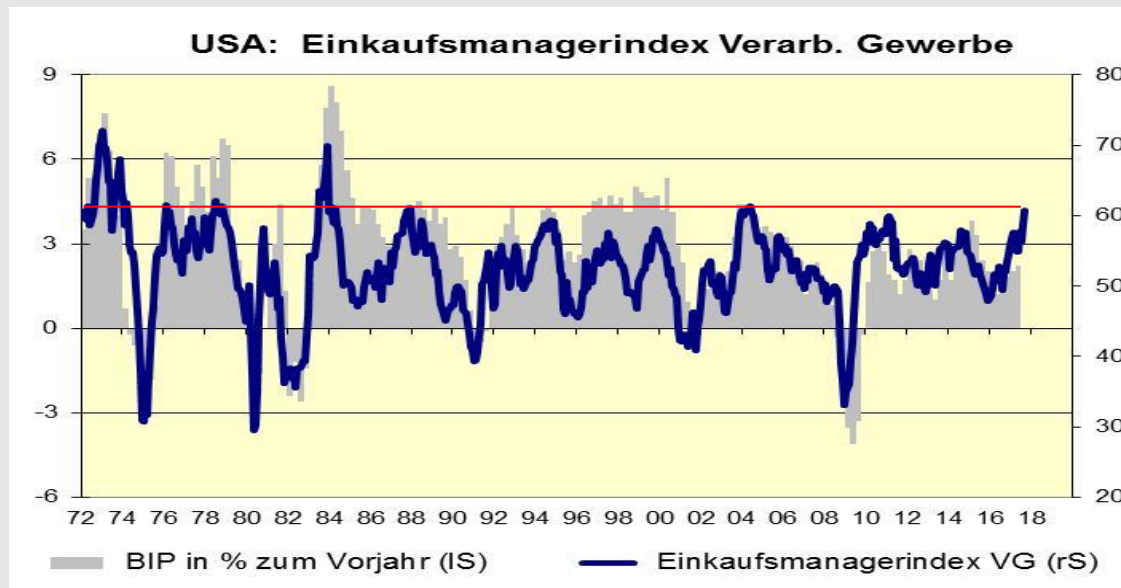


Situation am Kapitalmarkt



**17. Oktober
2017**

USA: Einkaufsmanagerindex, BIP-Wachstum



Aufschwungsphasen	Dauer in Quartale	Nom. BIP-Wachstum, Ø in % qoq
50Q1 – 53Q3	14	2,69
54Q3 – 57Q2	11	1,69
58Q3 – 60Q1	6	2,01
61Q2 – 69Q4	34	1,86
71Q1 – 73Q3	10	2,53
75Q2 – 79Q4	18	2,79
80Q4 – 81Q2	2	3,47
83Q1 – 90Q2	29	1,89
91Q2 – 00Q4	38	1,42
02Q1 – 07Q3	22	1,35
09Q2 – 17Q2	32	0,99

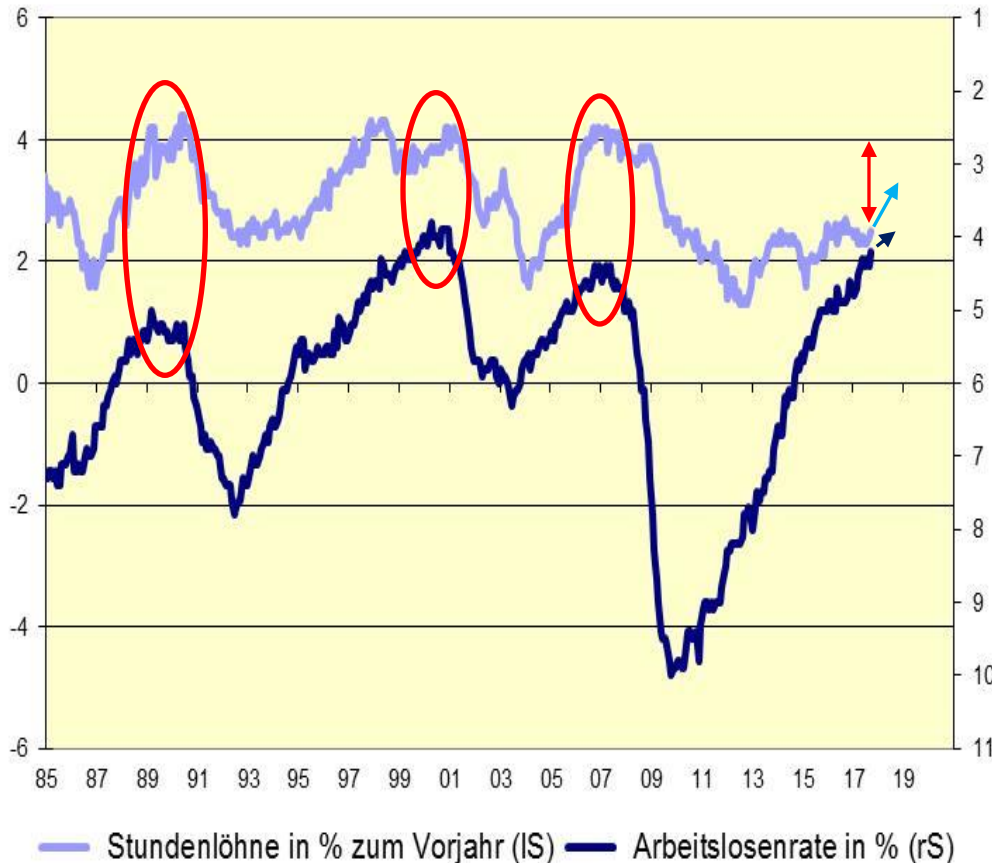
- Der Einkaufsmanagerindex kletterte zuletzt auf einen sehr hohen Wert, der seit den 80er-Jahren nur in drei Phasen übertroffen wurde, nämlich 1983/84 deutlich und 1987 sowie 2004 gerade mal kurzzeitig und marginal. Die US-Konjunktur hat also derzeit einen solchen Schwung, dass auch in den nächsten Quartalen mit einem positiven Wirtschaftswachstum zu rechnen ist!
- Der aktuelle Aufschwung währt nun über 8 Jahre (2013 und 2016 waren lediglich Wachstumsdellen) und wird den 60er-Aufschwung hinsichtlich der Zeitdauer übertreffen. Seit dem Zweiten Weltkrieg war bislang nur der 90er-Aufschwung länger!
- Die Aufschwungsphasen seit den 80er-Jahren verlieren von mal zu mal an Wachstumsdynamik (roter Pfeil). Der Grund hierfür ist die kontinuierlich steigende Verschuldung im privaten und öffentlichen Bereich, welche die Spielräume für Konsum- oder Investitionsausgaben verringert, so dass die konjunkturellen Wachstumskräfte immer mehr gedrosselt werden.

