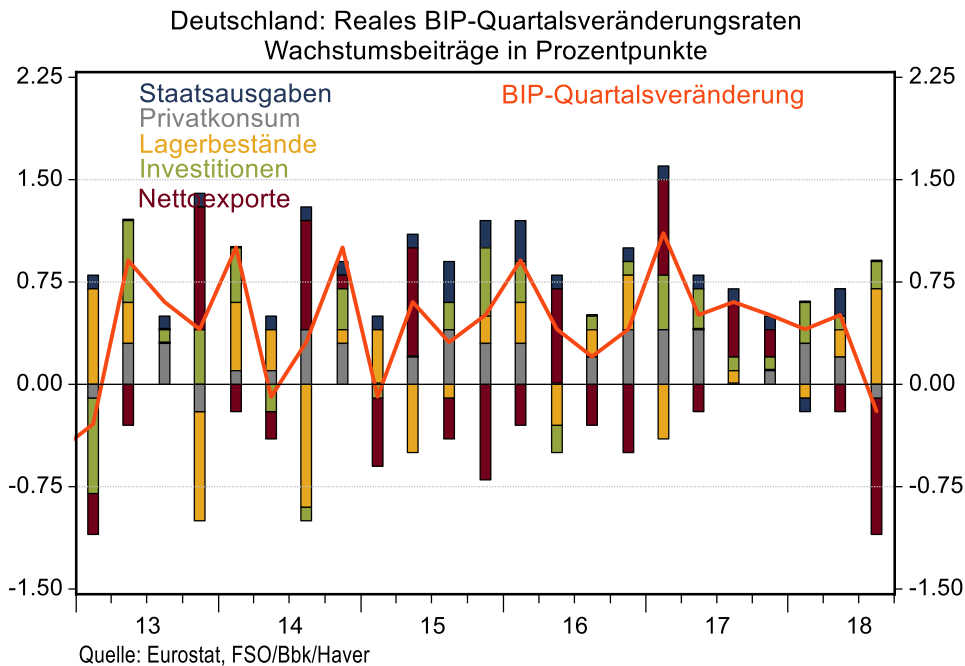


Einen Beitrag zu dieser geringeren Wachstumsrate in der EWU lieferte ein negatives Wachstum in Deutschland. Nachdem sich die deutsche Wirtschaft in den vergangenen Quartalen noch robust zeigte, schrumpfte das reale Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal saison- und kalendertagebereinigt um 0,2% gegenüber dem zweiten Quartal 2018. Besonders belastend für die deutsche Wirtschaft wirkte sich der Außenhandel aus. Für rückläufige Aktivitäten sorgten unter anderem Probleme der deutschen Automobilhersteller mit der Einführung des neuen Abgasprüfverfahren WLTP (Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure). Mehrere Automobilhersteller mussten in diesem Zuge ihre Produktion kürzen und sahen sich Lieferengpässen konfrontiert. Neben den Problemen im Automobilsektor war auch die weltweit geringere Konjunkturdynamik dafür verantwortlich, dass das Auslandsgeschäft deutscher Exporteure im dritten Quartal deutlich zurückging.

In Deutschland schrumpfte das BIP.

Aber nicht nur der Außenhandel bremste das deutsche Wirtschaftswachstum. Daneben fiel der private Verbrauch als wichtige konjunkturelle Triebkraft aus. In den vergangenen Quartalen hatte sich der Privatkonsum als eine wichtige Stütze des Wirtschaftswachstums etabliert. Im dritten Quartal verringerte ein schrumpfender Privatkonsum jedoch die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate. Analysten gehen davon aus, dass die heißen Sommermonate Einfluss auf die Konsumausgaben hatten, denn insbesondere der Handel mit Textilien, Bekleidung und Schuhen ging stark zurück. Negativ wirkten sich zudem (wie auch im Außenhandel) die Probleme des Automobilsektors aus. Positive Impulse rührten im dritten Quartal in Deutschland lediglich von den Investitionen und den Lagerbeständen her.

Besonders die deutschen Nettoexporte und der Privatkonsum entwickelten sich schwach.



Im Einklang mit der Abschwächung der BIP-Wachstumsrate für die EWU und für Deutschland haben sich auch wichtige Stimmungsindikatoren in den vergangenen Monaten abgeschwächt. Besonders deutlich fiel die Abschwächung bei den Einkaufsmanagerindizes aus. Der Index für die Stimmung der Einkaufsmanager im verarbeitenden Gewerbe ist 2018 von einer einzigen Ausnahme abgesehen kontinuierlich gefallen. Im Dienstleistungssektor ist die Stimmung der Einkaufsmanager zwar weniger stark zurückgegangen, doch von der Euphorie des vierten Quartals 2017 ist nichts mehr zu spüren. Neben diesen Indizes, welche die Einschätzung in europäischen Unternehmen widerspiegeln, haben auch die Stimmungsindikatoren, die auf Befragungen unter Verbrauchern basieren, in den vergangenen Monaten nachgegeben. Das Verbrauchervertrauen der Europäischen Kommission tendiert bereits seit Jahresbeginn abwärts und liegt inzwischen deutlich unter dem Mehrjahreshoch vom Januar. Auch wenn die Stimmungsindikatoren sich zuletzt weiter abgeschwächt haben und nun unten den Werten von Anfang 2018 liegen, befinden sie sich weiterhin im expansiven Bereich.