➔ **Der aktuelle Aufschwung ist zwar der schwächste, aber auch der zweitlängste oder längste seit dem Zweiten Weltkrieg!**

Sollte Trump nur einen Teil seiner angekündigte expansive Finanz- und Wirtschaftspolitik realisieren können, käme noch ein sehr starker Konjunkturimpuls hinzu!

USA: Arbeitslosenrate und Stundenlöhne

USA: Stundenlöhne und Arbeitslosenrate



- Die zuletzt auf 4,2% gesunkene Arbeitslosenrate wurde seit den 80er-Jahren nur in der Phase um 2000 etwas unterboten (Chart: reziproke Skalierung).
- Im Gegensatz zu 1988/89, 1997/98 und 2006/07 war der aktuelle Rückgang der Arbeitslosenrate nicht von einem Jahreszuwachs der Stundenlöhne von ca. 4% begleitet. Trotz des teilweise leergefegten Arbeitskräftereservoirs sind die Stundenlöhne bislang eben nur mit ca. 2,5% zum Vorjahr angestiegen.

Gründe hierfür:

- nach schwerer Rezession anhaltend schwache Verhandlungsposition der Arbeitnehmer
- vergleichsweise schwache Wachstumsdynamik
- Strukturprobleme am Arbeitsmarkt (Langzeitarbeitslose, Billiglohnjobs, Nichterfasste,...)
- Seit den 80er-Jahren wurde das Ende eines Arbeitslosenrate-Abwärtstrends bzw. einer längeren konjunkturellen Aufschwungsphase immer (1989, 2000 und 2008) erst bei einem Lohnanstieg von ca. 4% erreicht.

Gründe hierfür:

- erst dann ist wegen Inflationsrisiken eine wirklich restriktive Geldpolitik in Kraft
- die hinreichend starke Partizipation der Arbeitnehmer macht die Unternehmen anfälliger für konjunkturelle Schwächephasen

➔ Das Ende des aktuellen Aufschwungs wird höchstwahrscheinlich erst nach Erreichen eines 4%-Jahresanstiegs der Löhne kommen!

USA: These zur Wachstumsdauer, Folgen

These: Seit den 80er-Jahren ist eine Bedingung für das Ende eines langjährigen Konjunkturaufschwungs der Jahresanstieg der Stundenlöhne von mindestens 4%!

Diese These wird vom Chart auf der vorigen Seite eindeutig nahegelegt! Es ist die historische Erfahrung seit den 80er-Jahren.

Die Gültigkeit dieser These lässt sich aber auch überzeugend oder zumindest nachvollziehbar begründen:

- 1) Bei 4% Stundenlohn-Anstieg bestehen höhere Inflationsrisiken, was eine spürbar restriktive Geldpolitik nach sich zieht.
- 2) Bei 4% Stundenlohn-Anstieg partizipieren die Arbeitnehmer so stark an den Unternehmenserträgen, dass es in konjunkturellen Schwächephasen zu so vielen Entlassungen kommt, dass die sich selbst verstärkenden makroökonomischen Kontraktionskräfte letztlich die Schwelle zur Rezession überschreiten. Ein 4% Stundenlohn-Anstieg erhöht also rezessionsgefahrbringend die Konjunkturschwächeanfälligkeit der Unternehmen.
- 3) Ein Stundenlohn-Anstieg deutlich unter 4% beeinträchtigt die Unternehmenserträge in konjunkturellen Schwächephasen nicht hinreichend stark genug für die Auslösung einer Rezession und stellt vielmehr in konjunkturellen Stärkephasen ein Potenzial für größere Lohnsteigerungen und damit für eine konsumlastige Verlängerung des Konjunkturaufschwungs dar.

Folgen für die US-Volkswirtschaft und die Finanzmärkte bei Gültigkeit dieser These:

- Der nun schon über 8 Jahre anhaltende US-Konjunkturaufschwung setzt sich zumindest so lange fort, bis die Stundenlöhne die 4%-Wachstumsrate erreicht haben. In dieser Zeitspanne läuft die letzte Phase des Aufschwungsteils des Konjunkturzyklus ab, die durch einen **robusten privaten Verbrauch** unter Teilhabe breiterer Bevölkerungsschichten, einen **festen Arbeitsmarkt** und letztlich einen **zunehmenden Inflationsauftrieb** geprägt sein dürfte.
- Die allmählich steigenden Inflationserwartungen führen in dieser Phase schließlich zu einer **restriktiven Geldpolitik**.
- Die **Aktien** bleiben in dieser Phase makroökonomisch gut unterstützt und können trotz hoher Bewertungen und gelegentlichen Rückschlägen immer wieder neue Hochpunkte setzen.
- Die **Zinsen** tendieren nach oben, wobei der Anstieg von der tatsächlichen Inflationsentwicklung und Geldpolitik abhängt.

Unwägbarkeiten für dieses Szenario:

- Geopolitische Risiken wie Nordkorea-Konflikt, Terror, politische Krise in Europa, ...
- Ungewissheit der Trump-Politik: Trumps Durchsetzungsfähigkeit? Protektionismus? Konflikt mit China? Steuerreform?

US-Politik

Die Beurteilung der US-Politik wird nach wie vor überlagert von der Frage, inwieweit Trump seine Vorstellungen überhaupt durchsetzen kann. Die anhaltende Auseinandersetzung mit dem politischen Establishment verdeutlichen die Durchsetzungsschwierigkeiten des Politik-Quereinsteigers Trump, so dass grundsätzlich Ungewissheit über die US-Politik besteht. Ein Beispiel hierfür ist die nach mehrmaligem Anlauf letztlich doch nicht zustandegekommene Reform von Obama-Care, die Trump nicht durch den Kongress brachte.

Auch blieb es bislang meist nur bei Ankündigungen in den zwei sehr wichtigen Politikfeldern

- Steuer- und Finanzpolitik
- Internationale Handelspolitik

Trotz dieser Schwierigkeiten gehen wir aufgrund des wirtschaftspolitischen Selbstverständnisses der Republikaner-Partei davon aus, dass Trump in der Steuer- und Finanzpolitik in den nächsten Wochen oder Monaten Entscheidungen umsetzen kann, die dann zwar vielleicht nicht den Begriff Steuerreform verdienen, aber doch eine signifikante Steuersenkung darstellen dürften. Damit könnte Trump sich innenpolitisch eine stabilere Position verschaffen. Sollte auch nur ein Teil der angekündigten Maßnahmen beschlossen werden, würde dies einen sehr starken Konjunkturimpuls bedeuten!

Hauptszenario: Trump durchläuft weiterhin Lernkurve in den politischen Entscheidungsprozessen, arrangiert sich mit den realpolitischen Gegebenheiten des US-Politikbetriebs und insbesondere der Republikaner-Partei, und kann dann letztlich seine politischen Ziele unter mehr oder weniger deutlichen Abstrichen umsetzen. Bis dahin kann jedoch einige Zeit vergehen.

Nebenszenario: Trump verschleißt sich in innenpolitischen Machtkämpfen und scheitert letztlich, sei es, weil er sich zu große und nicht mehr tolerierbare Skandale leistet, weil der politische Widerstand schlicht zu groß ist, oder aus anderen Gründen.

Der **Nordkorea-Konflikt** stellt Trump vor eine schwierige Situation. Letztlich kommt es auf China als Unterstützungsmacht und maßgeblicher Handelspartner Nordkoreas an, inwieweit dieser kommunistische und von seiner ökonomischen Bedeutung sehr kleiner Staat zu einem rationalen Einlenken genötigt werden kann. Offen und mit großem Risikopotenzial versehen ist dabei die Frage, auf welche Art und in welchem Maße die USA bereit sind, entsprechenden Druck auf China auszuüben und welche Konsequenzen dies insbesondere für die Finanzmärkte mit sich bringt.

EU-Politik

In den Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich hatten die EU- und EUR-kritischen Parteien trotz größerem Wählerzuspruch letztlich keinen überzeugenden Erfolg, so dass die EU-Politikelite erst einmal aufatmen konnte. Aber das politische Establishment, das nicht einmal das für Europas Einheit fatale Brexit-Votum als Beleg für große politische Mängel und für die Reformnotwendigkeit von Brüssel-Europa annimmt, ist sehr verunsichert und jede kommende Wahl lässt im Ergebnis ihre Machtbasis weiter erodieren!

So bedeutet der Einzug der EU- und Währungsunionenkritischen AfD als drittstärkste Fraktion in den deutschen Bundestag, dass in Deutschland wohl nur noch eine fragile Regierungskoalition zustande kommen wird und dass die bisherige Politik zunehmend in Frage gestellt wird. In Österreich kam es nun zu einem beachtlichen Rechtsruck. Spanien hat mit Katalonien ein zusätzliches großes Problem mit ungewissem Ausgang und Folgen auch für die EU. Und im politisch blockierten und krisengeschüttelten Italien rückt die spätestens im ersten Quartal 2018 stattfindende Wahl näher, deren Ausgang angesichts der starken EU- und EUR-kritischen Kräfte unberechenbar ist und die ihre Schatten vorauswerfen dürfte.

Tatsächlich sind die ernstesten politischen Probleme der EU wie **Migrationskrise**, **Staatsschuldenkrise** (deutsche Target2-Forderungen als Krisen-Fieberthermometer) und die **Defizite in der Handlungsfähigkeit** ungelöst. Eine grundsätzliche politische Krise könnte jederzeit ausbrechen. Die Zeit läuft gegen das politische Establishment der derzeitigen EU...

10J-Zinsspreads über Bundesanleihen in Basispunkten



Deutscher Target2-Saldo in Milliarden EUR



USA: Arbeitsmarkt

USA: Einkaufsmanager-Beschäftigungskomponenten



Die Beschäftigungskomponente des Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe hat seit 2016 einen beachtlichen Anstieg auf ein Niveau knapp unter dem 20-Jahreshoch von 2011 absolviert! Die strukturellen Probleme (Langzeitarbeitslose, viele Billiglohn-Jobs, viele Nichterfasste der Arbeitsmarktstatistik) bestehen zwar weiterhin, aber die seit 2010 laufende Erholung am Arbeitsmarkt setzt sich mit neuem Schwung fort.

Der feste Arbeitsmarkt, die gute Konjunktur und steigende Häuserpreise bis knapp unter das Boom-Niveau von 2006 (!) haben das Konsumentenvertrauen (aktuelle Lage) über die Hochpunkte von 1989 und 2007 steigen lassen. Mit einem weiteren Anstieg ist zu rechnen. Sollte erst noch die von Trump angekündigte sehr expansive Wirtschaftspolitik umgesetzt werden, könnte auch das das extreme Niveau von 1998-2000 angesteuert werden. Möglicherweise wird dadurch erst noch ein wirklicher Enthusiasmus am Aktienmarkt hervorgerufen!

USA: Konsumentenvertrauen aktuelle Lage

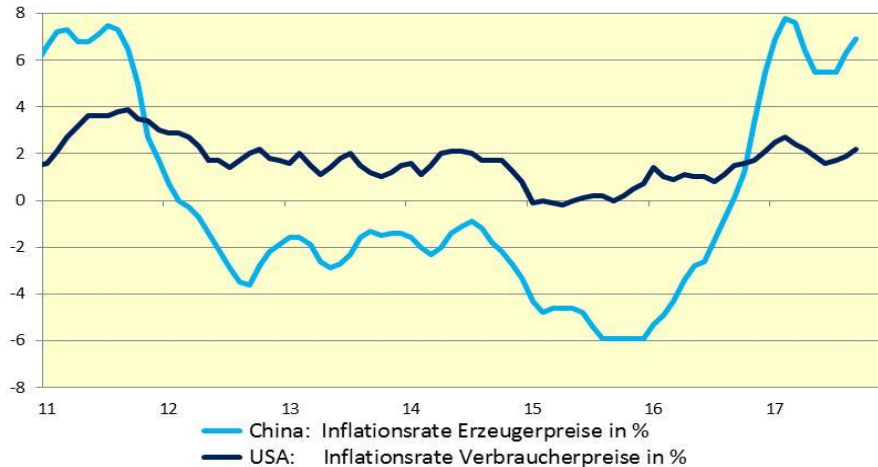


USA: S&P/Case-Shiller20-Hauspreisindex seit 2000



USA: Inflationsentwicklung

Inflationszusammenhang China / USA



Die US-Inflationsrate ist von ihrem Hochpunkt im Februar unter die 2,0%-Marke gefallen, aber im September wieder auf 2,2% geklettert. Auffällig ist der jeweils schwache Monatsanstieg des Kerninflationsindex von März bis Juli, der die Kerninflationsrate von 2,2% auf 1,7% sinken ließ. Dieser gesunkene Inflationsauftrieb senkt den Druck für die Fed, ihren Leitzinserhöhungspfad konsequent für einen längeren Zeitraum fortzusetzen. Es besteht ein Zusammenhang zwischen den US-Verbraucherpreisen und den chinesischen Erzeugerpreisen, die wiederum von den Rohstoffnotierungen beeinflusst werden.