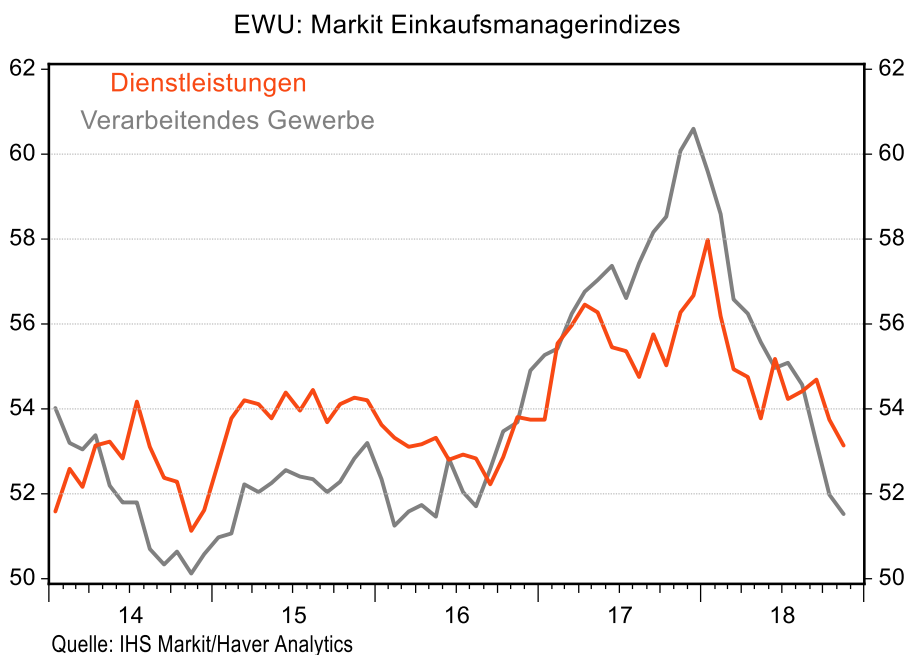
Stimmung trübte sich sowohl in der EWU...

Das Stimmungsbild in Deutschland unterscheidet sich kaum von demjenigen der Eurozone. Auch in Deutschland äußerten sich Wirtschaftsteilnehmer zuletzt weniger optimistisch und auch hierzulange war die Stimmungverschlechterung im verarbeitenden Gewerbe besonders ausgeprägt. Der ifo-Geschäftsklimaindex, der für Deutschland wichtigste Konjunkturfrühindikator, zeigte diese Entwicklung in den vergangenen Monaten sehr deutlich. Im November ist das ifo-Geschäftsklima zum dritten Mal in Folge zurückgegangen und liegt nun bei 102,0 Punkten. Ein Blick auf die Teilindizes zeigt, dass sich im verarbeitenden Gewerbe der seit Jahresbeginn bestehende Abwärtstrend fortsetzt, während sich der Index für den Dienstleistungssektor weiter in dem seit mehreren Jahren bestehenden Seitwärtstrend bewegt. Die stark exportorientierte deutsche Industrie ist angesichts des bevorstehenden Brexits, des globalen Handelsstreits und der konjunkturellen Abkühlung der Weltwirtschaft anscheinend zunehmend verunsichert.

... als auch in Deutschland ein.

Die in den vergangenen Wochen veröffentlichten Wachstumsprognosen wichtiger Institute trugen der konjunkturellen Abkühlung der Weltwirtschaft Rechnung. Dabei wurde ein weniger optimistisches Bild gezeichnet als noch in den Sommermonaten. Die Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit (OECD) prognostizierte beispielsweise in ihrem jüngsten Konjunkturausblick ein globales Wachstum für das Jahr 2019 von 3,5%. Im Frühsommer war die Organisation noch von einem Wachstum von 3,7% ausgegangen. Während die geringere Dynamik der Weltwirtschaft im verarbeitenden Gewerbe zur Verunsicherung beiträgt, ist der Dienstleistungssektor von der globalen Konjunktur weniger abhängig, was sich in den optimistischeren Konjunkturaussichten von Dienstleistungsunternehmen ausdrückt.

Wichtige Institutionen senken Wachstumsprognosen.



Trotz des Rückgangs der Stimmungskennzahlen und des niedrigeren BIP-Wachstums ist aus unserer Sicht verhaltener Optimismus für die konjunkturelle Entwicklung der Eurozone angebracht. Die Wirtschaftslage (insbesondere in Deutschland) dürfte sich im vierten Quartal bessern, wenn die (Sonder-)Belastung des Automobilsektors wegfällt und stattdessen Nachholeffekte stattfinden. Bei einer Beilegung des Handelsstreits zwischen den USA und China sind zudem vom Außenhandel wirtschaftliche Impulse zu erwarten. Außerdem stützt die Binnenwirtschaft die Konjunktur. Der Privatkonsum wird auch im vierten Quartal von einer fallenden Arbeitslosenquote positiv beeinflusst und die weiterhin sehr expansive Geldpolitik hilft Unternehmen bei Investitionsentscheidungen.

Konjunkturausblick verhalten optimistisch.