Entscheidend für die Fed-Zinspolitik wird die weitere Entwicklung der Kerninflation sein. Wegen des festen Arbeits- und Immobilienmarktes dürften die Inflationsraten wieder steigen. Die Entwicklung der Stundenlöhne, die zuletzt im September mit fast 0,5% anstiegen, dürfte hierbei richtungsweisend werden.

USA: Kern-Inflationsrate

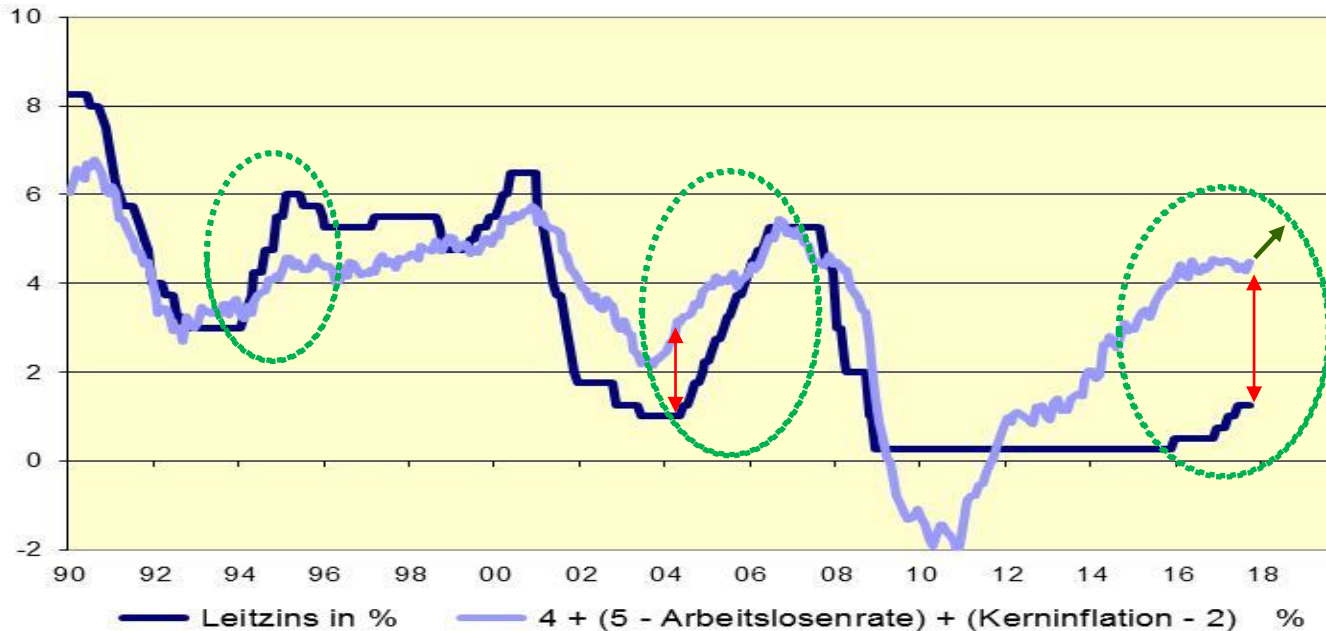


USA: Stundenlöhne



USA: Leitzins

USA: Leitzins und einfache "Taylor-Regel"



Der Chart mit dem Leitzins und der „einfachen Taylor-Regel“, die bei der Arbeitslosenrate einen Schwellenwert von 5% und bei der Kerninflationsrate einen Schwellenwert von 2% für einen Leitzins von 4% unterstellt, zeigt, dass die Diskrepanz zwischen diesem Referenzwert und dem gerade erst viermal angehobenen Leitzins weiterhin sehr hoch ist, insbesondere wesentlich höher als zu irgend einem Zeitpunkt der Leitzinsanstiegsphasen 1994 und 2004! Wir erwarten, dass dieser seitwärts tendierende Taylor-Regel-Referenzwert in den nächsten Monaten leicht ansteigen wird.

Die im Vergleich zum letzten Februar etwas gesunkene Inflation eröffnet der Fed den Spielraum, den Leitzins vorerst nicht so stark anzuheben. Im Dezember dürfte jedoch ein weiterer Zinsschritt nach oben um 25 Basispunkte kommen. Der Wirtschaftsaufschwung, dessen Auftriebskräfte durch Trump erst noch richtig entfesselt werden könnten, der nach wie vor sehr niedrige Leitzins sowie ein wohl wieder stärkerer Inflationsauftrieb dürften jedoch mittelfristig konsequentere Leitzinserhöhungen notwendig machen.

Leitzinserhöhungszyklen

1994:Beginn:

- „Taylor“-Wert: 3,30%
- Leitzins: 3,00%
- Differenz: 0,30 PP

Ende:

- „Taylor“-Wert: 4,60%
- Leitzins: 6,00%
- Differenz: -2,40 PP

2004:Beginn:

- „Taylor“-Wert: 3,20%
- Leitzins: 1,00%
- Differenz: 2,20 PP

Ende:

- „Taylor“-Wert: 5,10%
- Leitzins: 5,25%
- Differenz: -0,15 PP

2016:Beginn:

- „Taylor“-Wert: 4,00%
- Leitzins: 0,25%
- Differenz: 3,75 PP

Ende:

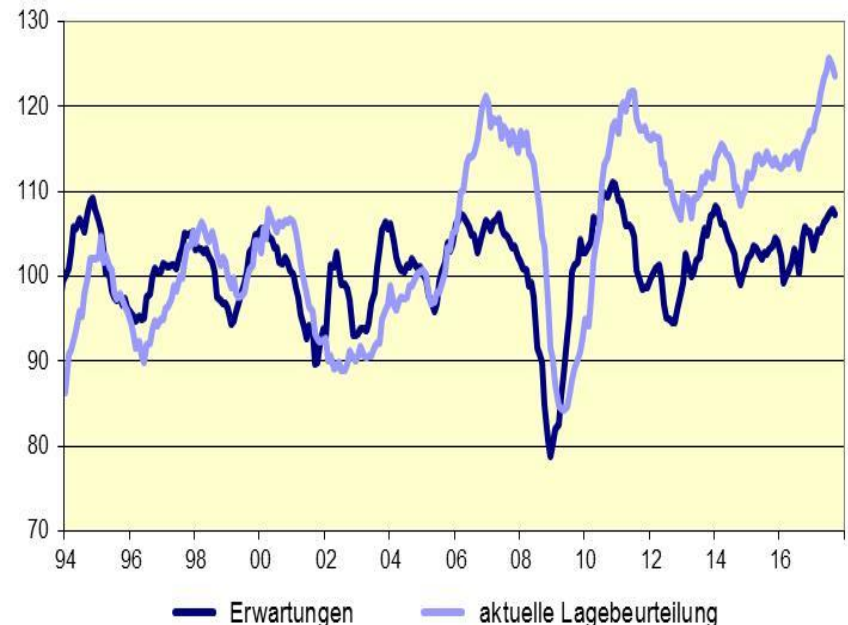
- „Taylor“-Wert: **5,20% ?**
- Leitzins: **3,00% ?**
- Differenz: **2,20 PP ?**

Eurozone: Konjunktur

Eurozone: Geschäftsklima der Europ. Kommission



Deutschland: ifo-Komponenten



Das Geschäftsklima in der Eurozone klettert seit Herbst 2016 nach oben und liegt nur noch geringfügig unter den Höchstständen von 2000, 2007 und 2011! Das deutsche ifo-Geschäftsklima ist in den letzten drei Monaten auf das höchste Niveau seit seiner Neuberechnung 1991 geklettert, wie hier im Chart die Komponente aktuelle Lagebeurteilung!

Diese beachtliche Entwicklung vollzieht sich vor dem Hintergrund anhaltender Krisen in einzelnen EUR-Mitgliedsländern sowie einer weiterhin bestehenden ultraexpansiven Geldpolitik.

Eurozone: Inflation

Eurozone: Konsumklima und Inflation



Deutschland: Konsumklima und Inflation



Sowohl in Deutschland als auch in der Eurozone insgesamt stieg das Konsumklima weiter an und erreichte nun seit ein paar Monaten den höchsten Wert seit über 10 Jahren! Schenkt man dem Zusammenhang zwischen dem um ein Jahr nach vorne verschobenen Konsumklima und der Inflationsrate Vertrauen, so müsste eigentlich die Teuerungsrate auf Jahressicht anziehen, in der Eurozone über 2,0% und damit deutlich über den EZB-Zielwert. Dieser Zusammenhang galt aber nicht für 2014 bis 2016H1, wohl wegen der in dieser Zeitspanne stark gesunkenen Rohstoffpreise. Nachdem die Rohstoffpreise seit geraumer Zeit eine Bodenbildung durchlaufen, dürfte nun eben doch ein gewisser Preisauftrieb spürbar werden.

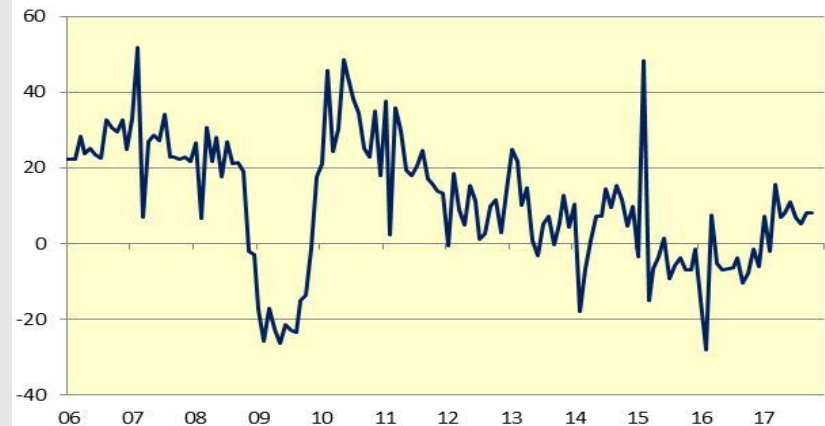
Die Kerninflationsrate der Eurozone liegt seit dreieinhalb Jahren in der vergleichsweise engen Spanne zwischen 0,6% und 1,2%, so dass nicht von einem deflationären Umfeld gesprochen werden kann. EZB-Draghi hat hierzu bereits im Frühsommer seine Tonlage geändert und die Aussage getroffen, dass inzwischen „reflationäre Kräfte die deflationären Kräfte ersetzt hätten“.

China: Konjunktur

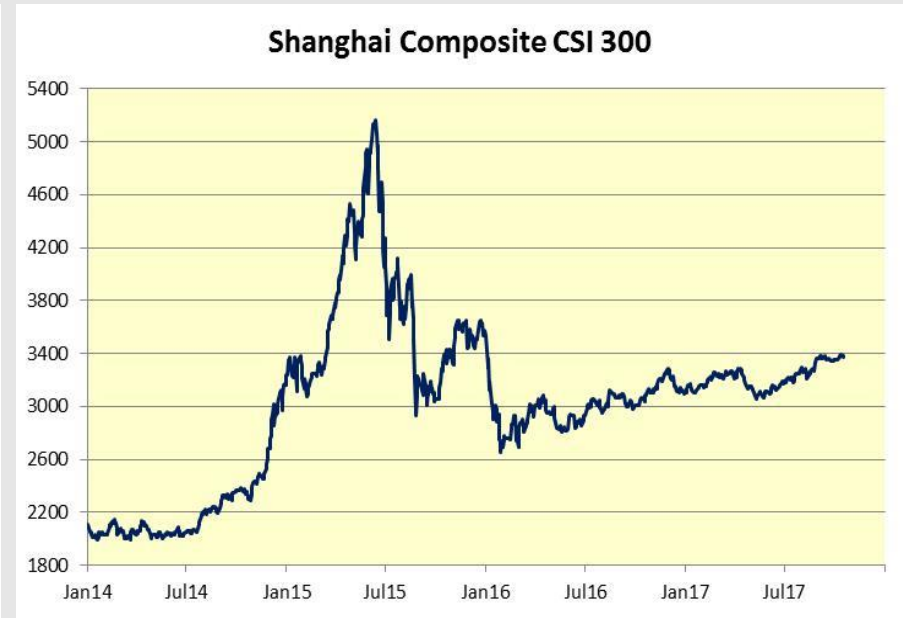
China: BIP-Wachstum in % p.a.

In China verläuft das Wachstum stabil. So wurde zuletzt gewissermaßen „planmäßig“ eine Wachstumsrate von 6,9% erreicht. Der private Konsum ist dabei eine kontinuierlich stärker werdende Stütze der Volkswirtschaft.

Die gestiegenen Erzeugerpreise zeigen eher eine Erhöhung der Rohstoffpreise an als eine Zunahme des Produktionswachstums. Möglicherweise wird die Industrieproduktion aber nun durch den wachsenden Export angeregt. Der Exportanstieg dieser großen exportlastigen und weltweit verwobenen Volkswirtschaft verdeutlicht, dass auch die Weltwirtschaft insgesamt wieder eine stärkere Wachstumsdynamik aufweist.