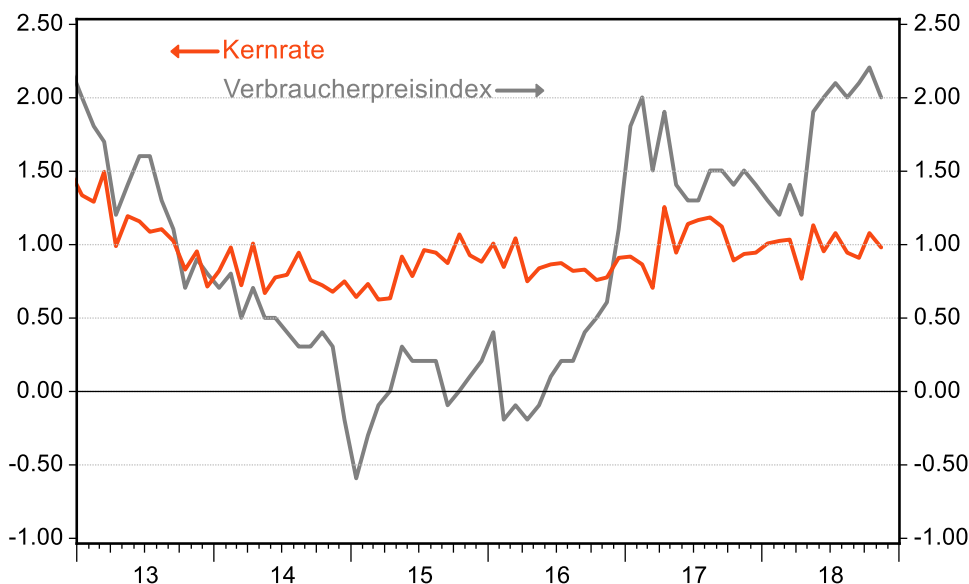
Das Wirtschaftswachstum in der EWU hat sich im dritten Quartal weiter abgeschwächt. Deutschland wurde sogar ein Rückgang der Wirtschaftsleistung attestiert. Neben dem BIP-Wachstum haben sich auch die europäischen Stimmungskennzahlen auf breiter Front abgeschwächt. Dennoch sind wir für das vierte Quartal verhalten optimistisch. Das schwache Wirtschaftswachstum im dritten Quartal war auch das Resultat von Problemen im Automobilsektor, die besonders in Deutschland das Wachstum ausbremsen. Im vierten Quartal sollten diese Probleme im Automobilsektor überwunden sein und es ist mit

Aufholeffekten zu rechnen. Daneben sind auch die Aussichten für den Privatkonsum gut, denn die Arbeitslosenquote in der EWU war auch in den vergangenen Monaten rückläufig und Investitionen werden durch die anhaltend expansive Geldpolitik gestützt. Zusammenfassend halten wir ein gedämpftes Wirtschaftswachstumsrate im Schlussquartal 2018 (und den darauffolgenden Quartalen) für das wahrscheinlichste Szenario.

Die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone in den vergangenen Monaten enttäuschte neben den Analysten auch die Europäische Zentralbank (EZB). Laut dem im November veröffentlichten Protokoll der geldpolitischen Sitzung des Rates der EZB von Oktober sind die Konjunkturdaten etwas schwächer ausgefallen als von den Währungshütern erwartet. Dennoch stünden die Daten insgesamt weiterhin im Einklang mit dem EZB-Basiszenario eines anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwungs, getragen von der Binnennachfrage und einer fortgesetzten Aufhellung am Arbeitsmarkt. Vor dem Hintergrund dieser Einschätzung ergab die geldpolitische Sitzung der EZB am 24./25. Oktober keine wesentlichen Neuigkeiten. Die Höhe der Leitzinsen wurde nicht verändert und EZB-Präsident Mario Draghi bekräftigte seine Aussage, wonach die Anleihekäufe über aktuell 15 Mrd. Euro pro Monat am Jahresende auslaufen sollen, sofern keine unvorhergesehenen Änderungen im konjunkturellen Ausblick auftreten.

EZB plant weiterhin die Anleihekäufe zum Jahresende auslaufen zu lassen.

EWU: Inflation (in % ggü. Vorjahr)



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Das Protokoll der Oktober-Sitzung ergab außerdem, dass die EZB mit einem Anstieg der Kerninflation rechnete. Die enttäuschende Entwicklung der Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie führte die EZB hauptsächlich auf die Dienstleistungspreise zurück. Diese seien durch eine Reihe von Sonderfaktoren beeinflusst, die zu einem großen Teil auf die Entwicklung der staatlich administrierten Preise zurückgehen würden. Die EZB rechnet nach dem Wegfall von Basiseffekten mit einem Anstieg der Kerninflation. Allerdings ist diese nach den aktuellsten Daten im November leicht gesunken und lag mit 1,0% in etwa auf dem Niveau der Vormonate. Der von der EZB prognostizierte Anstieg der Kernteuerungsrate lässt damit weiter auf sich warten. Die alle Güter umfassende Inflationsrate ist im November von 2,2% auf 2,0% zurückgegangen. Der beträchtliche Unterschied zwischen der

Der von der EZB prognostizierte Anstieg der Kerninflation lässt weiter auf sich warten.