China: Industrieproduktion, Erzeugerpreise**China: Exporte in USD in % p.a.**

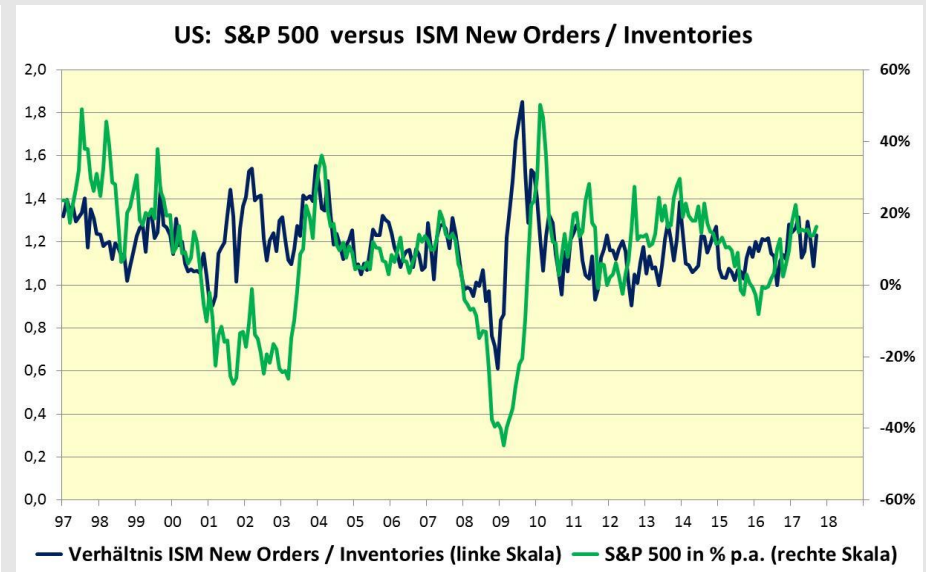
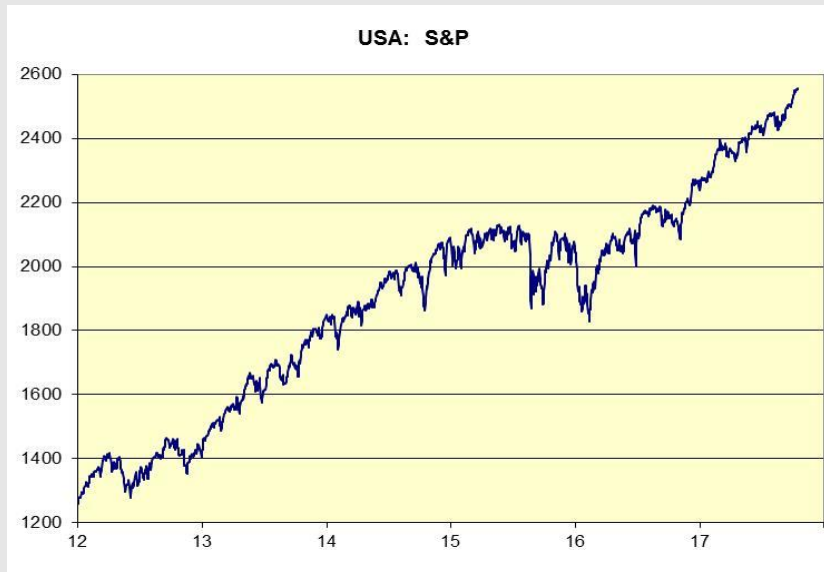
China: Währung, Aktienmarkt



China ist international in einer Nettogläubigerposition, hat weiterhin mit ca. 3 Billionen USD hohe Devisenreserven und erzielt Leistungsbilanzüberschüsse. Die für China-Verhältnisse zwar stabile aber seit ein paar Jahren eher schwächere Konjunktur hat seit 2014 zu einem Abwertungsdruck des **Yuan** geführt. Um eine stärkere Yuan-Abwertung und einen größeren Kapitalabfluss zu verhindern, verkauft China seit längerem immer wieder USD. Seit 2017 verzeichnet die chinesische Währung allerdings wieder einen Anstieg zum USD, der sich im Zuge der Nordkorea-Provokationen gegenüber den Vereinigten Staaten zwischenzeitlich verstärkt hatte. Der Nordkorea-Konflikt könnte die USA zu einer härteren Politik gegenüber China veranlassen, um so über China Druck auf Nordkorea auszuüben. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die Handelsbeziehung USA-China beeinträchtigt wird.

Der **chinesische Aktienmarkt** drifftet seit seinem Kurseinbruch Anfang 2016 leicht nach oben. Eine überzeugende Kurserholung fehlt bislang ebenso wie ein erneuter Kurseinbruch. Protektionistische Maßnahmen der Trump-Regierung könnten eine starke Korrektur auslösen, die auch die Weltaktienmärkte belasten würde. Das derzeit stabile ökonomische Umfeld und anziehende Unternehmensgewinne lassen jedoch eher eine erneute Aufwärtsbewegung erwarten.

Aktienmarkt: S&P500



Der US-Aktienmarkt durchläuft seit dem ersten Quartal 2016 einen mit nur wenigen Rückschlägen durchsetzten und eher steilen Aufwärtstrend und hat zuletzt wieder einmal ein neues Allzeithoch erreicht!

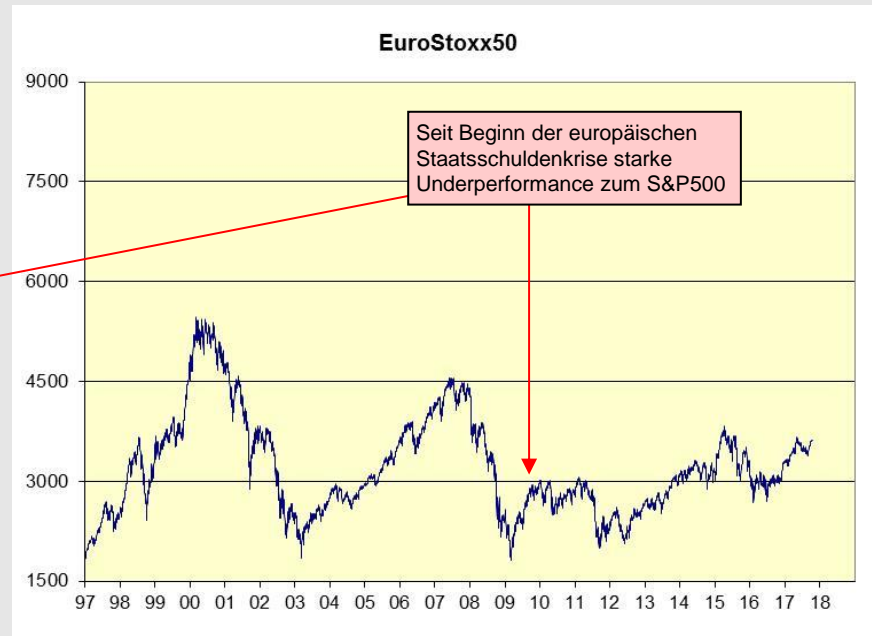
Da die meisten Aktienmarkt-Bewertungsindikatoren eine ziemlich hohe Bewertung anzeigen und der aktuelle Aufwärtstrend recht fortgeschritten ist, könnte der Markt für Dividendenpapiere jederzeit in eine Korrektur- oder zumindest Konsolidierungsphase eintreten. Möglicherweise fehlt hier nur das geeignete Auslöser-Ereignis.

Auf der anderen Seite signalisiert das Verhältnis zwischen Neuaufträgen und Lagerbestand des Einkaufsmanagerindex, welches aufgrund der anziehenden Konjunktur durchaus noch nach oben klettern könnte, dass ein S&P500-Jahresvergleichsplus von deutlich über 20% gut möglich ist. Vom aktuellen Bewertungsniveau ließe sich daraus trotz der aktuellen Rallye ein weiteres Kurssteigerungspotenzial ableiten!

Entscheidend für die weitere Aktienmarktentwicklung wird wohl sein, ob Trump seine exorbitanten Steuersenkungspläne im US-Politikbetrieb in den nächsten Monaten durchsetzen kann. Wir rechnen damit, weil die Republikaner-Partei bei diesem Thema wahrscheinlich an einem Strang ziehen und zumindest eine signifikante Steuersenkung beschließen wird, auch wenn dies dann vielleicht nicht als Steuerreform zu bezeichnen ist.

Unter dem Vorbehalt möglicher negativer Ereignisse wie zum Beispiel einer Eskalation des Streits mit Nordkorea oder eines Einbruchs des chinesischen Aktienmarkts sind daher die Chancen für eine fortgesetzt positive Kursentwicklung bei Aktien weiterhin gegeben.

Aktienmarkt: EuroStoxx50



Im langfristigen Vergleich zwischen den Aktienmärkten der USA und der Eurozone zeigt sich eine frappierende europäische Underperformance. Während der der US-Aktienmarkt seit 2009 einen Aufwärtstrend etablieren konnte, der seit 2013 immer wieder neue Allzeithochs setzt, vollzog der Aktienmarkt der Eurozone seit dem Ende der schweren Rezession 2008/09 nur eine holprige Aufwärtsbewegung, die nicht einmal annähernd den Hochpunkt von 2007 und erst recht nicht den von 2000 erreichte.

Der Hauptgrund hierfür ist die europäische Staatsschuldenkrise, die ja weiterhin ungelöst ist und einen andauernden Belastungsfaktor für die kontinentaleuropäischen Dividendenpapiere darstellt. Hinzu kommt zunehmend das Risikopotenzial einer grundsätzlichen politischen Krise der EU, die den Brexit hinnehmen musste, immer mehr an Zuspruch verliert und sich bislang nicht reformfähig zeigt. Ereignisse wie der Zwist in Spanien wegen Katalonien, die demnächst anstehende Wahl in Italien oder etwas Unvorhergesehenes könnten hier Auslöser für eine tiefe EU-Krise sein.

Für die nächsten Wochen können wir uns allerdings gut vorstellen, dass der EuroStoxx50 eine gewisse Auf- und Nachholbewegung zum S&P500 durchläuft, insbesondere wenn der EUR wie erwartet wieder etwas sinkt. Ein Überschreiten des 2015-Hochs könnte technisch bedingt weitere und eventuell sehr starke Aufwärtskräfte freisetzen. Trotzdem ist hinsichtlich kontinentaleuropäischer Titel ein politischer Bewertungsmalus anzusetzen, da die ernststen politischen Probleme (siehe das deutsche Target2-Saldo Seite 6) ein latentes Rückschlagsrisiko darstellen.

US-Rentenmarkt



Seit 2012 bildet der faire Wert einen Boden aus mit einer unteren Grenze von ungefähr 2,0%. Mit seinem Anstieg 2017 behauptet er sich nun seit Monaten über dem Höchstwert von 2014 und stieg zuletzt über die 2,5%-Marke. Die voraussichtlich wieder anziehende Gesamt- und Kerninflation, der steigende US-Frühindikator und die wohl weiterhin nach oben kletternden Geldmarktzinsen lassen erwarten, dass der faire Wert in den nächsten Quartalen zumindest die 3,0%-Marke erreicht (blauer Pfeil), womit das Niveau der Finanzkrisenphase am Jahreswechsel 2008/09 übertroffen wäre. Unter Umständen, beispielsweise im Falle von kräftiger anziehenden Inflationsraten, wird diese 3,0%-Marke deutlich überschritten.

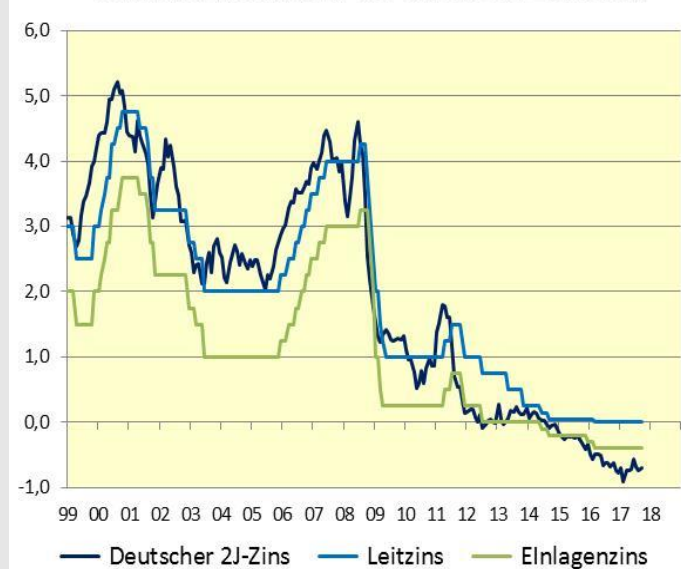
Der 10J-Zins durchbrach Ende 2016 seinen Abwärtstrend und stieg über seinen fairen Wert. Seit dem ersten Quartal 2017 befindet er sich nun in einer Konsolidierungsphase, die ihn wieder unter seinen nach oben kletternden fairen Wert zurückfallen ließ. Sollte unsere Erwartung eines weiter steigenden fairen Werts eintreffen, ist wie beispielsweise 2013/14, 2009 oder 2006 mit einem stärkeren Anstieg des 10J-Zins über den fairen Wert hinaus zu rechnen. In diesem Fall dürfte die Marke von 3,0% überschritten werden und damit auch der Hochpunkt Ende 2013, als der faire Wert wesentlich geringer war.