Gesamtinflation und der Kerninflation liegt an der Entwicklung der Energiepreise, die im Jahresverlauf kräftig zulegen (um 9,1%). Allerdings lässt die Unterstützung der Inflation durch die Energiepreise aktuell nach. Der Rohölpreis hat in den vergangenen zwei Monaten deutlich nachgegeben und liegt aktuell um die Marke von 60 US-Dollar pro Barrel Brentöl. Anfang Oktober hatte das Barrel Brentöl noch über 80 US-Dollar gekostet. Überraschenderweise hatte die US-Regierung eine Ausnahmegenehmigung für iranische Rohölimporte erlassen und damit zu diesem Preisverfall beigetragen. Noch im August hatte US-Präsident Trump iranischen Rohölkunden nahegelegt, ihre Einfuhren zu stoppen, um US-Sanktionen zu entgehen und er hatte zudem wiederholt darauf hingewiesen, dass es Ausnahmegenehmigungen unter keinen Umständen geben würde. Am Ende führte der hohe Rohölpreis dann wohl bei der US-Regierung zu einem Kurswechsel. Neben den Ausnahmegenehmigungen für mehrere große iranische Rohölkunden hat auch eine gestiegene Rohölförderung in Libyen zu einer höheren Angebotsmenge und dadurch zu einem niedrigeren Preis geführt.

Trotz der konjunkturellen Abschwächung in den vergangenen Monaten gab sich die EZB in ihrer letzten geldpolitischen Sitzung grundsätzlich optimistisch. Vor dem Hintergrund des EZB-Basis Szenarios eines anhaltenden und breit angelegten Wirtschaftsaufschwungs bekräftigte EZB-Präsident Draghi seine Aussage, wonach die Anleihekäufe über aktuell 15 Mrd. Euro pro Monat am Jahresende auslaufen sollen. Außerdem rechnet die EZB weiterhin mit einem Anstieg der Kerninflation. Davon ist momentan allerdings nichts zu spüren. Die Kerninflation bewegt sich seit Monaten seitwärts um einen Wert von ca. 1,0%. Angesichts der unverändert niedrigen Kerninflation und der Abschwächung der Konjunktur sind Marktteilnehmer zunehmend skeptisch, dass die EZB im Herbst 2019 die Leitzinsen anheben wird. Mehrheitlich gehen die Marktteilnehmer inzwischen davon aus, dass der Einlagezinssatz der Banken erst zum Jahresende vom aktuellen Niveau bei -0,4% leicht angehoben werden wird.

Euro

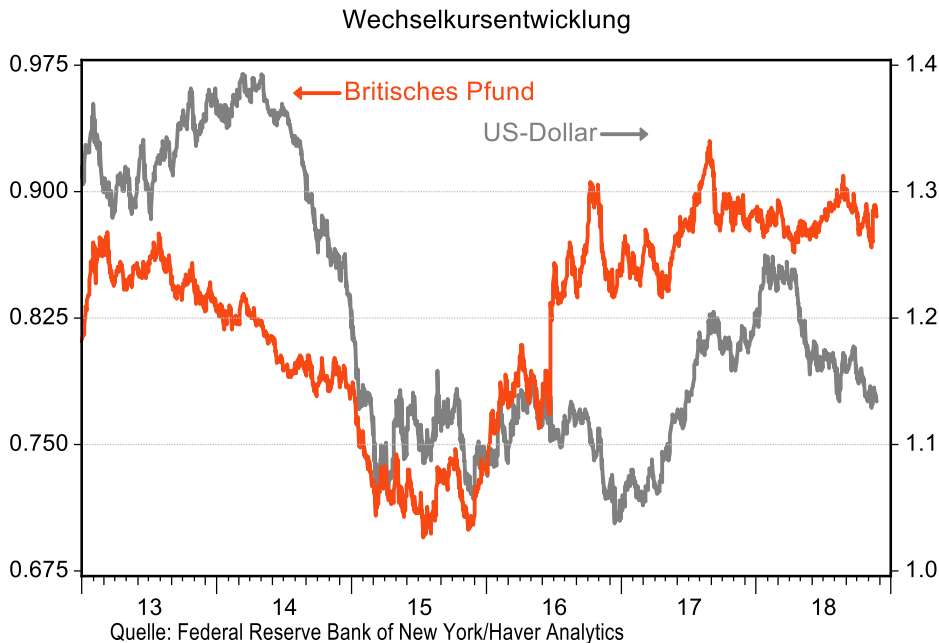
Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des letzten Kapitalmarktberichts zur Eurozone war der Euro etwa 1,15 US-Dollar wert. In der Folge konnte der Euro zwar kurzzeitig über 1,16 US-Dollar steigen, seitdem wertete der Euro in der Tendenz aber ab, erreichte Mitte November bei ca. 1,12 US-Dollar ein Jahrestief und steht momentan bei etwa 1,14 US-Dollar. Belastend für den Euro wirkten insbesondere der Streit zwischen der Europäischen Kommission und Italien zu den italienischen Haushaltsplänen, die schleppenden Brexit-Verhandlungen und die enttäuschenden Wirtschaftsdaten. Die US-amerikanische Währung profitierte hingegen von einer dank Steuerreform dynamisch wachsenden Wirtschaft, einer Notenbank, die schrittweise die Leitzinsen anhebt und der global gestiegenen Unsicherheit (nicht zuletzt aufgrund der Handelspolitik der US-Regierung), die zu höheren safe-haven Zuflüssen in die US-amerikanische Währung führte.

In den kommenden Wochen gehen wir von einer moderaten Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar aus. Eine Einigung zwischen den USA und China im Handelsstreit würde die Nachfrage nach dem US-Dollar als safe-haven Währung verringern. Zudem dürfte die geldpolitische Unterstützung des US-Dollar perspektivisch nachlassen. Ende November deutete US-Notenbankpräsident Jerome

Euro wertete seit Anfang Oktober ab.

Schwächerer US-Dollar aufgrund möglicher Zinserhöhungspause erwartet.

Powell ein vorsichtigeres Vorgehen bei zukünftigen Leitzinserhöhungen an. Konkret sagte Powell, dass die US-Leitzinsen „knapp unter“ der Spanne einer neutralen Geldpolitik seien. Dies kann als Hinweis gedeutet werden, dass der Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank unterbrochen wird oder früher zum Erliegen kommen wird.



Neben diesen Faktoren, die sich negativ auf den US-Dollar auswirken dürften, gibt es auch potentielle Euro-positive Faktoren. Dabei sticht der Haushaltsstreit zwischen der Europäischen Kommission und Italien hervor, bei dem sich immer mehr eine Einigung abzeichnet. Zuletzt hatte die italienische Regierung signalisiert, dass das Budgetziel von 2,4% für 2019 nicht in Stein gemeißelt sei. Vertreter der Regierung gaben an, dass auch ein Budgetdefizit von 2,2% möglich sei. Die EU-Kommission besteht nun auf einem Defizit von unter 2,0% und nicht mehr wie zuvor von 0,8%. Damit liegen beide Seiten nicht mehr weit voneinander entfernt, sodass ein Kompromiss in greifbare Nähe gerückt ist. Eine Einigung im italienischen Haushaltsstreit dürfte dem Euro Entlastung bringen, auch wenn sich für kritische Beobachter die Frage aufdrängt, ob das niedrigere Defizitziel tatsächlich erreicht werden wird. Eine Stabilisierung der Konjunkturdaten sollte dem Eurokurs ebenfalls Unterstützung bieten. Die Entwicklungen in den Brexit-Verhandlungen finden in unserem Szenario einer moderaten Euro-Aufwertung keine Berücksichtigung. Ob Großbritannien die EU in einem geordneten Verfahren im Rahmen eines Austrittsvertrags verlässt oder ein ungeordneter Brexit stattfinden wird, ist zum jetzigen Zeitpunkt in unseren Augen schlicht nicht absehbar.

Die hohe Unsicherheit rund um den Ablauf des Brexits zeigt sich am Devisenmarkt. Der Kurs des britischen Pfunds gegenüber dem Euro war in den vergangenen Monaten von hoher Volatilität geprägt. Das Pfund war hin und hergerissen zwischen der Hoffnung, dass ein ungeordneter Brexit abgewandt werden könnte und der Sorge, dass sich eine zerstrittene britische Regierung und ein zerstrittenes Unterhaus nicht auf ein Austrittsabkommen einigen könnten. Zuletzt geriet das britische Pfund Mitte November stark unter Druck nachdem sich die Europäische Union (EU) und die Regierung in London auf ein Austrittsabkommen geeinigt hatten. Teile des

Euroentlastung u.a. durch Einigung im italienischen Haushaltsstreit erwartet.

Britische Pfund unter dem Einfluss der Brexit-Verhandlungen.

Abkommen sind allerdings innerhalb der britischen Regierung und im britischen Parlament hoch umstritten. Insbesondere der sogenannte *Backstop*, mit dem jene Vorkehrungen im Austrittsabkommen bezeichnet werden, mit denen verhindert werden soll, dass Grenzkontrollen zwischen dem britischen Nordirland und dem EU-Mitglied Irland notwendig werden. Kritiker befürchten, dass Großbritannien aufgrund des *Backstops* Teil der europäischen Zollunion bleiben wird und daher keine eigenen Freihandelsabkommen abschließen kann. Die Rücktritte des Brexit-Minister Dominic Raab, der Arbeitsministerin Esther McVey und diverser Staatssekretäre als Reaktion auf das Austrittsabkommen und die breite Kritik des Parlaments machten deutlich, wie wenig Akzeptanz das Abkommen findet. Von Seiten der EU gibt es allerdings keine Bereitschaft, das Abkommen nachzuverhandeln. Devisenhändler werden daher aufmerksam nach London blicken, wenn voraussichtlich am 11. Dezember das britische Parlament über das EU-Austrittsabkommen abstimmt. Sollte das Votum der Parlamentarier negativ sein, dürfte sich die Abwertung des Pfund fortsetzen.

Der Euro wertet im Berichtszeitraum seit Anfang Oktober gegenüber dem US-Dollar in der Tendenz moderat ab. Dabei wirkten sowohl Euro-negative Faktoren (italienische Haushaltspläne und Brexit-Unsicherheit) als auch US-Dollar-positive Faktoren (positive Konjunkturdaten, Zinserhöhungskurs der US-Notenbank, Flucht in safe-haven Währung) auf den Wechselkurs ein. Für die kommenden Wochen erwarten wir eine moderate Aufwertung des Euro, da die Unterstützung für den US-Dollar abnimmt, während für den Euro positive Argumente hinzukommen dürften. Schwächend auf den US-Dollar dürfte insbesondere die Aussicht auf eine Zinserhöhungspause der Fed wirken, die zuletzt wahrscheinlicher geworden ist. Der Euro wiederum dürfte von einer Einigung im italienischen Haushaltsstreit profitieren.

Rentenmarkt

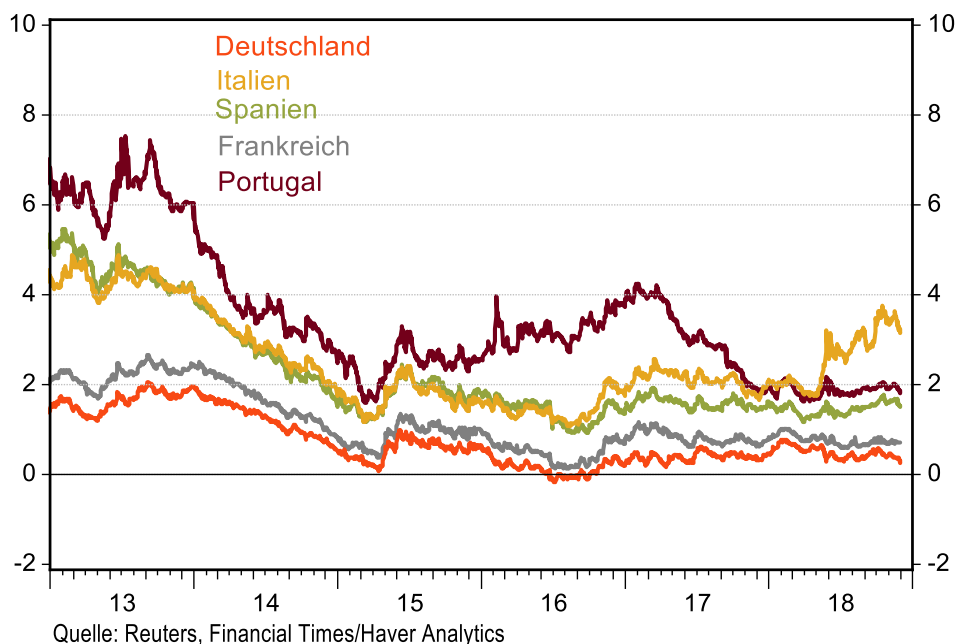
Die Rendite von 10-jährigen deutschen Staatsanleihen vollzog in den vergangenen zwei Monaten einen nur von wenigen Marktteilnehmern im Vorfeld erwarteten Rückgang. Nachdem die Bundrendite Anfang Oktober (zumindest kurzzeitig) ein Niveau von 0,58% erreicht hatte, war die Tendenz in der Folge abwärtsgerichtet. Anfang Dezember durchbrach die Rendite die Marke von 0,30% und notiert aktuell bei ca. 0,25%.

Bundrendite vollzieht einen deutlichen Rückgang.

Für diesen Rückgang um über 30 Basispunkte innerhalb weniger Wochen gibt es mehrere Gründe. Zum einen stieg die safe-haven Nachfrage nach sicheren Bundesanleihen in einem Umfeld steigender Risikoaversion an den Finanzmärkten und diverser politischer Spannungsfelder. In Europa ist der Brexit weiter ungelöst und zwischen Italien und der Europäischen Kommission besteht Uneinigkeit über den italienischen Haushalt für das Jahr 2019. Auf globaler Ebene beunruhigt vor allem die Handelspolitik von US-Präsident Donald Trump. Daneben sorgten enttäuschende Wirtschaftsdaten für einen zunehmenden Konjunkturpessimismus in der EWU aber auch in Deutschland. Der Rückgang des Ölpreises drückte zusätzlich auf die Renditen (über niedrigere Inflationserwartungen). Eine Rolle haben sicherlich auch die Entwicklungen jenseits des Atlantiks gespielt. Die Aussage von Fed-Präsident Jerome Powell, wonach sich der Leitzins bereits knapp unter der Spanne einer neutralen Geldpolitik befänden, ließ die Renditen von langlaufenden US-Treasuries sinken und entfaltete auf die Bundrendite eine gewisse Sogwirkung.

Eine Vielzahl von Faktoren trug zu einem Rückgang der Bundrendite bei.

Rendite 10-jährige Staatsanleihen



Die rückläufige Renditeentwicklung in Deutschland in den vergangenen beiden Monaten war kein Einzelfall sondern in der Mehrheit der EWU-Länder zu beobachten. Eine Ausnahme bildeten die italienischen Renditen, die stark unter dem Einfluss des Haushaltsstreits zwischen der italienischen Regierung und der Europäischen Kommission standen. Die italienische Regierung kümmerte sich nicht um die Vereinbarung zwischen der Vorgängerregierung und der Europäischen Kommission in der ein Defizit von 0,8% für das Jahr 2019 vereinbart wurde. Stattdessen legte sie der Europäischen Kommission einen Haushalt mit einem Defizit von 2,4% vor. Die Europäische Kommission wiederum wies diesen Haushalt in einem bislang einmaligen Vorgang in der EU-Geschichte zurück. Vor dem Hintergrund dieser Eskalation stiegen die 10-jährigen italienischen Renditen im Oktober auf ein Jahreshoch bei 3,8%. Zuletzt sendete die italienische Regierung jedoch Signale nach Brüssel, dass eine gewisse Verringerung des Defizitziels diskutabel sei und die Europäische Kommission machte klar, dass für sie schon eine Reduktion des Defizits auf unter 2% tolerierbar wäre. Dies genügte den Kapitalmärkten die Rendite wieder auf aktuell 3,1% absinken zu lassen.

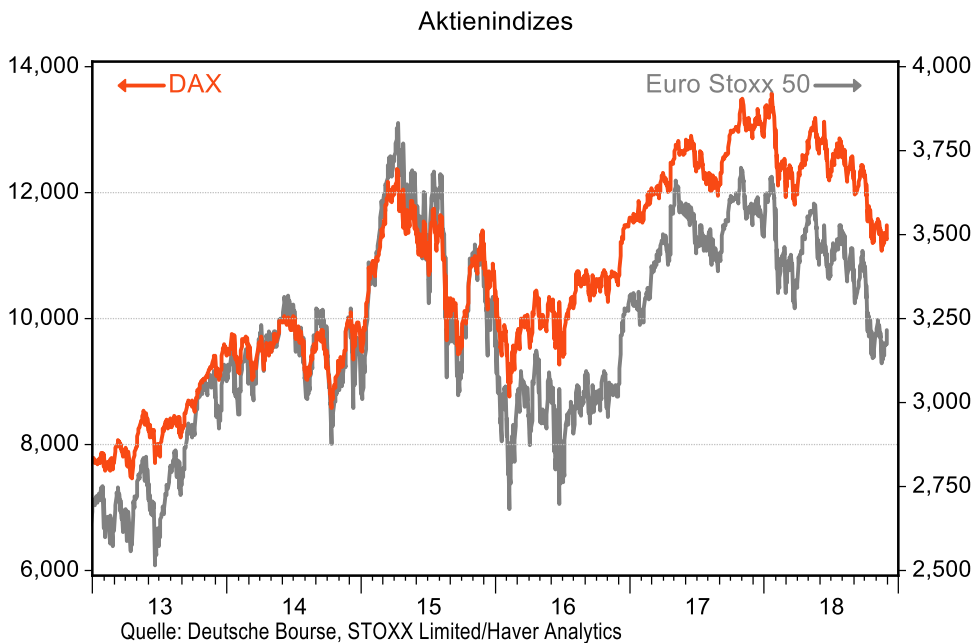
Italienische Renditen stehen unter dem Einfluss des Haushaltsstreits.

Im Fokus der europäischen Rentenhändler stand auch in den vergangenen beiden Monaten der Haushaltsstreit zwischen Italien und der Europäischen Kommission. Vor diesem Hintergrund stiegen die Renditen von 10-jährigen italienischen Staatsanleihen auf 3,8% und damit auf ein neues Jahreshoch. Andere Peripherieanleihen zeigten keine Ansteckungseffekte. Im Gegenteil, von Italien abgesehen gingen die Renditen europäischen Staatsanleihen in den vergangenen beiden Monaten tendenziell zurück. Besonders stark fiel dabei die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen (von 0,47% Anfang Oktober auf aktuell ca. 0,25%). Ausgehend vom aktuell niedrigen Renditeniveau der langlaufenden Bundesanleihen erwarten wir in den kommenden Monaten einen moderaten Anstieg. Besonders eine Stabilisierung der Wachstumsraten in den kommenden Monaten und die Aussicht auf eine Einigung zwischen Italien und der Europäischen Kommission im Haushaltsstreit dürften dazu beitragen.

Aktienmarkt

Aktienanleger benötigten in den Monaten Oktober und November starke Nerven. Der Dax notierte Anfang Dezember im Vergleich zu Anfang Oktober 12,4% niedriger und der Euro Stoxx 50, der sich aus den 50 größten börsennotierten Unternehmen der Eurozone zusammensetzt, gab 10,8% nach. Selbst die bislang so stabilen US-Aktien – der S&P 500 hatte noch Ende September ein neues Rekordhoch erreicht – gaben im Berichtszeitraum unter Führung der großen, bekannten Technologiewerte ab, sodass z.B. der S&P 500 7,8% seines Kurswertes verlor. Im Vergleich zum Jahresbeginn liegen der Euro Stoxx 50 13,1% und der Dax sogar um 16,3% tiefer. Der S&P 500 kommt immerhin auf ein mageres Plus von 0,8%.

Euro Stoxx und DAX mit deutlichen Verlusten.



Eine besonders schwache Phase für die Aktienmärkte stellten die ersten beiden Wochen des Oktobers dar. Ähnlich wie Anfang Februar, als ein einzelner konkreter Auslöser für die Kurskorrektur fehlte, war es im Oktober ein Cocktail an Faktoren, der die Aktienverkäufe erklären kann. Der globale Handelskonflikt, der Haushaltsstreit in Italien, die festgefahrenen Brexit-Verhandlungen und die Befürchtung vor zügigeren Zinsschritten der US-Notenbank sorgten für Pessimismus unter Aktienanlegern. Zudem vergrößerten sich die Konjunktursorgen, als der Internationale Währungsfond seine Prognosen für das globale Wirtschaftswachstum leicht senkte. Im Ergebnis konnte somit selbst eine mehrheitlich zufrieden stellende Berichtssaison der Unternehmen mit teils beachtlichen Steigerungen der Unternehmensgewinne nicht die Aktienmärkte stabilisieren. Beim Dax löste das Unterschreiten der wichtigen charttechnischen Unterstützungsmarke bei 11.800 Punkten automatische Verkaufsorders (zur Verlustbegrenzung) aus, sodass sich zusammen mit Momentumstrategien der Kursrückgang beschleunigte.

Cocktail an belastenden Faktoren sorgte besonders Anfang Oktober für Kursrückgänge.

Die Kurserholung Anfang Dezember als Reaktion auf die Vereinbarung zwischen den USA und China, für 90 Tage keine neuen Zölle einzuführen und gleichzeitig die Handelsgespräche zu intensivieren, währte nur kurz. Einerseits schürte die Verhaftung der Huawei-Finanzchefin in Kanada auf Geheiß der USA (aufgrund von mut-

Kurserholung Anfang Dezember nach Einigung im Handelsstreit währte nur kurz.

maßlichen Verstößen gegen Iran-Sanktionen) Befürchtungen, dass sich die Spannungen zwischen den USA und China erneut aufheizen könnten. Andererseits machte sich erneut Konjunkturskepsis breit, nachdem sich die US-Zinsstrukturkurve weiter abgeflacht und in Teilsegmenten sogar invertiert hatte. Die Zinsstrukturkurve wird aufmerksam beobachtet, da sie in der Vergangenheit ein zuverlässiger Indikator für eine nahende Rezession darstellte: Jede Rezession der vergangenen Jahrzehnte in den USA folgte auf eine Phase einer inversen Zinsstrukturkurve, also auf eine Phase, in der die Renditen langfristiger US-Treasuries niedriger waren als die Renditen kurzlaufender US-Staatsanleihen. Die Zinsdifferenz von 10-jährigen und 2-jährigen US-Treasuries lag Anfang Dezember nur noch bei knapp über 10 Basispunkten und die Zinsdifferenz zwischen 5-jährigen und 3-jährigen ist seit Anfang Dezember sogar invers. Auch wenn in der Vergangenheit zwischen dem Auftreten einer inversen Zinsstrukturkurve und dem Eintritt der US-Wirtschaft in eine Rezession mehrere Quartale lagen, drückte sich in den Kursverlusten von Anfang Dezember auch die Sorge der Aktienhändler vor einer nahenden US-Rezession aus.

Die Entwicklung an den europäischen Aktienmärkten war in den vergangenen Monaten gezeichnet durch Verluste. Eine Kombination aus enttäuschenden Konjunkturdaten, nachlassende Wachstumserwartungen, höherer US-Zinsen und politische Spannungen (Brexit, italienischer Haushaltsstreit und Handelskonflikt) belastete die europäischen Aktienmärkte. Unseres Erachtens stehen die Chancen jedoch nicht schlecht, dass auf einzelnen politischen Spannungsfeldern demnächst Lösungen gefunden werden, die zumindest zu einer technischen Erholung führen könnten.

Prognoseübersicht G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e
EWU	2,0	1,9	2,5	1,9	1,6	0,0	0,2	1,5	1,8	1,7	10,9	10,0	9,1	8,2	7,9
- Deutschland	1,5	2,2	2,5	1,5	1,3	0,4	0,5	1,7	2,0	1,8	6,4	6,1	5,7	5,2	4,9
UK	2,3	1,8	1,8	1,3	1,1	0,0	0,6	2,7	2,5	2,25	5,4	4,9	4,4	4,1	4,0
USA	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5	0,1	1,3	2,1	2,5	2,5	5,3	4,9	4,4	3,9	3,5
Japan	1,4	1,0	1,7	1,0	1,25	0,8	-0,1	0,5	1,1	1,2	3,4	3,1	2,8	2,4	2,3

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e
EWU	3,2	3,6	3,5	3,0	2,9	-2,0	-1,5	-0,9	-0,6	-0,6	1,09	1,06	1,20	1,18	1,23
- Deutschland	8,9	8,5	7,9	8,1	7,9	0,8	0,9	1,0	1,5	1,5	-	-	-	-	-
UK	-4,9	-5,2	-3,8	-3,5	-3,2	-4,2	-2,9	-1,8	-2,0	-1,7	1,47	1,23	1,35	1,32	1,36
USA	-2,2	-2,3	-2,3	-2,5	-3,0	-3,2	-3,9	-3,8	-4,7	-5,0	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	3,1	3,9	4,0	3,6	3,8	-3,8	-3,7	-4,3	-3,7	-2,8	120	117	113	110	115

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ 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)				
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2015	2016	2017	2018e	2019e
EWU	0,05	0	0	0	0,25	0,6	0,2	0,4	0,9	1,15
UK	0,5	0,25	0,5	0,75	1,0	2	1,2	1,2	1,75	2,25
USA	0,25-0,5	0,5-0,75	1,25-1,5	2,25-2,5	2,75-3	2,3	2,4	2,4	3,25	3,5
Japan	0-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0	0	0,1	0,2

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

	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	06.12.
CRB-Index	192,6	186,3	192,5	185,9	174,8	183,1	193,9	195,4	200,4	195,2	181,3
Ölpreis (Brent)*	49,7	49,1	56,8	52,8	47,9	57,5	66,9	70,3	79,4	82,7	60,0

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

Quelle: Bloomberg, Haver