Deutscher Rentenmarkt

Deutscher 10J/2J-Zins, EZB-Zinsen seit 2014 in %



Deutscher 2J-Realzins, EZB-Zinsen seit 1999 in %



Der 2J-Zins liegt nach wie vor deutlich unter dem Einlagenzins von -0,40%. Seit 2012 notiert er unter dem Leitzins. Bis weit in den mittleren Laufzeitbereich hinein bestehen negative Zinsen, ein klares Zeichen für die anhaltende Überbewertung von Bundesanleihen. Der 10J-Zins ist im August wieder in seine seit letzten November bestehende Handelsspanne zwischen 0,20% und 0,50% zurückgefallen, nachdem er kurzzeitig im Juli daraus nach oben ausgebrochen war.

Verschiedene Signale aus der EZB legen nahe, dass es über kurz oder lang zu einer Reduzierung des Notenbank-Kaufprogramms (Tapering) kommen wird. Hierfür gibt es wohl auch handfeste rechtliche Gründe im Zusammenhang mit der zunehmend ausgeschöpften 33%-Obergrenze des EZB-Bestands bei einzelnen Staatsanleihen. Auch hatte Draghi Ende Juni gesagt, dass „reflationäre Kräfte die deflationären Kräfte ersetzt hätten“. Angesichts der sich beschleunigenden Konjunktur spricht dies alles für tendenziell wieder anziehende Zinsen und damit für eine zumindest teilweise Zinsnormalisierung. Sollte es zudem noch wie von uns erwartet bis Jahresende zu einem US-Zinsanstieg kommen, würde sich der deutsche Rentenmarkt wohl anschließen, so dass hier der 10J-Zins in Richtung 1%-Marke klettern dürfte. Unter Umständen erfolgt dies recht zügig.

Angesichts der Probleme in Europa sind allerdings temporäre Flight-to-quality-Phasen möglich, ohne dass dies den Trend ändern dürfte.

EUR, USD



Verschiedene Faktoren haben 2017 zu einer Erholung des EUR gegenüber dem Greenback geführt. Zu nennen sind hier die in letzter Zeit überraschend positiven Konjunkturdaten in der Eurozone sowie das EU-konstruktive Wahlergebnis in Frankreich. Der Hauptgrund liegt aber in der allgemeinen USD-Schwäche, die vor allem durch die bisherige innenpolitischen Durchsetzungsschwierigkeiten von Präsident Trump und die damit verbundene generelle Unsicherheit über die US-Politik hervorgerufen wurde.

Dieser USD-negative Aspekt könnte jedoch durch eine in den nächsten Monaten erfolgreich durchgesetzte US-Steuersenkung entscheidend abgemildert werden, während umgekehrt die großen und ungelösten Probleme der EU über kurz oder lang wieder belastend für die europäische Einheitswährung werden dürften. Schon eine Zuspitzung des Spanien-Katalonien-Streits oder eine wachsende Unsicherheit im Vorfeld der demnächst anstehenden Italien-Wahl könnte eine starke Korrektur des jüngsten EUR-Anstiegs auslösen.

Die Entwicklung der 3M-Zinsdifferenz US-D spricht sowieso für eine erneute EUR-Schwäche. Wäre sie der alleinige Maßstab, würde wohl bereits die Parität erreicht sein. Es ist sehr fraglich, ob die Schere zwischen dieser Zinsdifferenz und der Wechselkursentwicklung noch viel weiter aufgehen wird. Die Richtungsdiskrepanz der Geldpolitik zwischen Eurozone und USA dürfte bestehen bleiben.

Rohstoffe, Ölpreis

Bloomberg-Rohstoff-Index**Rohöl (WTI) in USD pro Fass**

Nach fast fünf Jahren Rohstoff-Baisse kam es erstmalig 2016 zu einer Gegenbewegung, die anschließend nicht wieder durch ein Absinken auf den vorigen Tiefpunkt konterkariert wurde. Seit Frühsommer 2016 befinden sich der Rohstoffindex im wesentlichen in einer Seitwärtsbewegung mit vergleichsweise eher geringen Kursschwankungen.

Produktionskürzungen im Rohstoffbereich sowie ein allmählich wieder erwachendes Investoreninteresse sprechen vor dem Hintergrund einer anziehenden Weltkonjunktur für einen erneuten Anstieg der vor allem in Relation zum Aktienmarkt stark unterbewerteten Rohstoffnotierungen. Dies dürfte auch positive Effekte auf die rohstoffnahen Währungen haben sowie für einen gewissen Preisauftrieb auf den nachgelagerten Erzeuger- und Verbraucherpreisebenen sorgen.

Fazit und taktische Empfehlung

Europäische Krisen:

Das politische Establishment der EU konnte nach der niederländischen und französischen Wahl etwas aufatmen, ist jedoch sehr verunsichert und jede kommende Wahl lässt im Ergebnis ihre Machtbasis weiter erodieren. Die EU-Probleme (Staatsschuldenkrise, Migrationskrise) sind ungelöst und könnten eine grundlegende Krise hervorrufen.

Konjunktur:

Die globale Konjunktur zieht weiter an. Die US-Volkswirtschaft zeigt dabei besondere Dynamik. Die von Trump avisierte Wirtschaftspolitik würde eine sehr starke US-binnenwirtschaftliche Stimulanz darstellen. Auch in der Eurozone verstärkt sich der bislang eher schwache Aufschwung.

Inflation:

Seit März gingen die Inflationsraten wieder etwas zurück. Die US-Inflation dürfte jedoch wegen des festen Häuser- und Arbeitsmarkts wieder nach oben klettern. Für die Eurozone hat Draghi bereits im Frühsommer die Aussage getroffen, dass „reflationäre Kräfte die deflationären Kräfte ersetzt hätten“.

Stimmung an den Finanzmärkten:

Es besteht weiterhin eine abwartende Haltung bezüglich den tatsächlichen wirtschaftspolitischen Entscheidungen der Trump-Regierung. Es herrscht Sorglosigkeit vor, aber auch nur allenfalls verhaltener Optimismus.

Taktische Empfehlung:Aktien:

Positionen beibehalten, erst im Falle eines weiteren signifikanten Anstiegs

Absicherungsmaßnahmen treffen

Renten:

Duration gering halten, bei erneutem leichten Zinsrückgang verkaufen

Strategische Empfehlung: Rohstoffe:

strategische Engagements aufbauen

© Copyright

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des Urheberrechts unterliegen.

Haftungsausschluss

Die Informationen in dieser Broschüre wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; wir übernehmen jedoch weder Haftung noch irgendeine Garantie. Die Broschüre darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Die in der Broschüre gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden.