



Juni 2018

# Perspektiven

Erste Kratzer

## Impressum

Perspektiven  
abgeschlossen am: 23. Mai 2018

BayernLB Research  
Bayerische Landesbank  
80277 München (Briefadresse)  
E-Mail: [research@bayernlb.de](mailto:research@bayernlb.de)

Leitung:  
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:  
Hubert Siply, Telefon 089 2171-21307

Layout&Grafik:  
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787

## Editorial



Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

die geopolitischen Risiken sind mit der Aufkündigung des Iran-Atomabkommens durch die USA (deren mögliche Auswirkungen wir in einem Sonderkapitel analysieren) trotz Annäherungen zwischen den USA und China im Handelskonflikt insgesamt gestiegen. Gleichzeitig steht in Italien eine EU- und Eurokritische Regierung in den Startlöchern. Die meisten Asset-Klassen haben diese politischen Turbulenzen kalt gelassen. Die direkt betroffenen Märkte zeigen jedoch klare Reaktionen: ein deutlicher Anstieg des Ölpreises und steigende Risikoprämien für italienische Emittenten (und anderer Peripherieländer). Zeitgleich gab es dramatische Abwertungen des argentinischen Peso und der türkischen Lira.

Ein Grund für die „Teflon-Eigenschaft“ der Finanzmärkte gegenüber politischen Risiken in den letzten beiden Jahren war das robuste globale Wirtschaftsumfeld. Dieses ist auch weiterhin intakt, es mehren sich in vielen Regionen außerhalb der USA jedoch die Anzeichen, dass der Zenit der Wachstumsdynamik bereits überschritten ist und der gestiegene Ölpreis das Umfeld eintrüben könnte. Ein weiterer Grund für die Gelassenheit der Märkte war die ultra-lockere Geldpolitik der großen Zentralbanken. Auch dieser Faktor ist weiter vorhanden. Wie jedoch das Beispiel der Fed zeigt, nähert sich die Phase der ultra-lockeren geldpolitischen Rahmenbedingungen langsam dem Ende. Und schließlich ist es mit dem nachhaltigen Übersteigen der Rendite 10-jähriger US-Treasuries über die 3%-Marke für viele Anleger wieder interessant, ihr Portfolio aus risikoreicheren Assets in US-Staatsanleihen umzuschichten. Die Teflon-Schicht hat also an einigen Stellen Kratzer bekommen und es ist nicht auszuschließen, dass die nächste Runde politischer Risiken weitreichende Schäden an den Märkten hinterlässt. Als Katalysator könnten hochverschuldete Schwellenländer dienen, die besonders unter steigenden US-Zinsen und einem stärkeren US-Dollar leiden.

Trotz der steigenden Anfälligkeit der Markt- und Wirtschaftsentwicklung auf (geo-) politische Risiken gehen wir, abgesehen von kurzfristigen Übertreibungen, in unserem Basisszenario nicht von einer starken Marktkorrektur aus. Unterstützt von solidem Gewinnwachstum erwarten wir sogar weitere Gewinne an den Aktienmärkten. Dabei unterstellen wir, dass sich der Konflikt mit dem Iran weiter verschärft, ein erneuter deutlicher Anstieg des Ölpreises jedoch durch eine Ausweitung der OPEC- und US-Fördermengen verhindert werden kann. Die neue italienische Regierung dürfte unserer Meinung nach zwar durch eine Lockerung der Fiskalpolitik und das Zurückdrehen von Reformen nach einem kurzen Strohfeuer die mittelfristigen Aussichten für das drittgrößte Euroland verschlechtern. Ein Austritt aus dem Euro, oder die Einführung einer Parallelwährung in Italien erachten wir jedoch als unrealistisch. Mit der neuen italienischen Führung dürfte der ohnehin schwierige Weg zu einer weiteren Integration der EU und der Währungsunion noch schwieriger werden. Dies dürfte auf dem Juni-Gipfel der Staats- und Regierungschefs offensichtlich werden und manch einen Euro-Bullen enttäuschen. Enttäuscht werden dürften auch diejenigen, die sich bereits im Juni größere Fortschritte in den Brexit-Verhandlungen erhoffen.

Mit besten Grüßen

Dr. Jürgen Michels

## Inhalt

Impressum.....	2
Editorial .....	3
Inhalt.....	4
Das Wichtigste im Überblick .....	5
Prognosen Gesamtwirtschaft.....	7
Prognosen Zins- und Rentenmärkte .....	8
Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe .....	9
Iran: Pulverfass im Nahen Osten .....	10
USA: Update Handelspolitik.....	13
Euro-Raum: Italien-Iran-Irritationen .....	17
Deutschland: K(l)eine Iraneffekte.....	20
Schwellenländer .....	23
Devisenmärkte: Shorts ade, Dollar olé .....	24
Rentenmärkte: Standhafte Notenbanken.....	28
Aktienmärkte: Positiver Gewinntrend intakt .....	30
Das Research-Team der BayernLB .....	33
Disclaimer.....	34
Abkürzungsverzeichnis .....	34

# Das Wichtigste im Überblick

## Globales Umfeld: Zenit des weltweiten Wachstums überschritten

- ▶ Leicht geringeres Weltwirtschaftswachstum
  - Das globale Konjunkturmilieu bleibt weiterhin gut, der Zenit des weltweiten Wachstums dürfte aber überschritten sein. Durch die einseitige Aufkündigung des Iran-Atomabkommens durch die USA und den dadurch hervorgerufenen Anstieg der Ölpreise sind die Abwärtsrisiken jedoch gestiegen. Zudem zeigen die jüngsten teils dramatischen Abwertungen einiger Emerging Markets-Währungen, dass der Anstieg der Renditen die makroökonomische Stabilität in einigen Schwellenländern gefährden kann.
  - Der Anstieg der Ölpreise wird in den kommenden Monaten zu steigenden Inflationsraten beitragen. Dies dürften die Entscheider der Fed und der EZB aber wenig beeindrucken. Mehr Augenmerk dürften die Notenbanker, insbesondere in den USA, der Entwicklung der Löhne widmen.

## Rohstoffmärkte: Politik treibt Öl spürbar an, Gold weiterhin neutral

- ▶ Brent scheinbar nicht zu bremsen
  - Nachdem die USA das Atomabkommen mit dem Iran nicht verlängert haben, hat die geopolitische Unsicherheit zwar zugenommen. Das reichliche Ölangebot außerhalb der OPEC sowie ein Einlenken der OPEC im Juni dürfte Brent aber mittelfristig belasten.
  - Lange Zeit missachtete Gold zwar den starken US-Dollar, konnte aber letztlich den Durchbruch durch die Marke von 1.300 USD nicht verhindern. Dies spricht kurzfristig für weitere Kursverluste, die aber mittelfristig nicht nachhaltig sein dürften.

## USA: Update – Handelspolitik

- ▶ Keine Änderung unserer Prognosen
  - Die US-Wirtschaft ist recht dynamisch in das Jahr 2018 gestartet. Da wir weiterhin nicht mit einer Eskalation der handelspolitischen Streitigkeiten rechnen, dürfte die Wirtschaft 2018 und 2019 um 2,8% zulegen. Die Inflationsrate sollte aufgrund des volatilen Ölpreises kurzfristig größere Ausschläge zeigen. Die Fed dürfte darüber aber hinwegsehen und insgesamt vier Zinsschritte in diesem Jahr durchführen, gefolgt von drei Zinsanhebungen im Jahr 2019.

## Euro-Raum: Italien-Iran-Irritationen

- ▶ Abwärtsrevision der Wachstumsprognose
  - Wir revidieren unsere Wachstumsprognose 2018 leicht abwärts. Der Aufschwung setzt sich fort, obwohl das Ende des Iran-Abkommens, der ungelöste US-Handelsstreit und die Regierungsfindung in Italien für anhaltende Unsicherheit sorgen.
  - Die EZB wird ihren Kurs der graduellen geldpolitischen Normalisierung fortsetzen. Selbst im Falle eines geopolitisch getriebenen starken Ölpreis- und damit Inflationsanstiegs dürfte keine stärkere Straffung folgen, da die Konjunkturrisiken dann überwiegen.

## Deutschland: K(l)eine Iraneffekte

- ▶ Abwärtsrevision der Wachstumsprognose
  - Die Konjunktur hat sich etwas abgekühlt. Ihre Hauptstütze, die Binnennachfrage, steht aber noch fest im Wind und die Indikatoren sprechen nicht für eine weitere Abschwächung. Wir haben dennoch unsere Wachstumsprognose 2018 auf 2,0% gesenkt.
  - Das Aufkündigen des Iran-Abkommens durch die USA dürfte konjunkturell zunächst keine Bremsspuren hinterlassen. Problematisch würde es nur, wenn Sekundärsanktionen die Unternehmen trafen oder der Ölpreis sehr stark steigt.

### Devisenmärkte: Shorts ade, Dollar olé

- ▶ Dollar kurzfristig stärker

- Bei höheren Renditen zehnjähriger US-Anleihen und geringen Erwartungen an den EU-Gipfel Ende Juni ändern wir unsere Dreimonatsprognose in Richtung eines stärkeren Dollar (1,16 statt 1,20 Dollar je Euro), während wir die Prognosen auf Sicht von sechs und zwölf Monaten kaum anpassen. Wir erwarten weiterhin, dass der Dollar zunächst durch den Fed-Zinserhöhungskurs und Eindeckungskäufe auf die hohen Shortpositionen unterstützt wird, bevor er 2019 im Zuge einer US-Konjunkturabkühlung wieder abwertet.

### Rentenmärkte: Standhafte Notenbanken

- ▶ Der Transatlantik-Spread dürfte sich einengen

- Der Renditeanstieg von US-Treasuries dürfte auslaufen, da der Ölpreis wohl wieder nachgeben wird und die Fed-Erwartungen für dieses Jahr nicht mehr viel Luft nach oben bieten. Da die EZB an ihrem Ausstiegspfad festhalten sollte, gehen wir gleichzeitig von höheren Bund-Renditen aus, weshalb sich der 10-Jahres-Transatlantik-Spread wieder einengen sollte. Für die Peripherie bleiben wir negativ und untergewichtet. Zum Jahresende gehen wir weiterhin davon aus, dass 10-jährige US-Treasuries bei 3,1% und Bundesanleihen bei 1,0% rentieren. Dadurch sehen wir den Transatlantik-Spread Ende 2018 wieder bei 210 Bp; etwas weiter als zum Jahresbeginn.

- ▶ Verlangsamter Spreadanstieg bei Covered Bonds

- Der Spreadanstieg bei Covered Bonds ist aufgrund des zurückgehenden Neuemissionsvolumens gestoppt. Technische Faktoren bestimmen weiterhin den Markt, während politische Risiken weitgehend ausgeblendet werden. Für die kommenden Wochen erwarten wir eine geringere Volatilität, besonders in den Kernmärkten.

- ▶ Corporate Bonds: viele Sorgenkinder

- Ein hohes Neuemissionsvolumen am Primärmarkt in Kombination mit einer nachlassenden EZB-Unterstützung aus dem CSPP sorgte für eine Belastung der Sekundärmarkt-Spreads. Dieser Trend dürfte sich mittelfristig fortsetzen. Kurzfristig wurde die Spread-Ausweitung durch geopolitische Sorgen überzeichnet, und das politische Treiben in Italien spiegelte sich in weiteren Risikoaufschlägen einzelner Namen wider.

### Aktienmärkte: Positiver Gewinntrend intakt

- ▶ Prognoseszenario nahezu unverändert

- Unser Aktienmarktszenario bleibt unverändert zum einen von der Einschätzung geprägt, dass abgeschwächter Rückenwind der globalen Konjunktur in Verbindung mit der fortschreitenden geldpolitischen Straffung der Fed sowie steigenden Kapitalmarktzinsen zu Druck auf die Aktienbewertungen führt. Mit der Kurskorrektur im ersten Quartal haben die Aktienmärkte dieses Szenario zumindest in Teilen bereits eingepreist.
- Zum anderen sollten steigende Unternehmensgewinne den Anstieg der Risikoprämien auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten noch überkompensieren. Im laufenden Jahr ist der Gewinnzuwachs in den USA, vor allem bedingt durch die US-Steuerreform, dabei deutlich höher als in Europa. 2019 wird sich die Gewinndynamik wieder angleichen.
- Aufgrund unserer veränderten Euro-Dollar-Prognose haben wir die Aktienindex-Prognosen geringfügig angepasst (DAX zum Jahresende 2018: 13.500 Punkte; bisher 13.400).

# Prognosen Gesamtwirtschaft

In Prozent

	Welt-BIP Anteil	BIP-Wachstum zum Vorjahr			Inflation zum Vorjahr			Öffentl. Haushaltssaldo gemessen am BIP			Öffentl. Schuldenstand gemessen am BIP			Leistungsbilanzsaldo gemessen am BIP		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
USA	25,4	2,3	2,8	2,8	2,1	2,5	2,0	-3,5	-4,2	-4,9	105,7	104,2	103,0	-3,0	-2,4	-2,2
Euro-Raum	16,3	2,5	2,1 (2,3)	1,8	1,5	1,6	1,7	-0,9	-1,0	-1,1	86,7	85,3	84,1	3,5	3,2	3,0
Deutschland	4,7	2,2	2,0 (2,3)	1,9	1,8	1,9	2,1	1,3	1,0	0,7	64,1	61,1	58,3	8,0	7,7	7,4
Frankreich	3,4	1,8	2,1	1,7	1,0	1,3	1,3	-2,6	-2,6	-2,6	97,0	96,2	95,8	-2,8	-2,6	-2,4
Italien	2,6	1,5	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	-2,3	-2,7	-2,7	131,8	132,6	133,4	2,9	2,5	2,2
Spanien	1,7	3,1	2,7	2,6	2,0	1,6	1,6	-3,1	-2,7	-2,6	98,3	96,8	95,3	1,6	1,7	1,8
Niederlande	1,1	3,2	2,4 (2,7)	1,9	1,4	1,5	2,0	1,1	0,8	0,5	56,7	54,1	51,8	9,8	9,0	8,4
Belgien	0,6	1,7	1,6	1,6	2,1	1,5	1,6	-1,0	-1,2	-1,5	103,1	101,2	99,5	0,1	0,2	0,2
Österreich	0,5	2,9	2,4	1,8	2,1	1,9	2,0	-0,7	-0,3	-0,2	78,4	75,4	72,8	2,1	2,2	2,2
Griechenland	0,3	1,4	1,5	1,5	1,1	1,3	1,5	0,8	0,3	0,3	178,6	173,2	167,7	-0,8	0,4	0,5
Finnland	0,3	2,6	2,5	2,0	0,7	1,3	1,6	-0,6	-0,8	-1,0	61,4	59,6	58,1	0,7	0,3	0,3
Portugal	0,3	2,7	1,9	1,6	1,4	1,3	1,4	-3,0	-2,2	-2,0	125,7	124,5	123,3	0,5	0,3	0,3
Irland	0,4	7,8	5,0	2,5	0,3	1,5	1,7	-0,3	-0,2	-0,2	68,0	64,0	61,5	12,5	6,0	5,0
Japan	5,8	1,7	0,6 (1,2)	0,8 (0,9)	0,5	1,4	1,2	-4,8	-4,1	-3,6	221,0	223,3	224,0	5,1	4,9	4,8
Großbritannien	4,0	1,7	1,2	0,5	2,7	2,6	2,3	-2,1	-1,9	-1,5	87,7	86,1	85,0	-5,0	-4,6	-4,4
Schweiz	0,9	1,0	2,1	1,8	0,5	0,7	1,0	-0,1	-0,1	0,0	42,8	41,7	40,7	10,0	9,5	9,5
<b>Fortgeschrittene Länder<sup>1)</sup></b>	<b>58,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2 (2,3)</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>112,2</b>	<b>111,2</b>	<b>110,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>
China	15,7	6,9	6,6	6,4	1,6	2,2	2,4	-4,0	-3,8	-4,0	47,8	50,0	53,0	1,4	2,0	2,0
Asien (o. Japan/China)	9,7	5,0	5,2	5,3	2,5	2,8	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Indien	2,9	6,7	7,5	8,0	3,7	4,7	4,8	-6,9	-6,3	-6,0	70,2	66,0	65,0	-2,0	-1,5	-1,6
Indonesien	1,2	5,1	5,3	5,5	3,8	3,7	3,9	-2,6	-2,5	-2,5	28,9	29,0	30,0	-1,7	-2,0	-1,8
Lateinamerika	6,4	0,9	2,1 (2,3)	2,4	9,1	6,8	6,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brasilien	2,5	1,0	2,5	2,5	3,5	3,3	3,8	-7,8	-8,3	-8,3	84,0	87,3	90,2	-0,5	-1,6	-1,8
Mexiko	1,6	2,0	2,2	2,2	6,0	4,3	3,5	-1,1	-2,5	-2,5	54,2	53,5	53,4	-1,7	-1,9	-2,2
Russland	1,9	1,5	1,7	1,5	3,7	2,7	3,5	-1,5	-1,0	-1,0	17,4	18,7	19,5	2,6	4,5	3,8
Mittel- und Osteuropa	3,1	5,4	3,9	3,5 (3,6)	4,9	5,1	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Türkei	1,0	7,4	4,5	4,0	11,1	10,0	9,0	-3,0	-2,5	-2,3	28,0	28,0	27,5	-5,6	-5,5	-5,3
Naher u. Mittlerer Osten	3,4	1,8	2,6 (2,9)	2,4 (3,1)	6,6	8,7	7,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Südafrika	0,4	1,2	1,6	2,0	5,3	5,2	5,0	-4,5	-3,6	-3,6	52,7	54,9	55,7	-2,5	-2,8	-2,6
<b>Schwellenländer<sup>1)</sup></b>	<b>41,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7 (4,8)</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,0</b>	<b>49,0</b>	<b>51,0</b>	<b>52,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Welt</b>	<b>100</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2 (3,3)</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Quellen: Eurostat, IWF, BayernLB 1) Enthält auch weitere Länder "-" nicht verfügbar alte Prognosen in Klammern

## Prognosen Zins- und Rentenmärkte

Zinsen und Renditen in %, Spreads in Basispunkten<sup>1)</sup>

		Stand am 22.05.2018	in 3M Aug 2018	in 6M Nov 2018	in 12M Mai 2019
<b>Leitzinsen</b>					
Euro-Raum		0,00	0,00	0,00	0,00
Großbritannien		0,50	0,50	0,50	0,50
Schweiz <sup>2)</sup>		-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Polen		1,50	1,50	1,50	1,50
Tschechien		0,75	0,75	1,00	1,25
USA		1,50 - 1,75	1,75 - 2,00	2,00 - 2,25	2,50 - 2,75
Japan <sup>2)</sup>		-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1
<b>USA/Euro-Raum</b>					
USA	3M USD-Libor	2,33	2,40	2,55	3,05
	2 Jahre	2,57	2,60	2,80	3,20
	5 Jahre	2,90	2,90	3,00	3,30
	10 Jahre	3,06	3,00	3,10	3,40
	30 Jahre	3,20	3,20	3,30	3,60
Euro-Raum	3M Euribor	-0,32	-0,33	-0,33	-0,27
	2 Jahre	-0,60	-0,40	-0,30	0,00
	5 Jahre	-0,08	0,20	0,40	0,60
	10 Jahre	0,56	0,80	1,00	1,30
	30 Jahre	1,27	1,40	1,70	1,90
<b>Rendite Spreads</b>					
Bunds	Steilheit 2-10	116	120	130	130
US Treasuries	Steilheit 2-10	49	40	30	20
Treasuries . vs. Bunds	Spread 2 Jahre	317	300	310	320
	Spread 10 Jahre	250	220	210	210
Swap vs. Bund	Spread 10 Jahre	47	40	35	30
<b>Ausgewählte Staatsanleihemärkte</b>					
Großbritannien	3 Monate	0,62	0,54	0,54	0,54
	10 Jahre	1,52	1,50	1,60	1,80
Schweiz	3 Monate	-0,73	-0,75	-0,75	-0,75
	10 Jahre	0,10	0,10	0,30	0,50
Polen	3 Monate	1,70	1,70	1,70	1,70
	10 Jahre	3,26	3,40	3,60	3,90
Tschechien	3 Monate	0,90	0,95	1,20	1,50
	10 Jahre	1,98	2,00	2,20	2,50
Japan	3M Tibor	0,07	0,00	0,00	0,00
	10 Jahre	0,06	0,07	0,12	0,15
<b>Corporate Bonds</b>					
iBoxx € Non-Financials	Ø 6,1 Jahre	57	55	65	75
iBoxx € Financials (Senior)	Ø 5,0 Jahre	53	50	55	65
iTraxx Europe Main	5 Jahre	59	50	60	70
<b>Covered Bonds</b>					
iBoxx € Covered	Ø 5,0 Jahre	2	5	9	12
Pfandbriefe (Rendite)	2 Jahre	-0,26	-0,10	0,05	0,30
	5 Jahre	0,31	0,55	0,70	0,85
	10 Jahre	0,99	1,05	1,25	1,55

Quelle: BayernLB 1) Monatsendstände 2) Einlagesatz USA: Treasuries; Euro-Raum: Bundesanleihen



## Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe

	Stand am 22.05.2018	in 3M Aug 2018	in 6M Nov 2018	in 12M Mai 2019	
<b>Aktienindizes<sup>1)</sup></b>					
DAX	13.170	12.900	13.400	13.600	
EURO STOXX 50	3.587	3.540	3.660	3.680	
S&P 500	2.724	2.710	2.810	2.860	
Nikkei 225	22.960	22.700	23.500	23.800	
<b>Devisen</b>					
Dollar	USD pro EUR	1,18	1,16	1,16	1,22
Japanischer Yen	JPY pro EUR	131	129	131	138
	JPY pro USD	111	111	113	113
Britisches Pfund	GBP pro EUR	0,88	0,89	0,90	0,93
	USD pro GBP	1,34	1,30	1,29	1,31
Schweizer Franken	CHF pro EUR	1,17	1,18	1,18	1,19
	CHF pro USD	0,99	1,02	1,02	0,98
Schwedische Krone	SEK pro EUR	10,23	10,30	10,20	10,10
	SEK pro USD	8,68	8,88	8,79	8,28
Norwegische Krone	NOK pro EUR	9,49	9,50	9,55	9,60
	NOK pro USD	8,06	8,19	8,23	7,87
Kanadischer Dollar	CAD pro EUR	1,51	1,50	1,48	1,48
	CAD pro USD	1,28	1,29	1,28	1,21
Australischer Dollar	AUD pro EUR	1,55	1,55	1,53	1,50
	USD pro AUD	0,76	0,75	0,76	0,81
Chinesischer Renminbi	CNY pro EUR	7,50	7,42	7,42	7,75
	CNY pro USD	6,37	6,40	6,40	6,35
Polnischer Zloty	PLN pro EUR	4,28	4,20	4,20	4,25
	PLN pro USD	3,64	3,62	3,62	3,48
Tschechische Krone	CZK pro EUR	25,7	25,4	25,2	24,8
	CZK pro USD	21,8	21,9	21,7	20,3
Südafrikanischer Rand	ZAR pro EUR	14,8	14,5	15,1	16,5
	ZAR pro USD	12,6	12,5	13,0	13,5
<b>Rohstoffe</b>					
Rohöl-Brent (Dollar je Fass)	80	70	65	65	
Gold (Dollar je Feinunze)	1.291	1250	1300	1300	

Quelle: BayernLB 1) Monatsendstände

## Iran: Pulverfass im Nahen Osten

US-Präsident Trump hat seinen Worten Taten folgen lassen und den Ausstieg der USA aus dem Iran-Atomabkommen verkündet. Mit einem Memorandum setzt er Sanktionen, die seit dem Beginn des Abkommens in Teilen ausgesetzt waren, wieder ein.

- ▶ In 90 bis 180 Tagen sind die alten Sanktionen in Kraft

Alte Sanktionen werden wieder in Kraft gesetzt  
Sanktionen auf verschiedene Produkte oder den Handel damit

In den nächsten 90 Tagen (6. Aug.)	In den nächsten 180 Tagen (4. Nov.)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erwerb von US-Dollar durch die iranische Regierung</li> <li>• Gold und andere Edelmetalle</li> <li>• Aluminium, Stahl, Kohle Graphit</li> <li>• Handel mit dem iranischen Rial oder dessen Halten im Ausland</li> <li>• Handel mit iranischen öffentlichen Schuldtiteln</li> <li>• Automobile</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Häfen und die Verschiffung von Gütern</li> <li>• Petroleum und Produkte der Petrochemie</li> <li>• Bankgeschäfte (Zentralbank und Geschäftsbanken)</li> <li>• Energiesektor</li> <li>• Weitere Finanzdienstleistungen z.B. Versicherungen</li> </ul>

Quelle: US Treasury, BayernLB Research

Ab dem 5. November werden zusätzlich einzelne Iraner wieder auf Sanktionslisten gesetzt und damit u.a. ihre ausländischen Konten eingefroren.

- ▶ Schwerpunkt liegt auf den Sekundärsanktionen

Diese primären Sanktionen gelten für US-Bürger und US-Unternehmen und den Handel, der mit US-amerikanischen Gütern, von US-amerikanischem Boden aus oder mit amerikanischem Gerichtsstand erfolgt. Zwar wurden nach dem Iran-Atomabkommen ab Mitte Januar 2016 die meisten Primärsanktionen in den USA aufrechterhalten. Ausnahmen gab es nur in Einzelfällen wie beim Flugzeugbau und dessen Zulieferindustrie sowie für einzelne Nahrungsmittel und den Handel mit Perserteppichen. Ausgesetzt wurden mit dem Atomabkommen jedoch die bis dahin geltenden Sekundärsanktionen, die sich gegen Nicht-US-Bürger bzw. Nicht-US-Unternehmen richten und diesen bestimmte Aktivitäten in einem sanktionierten Land oder mit Geschäftspartnern dieses Landes verbieten. Dabei wird ein ausländisches Unternehmen oder eine ausländische Person von den US-Behörden (Außen-, Justiz- oder Wirtschaftsministerium) auf eine Sanktionsliste gesetzt. Rechtlich gesehen wird dabei nicht die dritte Partei von den US-Behörden direkt belangt, sondern US-Unternehmen oder Personen, die mit dieser geschäftliche Beziehungen haben. So kann möglichen US-Zulieferern der Handel mit sanktionierten Unternehmen verboten werden oder US-Banken könnten Finanzgeschäfte mit diesen Unternehmen einstellen. Als härteste Sanktionsmaßnahme könnte sogar ein (Finanz-) Unternehmen vom US-Dollar-Handel ausgeschlossen werden. Bei Privatpersonen drängt die US-Regierung zumeist auf Einfrierung der Konten der sanktionierten Person. Ungeachtet der aktuell diskutierten Sanktionen blieben US-Sanktionen u.a. wegen des Verstoßes der iranischen Regierung gegen Menschenrechte oder wegen der Unterstützung von Terrororganisationen auch nach dem Atom-Deal in Kraft.

- ▶ EU unter Druck

Auch nach dem Austritt der USA bleibt das Abkommen formal bestehen. Die Partnerländer Russland, China, Großbritannien, Frankreich und Deutschland bzw. die EU sowie der Iran können sich weiterhin an die Absprachen halten. Eine Fortsetzung des Handels wird jedoch wegen der Sekundärsanktionen der USA für Unternehmen kaum möglich sein. Nur wenige dürften riskieren, vom US-Geschäft abgeschnitten zu werden, zumal das Irangeschäft

schäft in den meisten Ländern keine große Bedeutung hat. Die iranische Regierung hat der EU ein Ultimatum von 60 Tagen gestellt, um über die Fortführung des Abkommens zu entscheiden. Ein Aufrechterhalten des Handels mit dem Iran ist für EU-Unternehmen und Personen, die auch in den USA tätig sind, nur möglich, wenn sie vor US-Sanktionen geschützt werden. Tatsächlich wurde 1996 von der EU eine Regelung zur Blockierung von US-Sekundärsanktionen („Blocking regulation“) im Falle von Geschäften mit Kuba, Syrien und dem Iran mit Erfolg eingesetzt. Dieses Instrument könnte nun durch eine Erweiterung auf die neuen Sanktionen wiederbelebt werden, müsste aber einen Gesetzgebungsprozess durchlaufen, der wohl länger als 60 Tage dauern dürfte. Daher dürfte die EU den US-Sanktionsvorgaben nachkommen. China könnte den Iran hingegen weiter unterstützen, auch weil das Land ein Teil des Projektes „Neue Seidenstraße“ ist und erst kürzlich eine neue Güterverkehrsstrecke nach Teheran eröffnet hat. Auch Russland dürfte sich nicht so schnell von den USA einschüchtern lassen. Aber auch hier könnten die USA die Sanktionen gegen russische Staatsbürger und russische Unternehmen verschärfen.

### Geopolitische Risiken im Nahen und Mittleren Osten steigen

- ▶ Atomare Aufrüstung in der Region droht

Aus unserer Sicht ist der Fortbestand des Atom-Deals zwischen dem Iran und den verbleibenden Vertragspartnern unwahrscheinlich. Sollte der Iran – wie angedroht – wieder mit der Anreicherung von Uran beginnen, ist eine Kettenreaktion der atomaren Aufrüstung in der Region zu befürchten: Iran sieht sich nur als Atommacht ausreichend vor den USA geschützt. Saudi-Arabien würde mit einem eigenen Atomprogramm nachziehen wollen. Beide Länder streben die Hegemonialmacht in der Region an. Dieser Konflikt wird zusätzlich durch den Religionskampf zwischen Schiiten (deren Schutzmacht der Iran ist) und den Sunniten (deren Interessen von Saudi-Arabien gewahrt werden) befeuert. Der Kampf um die Vormachtstellung in der Region spiegelt sich in den Stellvertreterkriegen in Syrien, dem Irak und Jemen (sowie indirekt im Libanon und den palästinensischen Autonomiegebieten) wider. Die erneute Isolation Irans befeuert die Aufrüstungsspirale, die die gesamte Region unsicherer und instabiler macht.

- ▶ Wahrscheinlichkeit für Militärschlag gegen Iran steigt

Israel – durch die Stellvertreterkriege immer mehr von iranischen Verbündeten umzingelt – fühlt sich vom Iran existenziell bedroht. Der Konflikt zwischen Israel und Iran, der während des Atom-Deals unterschwellig schwelte, bricht nun wieder aus. Noch tragen beide Länder diesen auf militärischer Ebene in Syrien aus. Die Spannungen in der Region verlagern sich aber zunehmend in Richtung einer direkten Konfrontation. Neu ist, dass sich inzwischen sogar Saudi-Arabien mit Israel gegen den Iran verbündet. Die Wahrscheinlichkeit, dass der Iran sein Atomprogramm wieder aufnimmt und in der Folge Israel zusammen mit den USA und evtl. Saudi-Arabien gezielte Luftschläge gegen iranische Nuklearanlagen verübt, ist deutlich gestiegen. Die Ausweitung einer militärischen Eskalation zum Flächenbrand in der Region könnte die Folge sein.

### Folgen für den Ölpreis

- ▶ Geringe Hoffnung auf Saudi-Arabien

Mitte März pendelte der Preis für Rohöl der Sorte Brent noch zwischen 64 und 66 USD je Fass, und ein signifikanter Anstieg erschien wegen der Möglichkeit einer raschen Ausweitung der Ölförderung außerhalb der OPEC unwahrscheinlich. Seit dem Besuch des Saudi-arabischen Kronprinzen in den USA am 20. März, mit dem das Thema „Iran“ in den Fokus der Weltöffentlichkeit rückte, hat sich dies verändert. Mit dem Austritt der USA aus dem Atomabkommen schnellte der Brent-Preis auf knapp 80 USD nach oben. Dies verwundert nicht, sind die US-Sanktionen doch sehr machtvoll. Zum einen wird der Großteil des Ölhandels in US-Dollar abgewickelt, den das US-Bankensystem kontrolliert. Zum anderen droht dem Weltmarkt innerhalb der kommenden sechs Monate, in denen die Sanktionen vollständig umgesetzt werden, ein Entzug von mindestens 500 Tsd. Fass pro Tag. Dass es

– anders als 2012 – nicht rund 1 Mio. Fass pro Tag werden dürften, liegt vor allem daran, dass sich China an den Sanktionen voraussichtlich nicht beteiligen wird. Das Gleiche dürfte für die Türkei gelten, und der Iran wird sowohl Renminbi als auch Euros akzeptieren, um das US-Bankensystem zu umgehen. Der Ölpreis reagierte auf den Ausstieg der USA aus dem Atomabkommen unter anderem auch deshalb so heftig, weil dies in einer Phase erfolgte, in der der Weltmarkt aufgrund der Förderkürzungen der OPEC nahezu ausgeglichen ist. Der Markt preist zudem eine mögliche Ausweitung der Ölförderung Saudi-Arabiens nicht ein. Historisch gesehen zu Recht, denn zum einen ist nicht auszuschließen, dass das Königreich die OECD-Erdölvorräte deutlich unter den 5-Jahresdurchschnitt drücken will, und zum anderen wurde mehrfach ein Kursziel von mindestens 80 USD ausgegeben. Zudem scheut Saudi Arabien traditionell davor zurück, zu schnell Öltanker auf die Reise zu schicken, die bei ihrer Ankunft im Zielhafen aufgrund einer Lösung des Konfliktes nicht mehr gebraucht werden könnten. Dies war beispielsweise während der streikbedingten Ausfälle Venezuelas in den Jahren 2002/2003 der Fall. Und auch 2008 wies Saudi-Arabien die Bitte des damaligen US-Präsidenten zurück, die Förderung zu erhöhen, um den Ölpreis von seinerzeit über 140 USD zu drücken.

- Bei Eskalation kurzfristig starker Ölpreisanstieg

Unterstellt man, dass der Markt sowohl den wahrscheinlichen Ausfall iranischen Rohöls als auch den weiteren Produktionsrückgang in Venezuela bis Ende 2018 mit dem Anstieg um rund 15 USD auf etwa 80 USD je Fass ausreichend eingepreist hat – ein Ausfall von 1 Mio. Fass pro Tag hebt den Ölpreis für sich genommen um 20% –, stellt sich die Frage, wie stark das schwarze Gold auf eine Eskalation zwischen den verfeindeten Parteien reagieren würde. Historische Beispiele extremer Preisschübe gibt es zuhauf: Am eindrucksvollsten war sicher die Preisexplosion zu Beginn des Öl-Booms Mitte des 19. Jahrhunderts in Pennsylvania, als die Rohölnotierungen von 1861 bis 1864 um 1.545% auf 8,06 USD je Fass schossen. Auf Basis heutiger Preise entsprach dies damals einem Preis von über 120 USD je Fass, ein Niveau das erst 2008 wieder erreicht wurde. Auch während der beiden Ölkrisen 1973/74 und 1979/80 standen mit +252% bzw. +163% deutliche Preissteigerungen zu Buche. Mit Inkrafttreten der Sanktionen gegen den Iran stieg Brent von Juli bis September 2012 deutlich weniger stark, aber doch spürbar von unter 90 auf knapp 120 USD je Fass an, also etwa doppelt so stark wie heute. Gleichwohl dürfte dies im Eskalationsfall nicht das Ende der Fahnenstange sein. In einer ersten Reaktion kann davon ausgegangen werden, dass die Märkte aus Sorge um eine länger anhaltende, flächendeckende militärische Auseinandersetzung in der Region – Saudi-Arabien und der Iran verfügen weltweit über die zweit- bzw. vierthöchsten Erdölvorräte – die Notierungen deutlich über die Marke von 100 USD je Fass hinaus hochtreiben. Das Rekordhoch von knapp 150 USD im Juli 2007 kann hierfür als grobe Orientierung dienen. Mittel- und langfristige kann und wird es jedoch wieder zu merklichen Preisrückgängen kommen. Entweder, weil eine mögliche militärische Auseinandersetzung nur kurze Zeit dauert, der hohe Ölpreis aber dafür sorgt, dass das Rohölangebot spürbar ausgeweitet wird, oder weil der hohe Ölpreis einerseits deutliche Bremsspuren in der Weltwirtschaft verursacht und andererseits ein Ausweichen auf andere Energieträger erfolgt. So fiel mit dem Beginn russischer Erdölausfuhren und mit Einführung der elektrischen Glühlampe der Ölpreis 1867 wieder auf 2,41 US-Dollar je Fass.

[christiane.berg@bayernlb.de](mailto:christiane.berg@bayernlb.de)

[verena.strobel@bayernlb.de](mailto:verena.strobel@bayernlb.de)

[andreas.speer@bayernlb.de](mailto:andreas.speer@bayernlb.de)

## USA: Update Handelspolitik

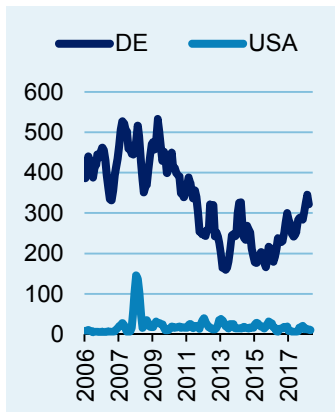
In Washington geht es turbulent zu in diesen Tagen. Nachdem im April der Handelsstreit zwischen den USA und China im Fokus stand, ist es in Mai das Ende des Iran-Atomabkommens. Aber nur weil sich die Nachrichtenlage geändert hat, heißt das nicht, dass an den anderen handelspolitischen Fronten keine Bewegung ist.

### Keine direkten Effekte aus dem Ende des Iran-Atomabkommens

Die USA haben am 8. Mai einseitig das internationale Iran-Atomabkommen gekündigt. Vordergründig will die Regierung damit ein neues, besseres Abkommen aushandeln, letztendlich aber das Regime in Teheran stürzen. Wird dieses Ziel auf Kosten des US-Handels verfolgt? Die Antwort lautet nein. Im Gegensatz zu den anderen Ländern des Abkommens, die den Handel mit dem Iran intensiviert haben, galten für US-Unternehmen und -Bürger auch nach in Krafttreten des Abkommens weiterhin Primärsanktionen. Ausnahmen wurden lediglich für den Flugzeugbau, einzelne Nahrungsmittel und Perserteppiche gemacht. Die US-Exporte in den Iran fielen daher in der Zeit des Abkommens mit durchschnittlich 13,5 Mio. US-Dollar pro Monat äußerst niedrig aus. Das Ende des Abkommens hat daher keinen Effekt auf die US-Konjunktur. Einen spürbaren Effekt hätte dagegen ein deutlicher Anstieg des Ölpreises für die US-Wirtschaft. Hier spielen mehrere Wirkungsmechanismen eine Rolle. Denn für die USA ist weniger der Ölpreis der Nordseesorte Brent von Interesse, als vielmehr der Preis der Sorte WTI. Dieser ist zum einen vom weltweiten Ölmarkt beeinflusst, zum anderen aber auch von der heimischen Produktion in den USA. Bei ersterem Punkt sollte der WTI-Preis aufgrund des weltweit geringeren Ölangebots steigen. Hierauf dürfte aber die heimische Produktion reagieren und durch eine höhere Produktion den WTI-Preis im Zaum halten. Per saldo sollte WTI zulegen, jedoch nicht im gleichen Maß wie der Brent. Dies stützt die US-Ölproduzenten, geht aber zu Lasten der US-Konsumenten und wird damit die Konjunkturdynamik etwas bremsen.

Geringe US-Exporte in den Iran

Exporte in den Iran, gleitender 3-Monatsdurchschnitt in Mio. US-Dollar



Quelle: Destatis, US Census, Datastream, BayernLB Research

- Nur vordergründig Entspannung im Handelskonflikt mit China

Die Handelsbeziehungen zwischen den USA und China haben sich in den vergangenen Wochen sehr dynamisch entwickelt. Nachdem die USA im März Zölle auf Stahl und Aluminium für alle Länder verhängt hatten (für die EU bisher ausgesetzt bis 1. Juni), antwortete die chinesische Regierung mit Zöllen auf US-Importgüter im Wert von 3 Mrd. US-Dollar. Die Zölle traten zehn Tage nach ihrer Ankündigung (2. April) in Kraft. Die USA veröffentlichten am 4. April wiederum eine Liste mit chinesischen Importgütern, die einen Umfang von 50 Mrd. US-Dollar (10% der US-Importe aus China) umfassen und auf die ein Zoll von 25% erhoben werden soll. Die Zölle sollen nach Aussage des US-Handelsbeauftragten Lighthizer erst 60 Tage nach Veröffentlichung (Anfang Juni) in Kraft treten. In der Zwischenzeit kann die Güterliste noch abgeändert werden. China antwortete auf diese Liste am selben Tag mit der Veröffentlichung einer eigenen Liste von ebenfalls 50 Mrd. US-Dollar (38% der US-Exporte nach China), die mit einem Zollsatz von 25% belegt werden sollen. Die Chinesen haben diese Zölle bisher aber nicht angewendet. Dennoch beauftragte Präsident Trump einen Tag später den Handelsbeauftragten, eine weitere Liste zusammenzustellen, deren Güter einen Wert von 100 Mrd. US-Dollar umfassen. Diese dürfte erst in einigen Monaten feststehen. Nach dieser Eskalation in der ersten April-Hälfte zeigten sich beide Seiten verhandlungsbereit. Als Zeichen des Entgegenkommens kündigte Präsident Trump eine Lockerung der Sekundärsanktionen gegen den chinesischen Smartphone-Hersteller ZTE an. Die Regierung hatte im April US-Unternehmen den Handel mit ZTE verboten, da das Unternehmen gegen US-Sanktionen gegen den Iran und Nordkorea verstoßen hatte. An Pfingsten wurde nun eine Absichtserklärung abgegeben, wonach die Chinesen der US-Administration anbieten, ihren Handelsbilanzüberschuss (2017: 375 Mrd. US-Dollar) um 200 Mrd. Dollar (53%) zu senken, in dem sie u.a. mehr US-Produkte impor-

tieren würden. Dies dürfte unseres Erachtens aber schwierig sein, da die US-Produzenten wahrscheinlich kaum die notwendigen Mengen produzieren könnten (gerade bei landwirtschaftlichen Produkten, die von China vermehrt importiert werden). Daher dürfte der Vorschlag mehr ein Zeichen des guten Willens sein. Entwarnung im Handelskonflikt gibt es daher nicht, denn die letzten Wochen haben gezeigt, wie schnell die Stimmung umschlagen kann.

### NAFTA 2.0 – „Auf dünnem Eis“

- Deadline verstrichen

Die Zeit scheint abgelaufen zu sein. Anfang Mai hatte der Handelsbeauftragte Lighthizer davon gesprochen, dass das Handelsabkommen mit Kanada und Mexiko spätestens in zwei Wochen ausgehandelt sein müsse, damit Mexiko noch vor der Präsidentschaftswahl am 1. Juli darüber abstimmen könne. Zudem war am 17. Mai nach Angaben des Sprechers des Repräsentantenhauses die Deadline, bis zu der das Abkommen noch vom aktuellen Kongress in diesem Jahr verabschiedet werden könne (der US-Kongress wird am 6. November gewählt und tritt zum ersten Mal wieder am 1. Januar 2019 zusammen). Mit dem Verstreichen der Deadlines befände man sich nach Lighthizers Aussage nun „auf dünnem Eis“. In den nächsten Wochen könnten dennoch Verhandlungsdurchbrüche verkündet werden, und die Präsidenten der NAFTA-Länder hätten bis zur mexikanischen Präsidentschaftswahl noch Zeit, sich auf ein Abkommen zu einigen. Auf diese Nachrichten sollten sich die Finanzmärkte konzentrieren. Allerdings wären diese Absprachen erst nach der Zustimmung der Parlamente juristisch bindend. Ob der neue US-Kongress NAFTA 2.0 zustimmt, vor allem falls die Demokraten die Mehrheit in einer Kammer gewinnen sollten, ist unklar. Damit bleibt die Zukunft des NAFTA-Abkommens ungewiss, denn es steht weiterhin die Drohung im Raum, im Zweifel ganz aus dem Abkommen auszusteigen. Dann würden die USA das Handelsabkommen sechs Monate nach der Ankündigung verlassen.

### Konjunktur: Die Konsumenten starten durch

- Dennoch rosige Aussichten

Das aktuelle Konjunkturmodell ändert sich durch die handelspolitischen Ereignisse der letzten Wochen erst einmal nicht. Zwar dürfte die Unsicherheit bei verstärkt exportierenden und importierenden Branchen zugenommen haben. Da es aber keine festen Ergebnisse gibt und der Ausstieg aus dem Iran-Atomabkommen für die USA kaum direkte Konsequenzen hat, bleiben unsere Konjunkturaussichten für dieses Jahr positiv. So ist die US-Wirtschaft aufgrund einer starken Investitionstätigkeit und mit Hilfe eines guten globalen Konjunkturfelds dynamisch ins Jahr gestartet. Üblicherweise wird das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal in den USA aufgrund der äußerst schneereichen Witterung, die jedoch nicht in der Saisonbereinigung berücksichtigt wird, stärker gebremst. Diese Entwicklung war auch in diesem Winter zu sehen, wurde aber von anderen Effekten überlagert. In den nächsten Quartalen sollten sich nun die positiven Auswirkungen der Steuerreform stärker bemerkbar machen. Die US-Konsumenten dürften im Frühling richtig durchstarten und in den kommenden Quartalen Quartalswachstumsraten von annualisiert etwa 3% ermöglichen. Das Risiko für mehr Volatilität in den Wachstumsraten ist jedoch erhöht, da es u.a. von der technischen Umsetzung der Steuerreform abhängt. Die äußerst gute konjunkturelle Lage dürfte sich weiterhin in einem starken Arbeitsmarkt widerspiegeln, wo wir aufgrund des zunehmenden Fachkräftemangels ein langsames Anziehen der Lohndynamik erwarten. Entsprechend dürfte auch die Kerninflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) langsam weiter anziehen. Gemessen an der Preisentwicklung des Privaten Konsums (PCE) dürfte die Kerninflation im Juni die Fed-Zielmarke von 2% erreichen. Die Gesamtinflation sollte allerdings stark vom Ölpreis getrieben werden. Nach dem aktuellen deutlichen Anstieg erwarten wir nach dem OPEC-Treffen im Juni eine Beruhigung der Ölpreise. Daher dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten stärker ausschlagen, jedoch wieder zur anvisierten Marke von 2% zurückkehren. Die Fed wird durch die Ölpreisbeding-

ten Inflationsschwankungen wohl durchschauen und aufgrund der politischen Unsicherheit sich noch länger bedeckt zeigen, wie viele Zinsschritte sie in diesem Jahr durchführen wird. Wir gehen davon aus, dass sich das Risiko eines eskalierenden Handelsstreits zwischen den USA und China nicht materialisieren wird. Mit einem sehr guten Konjunktur- und Arbeitsmarktbild bei moderatem Inflationsdruck sollte die Fed noch drei weitere Zinsschritte in diesem Jahr durchführen, gefolgt von drei weiteren Zinsanhebungen 2019.

### Prognose USA

Preis- und saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Vp bzw. Vj in Prozent

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	2016	2017	2018	2019
Private Konsumausgaben	3,3	2,2	4,0	1,1	3,4	3,3	3,3	2,6	2,7	2,8	2,7	3,0
Ausrüstungsinvestitionen	8,8	10,8	11,6	4,7	4,0	4,0	4,0	4,0	-3,4	4,8	6,7	3,6
Wohnungsbauinvestition	-7,3	-4,7	12,8	0,0	4,5	4,5	5,0	3,0	5,5	1,8	2,9	2,9
Staatskonsum und - investit.	-0,2	0,7	3,0	1,2	-0,2	-0,4	-0,5	0,0	0,8	0,1	0,8	-0,1
Inlandsnachfrage	2,8	2,7	4,0	2,1	3,3	3,0	3,0	2,5	1,7	2,4	3,0	2,7
Exporte	3,5	2,1	7,0	4,8	2,4	1,5	2,0	2,0	-0,3	3,4	3,7	2,0
Importe	1,5	-0,7	14,1	2,6	2,6	2,0	2,0	1,9	1,3	4,0	4,0	2,1
Außenbeitrag *	0,2	0,4	-1,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Bruttoinlandsprodukt	3,1	3,2	2,9	2,3	3,2	3,0	3,0	2,5	1,5	2,3	2,8	2,8
<b>Arbeitsmarkt</b>												
Stellenaufbau (oh. Landw.) Durchschnitt in '000									187	170	177	155
Arbeitslosenquote in %									4,9	4,4	4,0	3,8

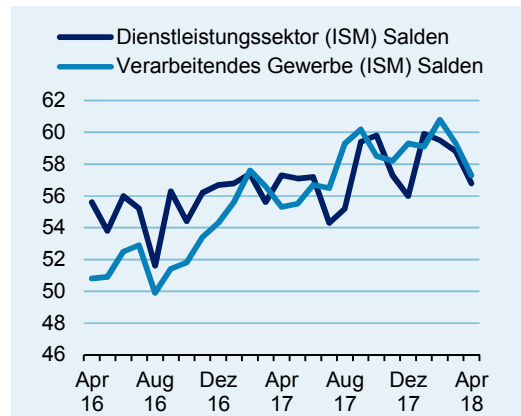
Quelle: BayernLB Research, Prognosen in blau \*) Wachstumsbeitrag in Prozent des BIP

[christiane.berg@bayernlb.de](mailto:christiane.berg@bayernlb.de)

### USA: Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren

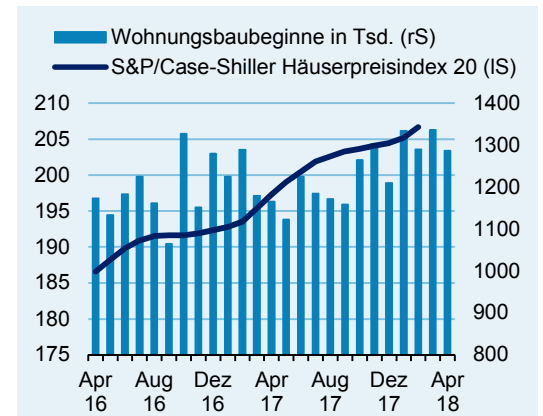
► Frühindikatoren trotz Rückgang auf hohem Niveau

Stimmungsindikatoren  
Saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: ISM, BayernLB Research

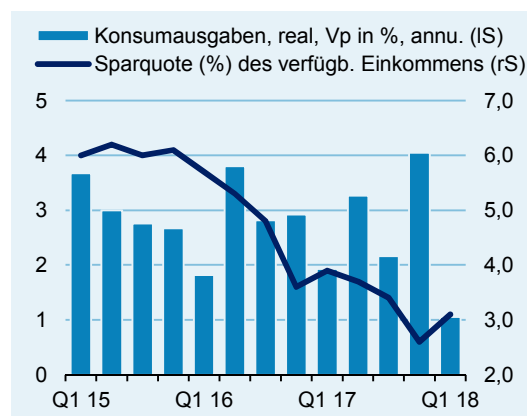
Wohnungsbau und Häuserpreise  
Saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: US Census, S&P, BayernLB Research

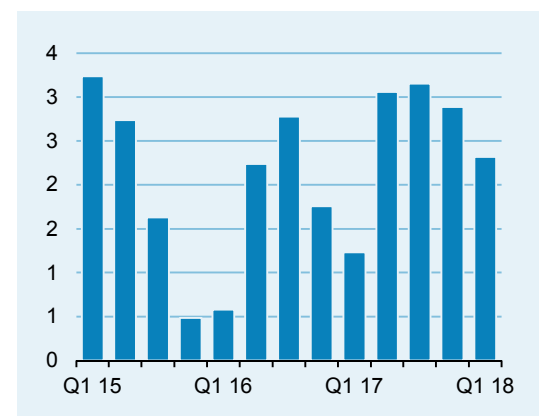
► Schwacher Konsum bremst das BIP in Q1 etwas aus

Konsumausgaben und Sparquote  
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte



Quelle: BEA, BayernLB Research

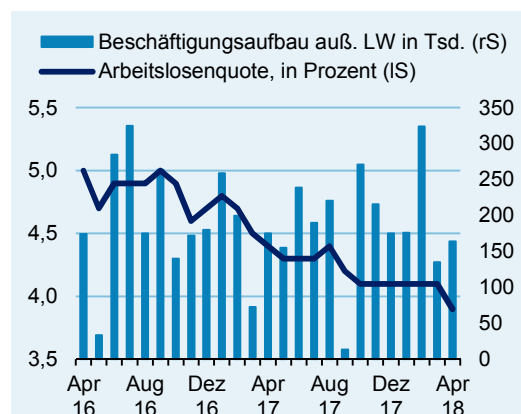
Bruttoinlandsprodukt  
Preis- und saisonber. Quartalswerte, ggü. Vp in %, annualisiert



Quelle: BEA, BayernLB Research

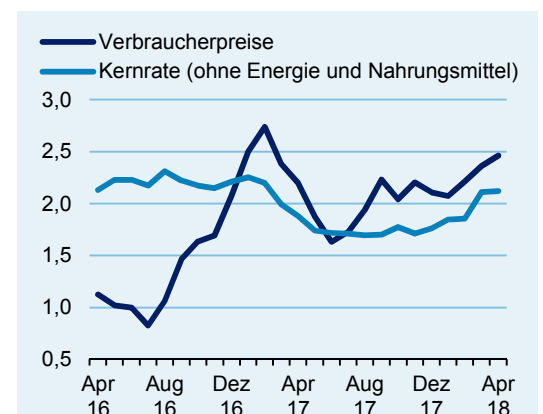
► Fed-Ziele der Vollbeschäftigung und der Preisstabilität erfüllt

Beschäftigung und Arbeitslosenquote  
Saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: BLS, BayernLB Research

Verbraucherpreise  
Veränderung ggü. Vj. in Prozent



Quelle: BLS, BayernLB Research



## Euro-Raum: Italien-Irritationen

Die Euro-Raum-Konjunktur hat sich zu Jahresbeginn abgeschwächt. Mit einer BIP-Wachstumsrate von 0,4 Prozent zum Vorquartal wurde die Dynamik des letzten Jahres deutlich verfehlt. Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für den Euro-Raum auf 2,1 Prozent im Jahresdurchschnitt 2018 heruntergeschraubt. Die Konjunkturrisiken sind zudem angesichts der voraussichtlich neuen Regierung in Italien, des ungelösten US-Handelskonfliktes sowie der Aufkündigung des Iran-Abkommens nicht kleiner geworden.

### Zieht Italien die Spenderhosen wieder an?

- Abkehr vom Sparkurs zu erwarten

Nach monatelangem politischem Tauziehen in Rom ist eine neue italienische Regierung in Sicht. Die beiden europakritischen Parteien „Lega“ und „Fünf-Sterne-Bewegung“ veröffentlichten letzte Woche ihren umstrittenen Koalitionsvertrag. Dieser sieht u.a. neben teuren Steuersenkungen die Rücknahme der Rentenreform und ein Grundeinkommen vor. Außerdem sollen die nationalen Interessen mehr in den Fokus gestellt werden. Das Regierungsprogramm erwähnt zwar keinen Euro-Ausstieg – dafür aber eine Abkehr vom bisherigen Sparkurs. Kurzfristig könnten die Maßnahmen zwar einerseits das Wachstum beflügeln, andererseits aber auch die Haushaltsdefizite erhöhen. Neuer Regierungschef soll der politisch unerfahrene Giuseppe Conte werden, der in keiner der beiden Parteien über eine Machtbasis verfügt. Im Laufe der Woche könnte Staatspräsident Mattarella Conte mit der Regierungsbildung beauftragen und das Kabinett vereidigen. Die Finanzmärkte reagierten in den letzten Tagen mit Sorge auf die Neuigkeiten aus Rom. Es bleibt die Frage, wie lange die neue Regierung dem Druck der Märkte Stand hält, sollte das hochverschuldete Land tatsächlich vom Sparkurs abrücken.

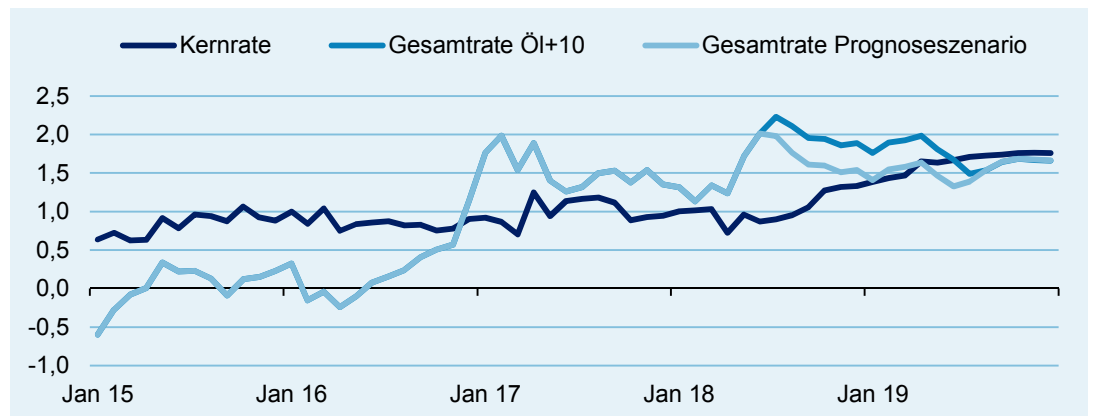
### Zieht das Iran-Abkommen den Konsumenten das letzte Hemd aus?

- Deutlicher Ölpreisanstieg würde Inflation heben und Konsum belasten

Nach dem möglichen Ende des Iran-Abkommens dürften die unmittelbaren wirtschaftlichen Auswirkungen in der Währungsunion zwar begrenzt bleiben (siehe auch Kapitel Deutschland). Die Aufkündigung des Abkommens könnte aber über einen steigenden Ölpreis indirekt Effekte auf die europäische Wirtschaft entfalten. Ein höherer Preis für das schwarze Gold führt unmittelbar zu einer höheren Inflation. Zunächst in der hochvolatilen Energiekomponente, die etwa zehn Prozent am Warenkorb ausmacht.

Direkte Auswirkungen des Ölpreises auf die Inflationsrate über Energiepreise

HVPI Gesamtrate unter verschiedenen Ölpreisannahmen, Kernrate oh. Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak, Vj. in %, Prognosen ab Mai 2018



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

Bereits ein Ölpreispfad, der zehn Dollar pro Fass oberhalb unseres Prognosepfades liegt würde die Inflationsrate zumindest für ein Jahr in die Nähe von 2% bringen. Ein Ölpreis von über 100 Dollar pro Fass (z.B. bei einer starken Eskalation der Situation im Nahen Osten) würde die Inflationsrate sogar vorübergehend über 3% anheben. Bleibt der Ölpreis länger spürbar höher, folgt über steigende Inputpreise mit Zeitversatz auch ein Preisauftrieb bei anderen Waren und Dienstleistungen. In diesem Fall würde dann wohl auch die Kernrate die 2%-Marke erreichen und das EZB-Ziel wäre auf dem Papier erreicht. Allerdings belastet eine stärkere Preisentwicklung, die nicht die Auslastung der Produktionskapazitäten (inkl. entsprechender Lohnsteigerungen) widerspiegelt, auch den Konsum und damit die Konjunktur. Sofern der Ölpreisanstieg gemäßigt und zeitlich begrenzt ausfällt, sollten sich die wirtschaftlichen Effekte in Grenzen halten. Ein Ölpreis deutlich über 100 Dollar pro Fass dürfte aber ohne Zweifel zu deutlichen Bremseffekten in der Konjunktur führen.

**EZB lässt Sieben-Meilen-Stiefel weiterhin im Schrank**

- Stärkere geldpolitische Straffung unwahrscheinlich

Die EZB würde sich daher die Situation bei einem deutlich steigenden Ölpreis genau anschauen. Die entscheidenden Fragen sind: Wie lange wirkt der Ölpreisschock und übersetzt er sich auch in steigende Preise für andere Waren und Dienstleistungen? Wie stark werden die Inflationsrate und die Kernrate steigen? Und wie stark sind die konjunkturellen Bremseffekte, die von einem höheren Ölpreis ausgehen? Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich bei einem gemäßigten Ölpreisanstieg der Effekt auf den Preisauftrieb in Grenzen hält und die EZB damit keinen Anlass sieht, von ihrem Pfad der graduellen geldpolitischen Normalisierung abzuweichen. Dies gilt umso mehr, solange die mittelfristigen Inflationserwartungen am Markt, wie aktuell der Fall, nicht mit dem Ölpreis steigen. Selbst bei einem substanziellen Ölpreisschock scheint es keine ausgemachte Sache, dass die EZB mit einer stärkeren Straffung der Geldpolitik reagieren würde. Denn in diesem Fall wären auch die konjunkturellen Bremseffekte größer und damit der mittelfristige Ausblick für die Inflationsentwicklung durch geringer ausgelastete Kapazitäten belastet. In unserem Basisszenario ohne substanziellen Ölpreisanstieg wird die EZB ihren graduellen Normalisierungskurs ohnehin beibehalten. Wir erwarten ein Ende der Nettokäufe im QE-Programm am Jahresende. Die Reinvestitionen der gekauften Assets werden aber noch sehr lange fortgeführt und bieten der EZB auch nach dem Ende der Nettokäufe Möglichkeiten, auf eventuelle Marktverwerfungen mit Umschichtungen der Reinvestitionen zwischen den Marktsegmenten zu reagieren. Eine erste Anhebung des Einlagesatzes dürfte zur Jahresmitte 2019 folgen. Der Hauptrefinanzierungssatz dürfte erst 2020 erstmalig wieder angehoben werden.

**Prognose Euro-Raum**

Preis- und saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Vp bzw. Vj in Prozent

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	2016	2017	2018	2019
Private Konsumausgaben	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,9	1,8	1,1	1,2
Staatsverbrauch	0,4	0,4	0,3	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	1,8	1,2	0,8	0,4
Bruttoanlageinvestitionen	2,0	-0,3	1,2	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	4,5	3,2	4,3	3,8
Inlandsnachfrage	1,0	0,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	2,4	2,0	1,7	1,7
Exporte	1,2	1,7	2,2	0,2	1,1	1,1	1,2	1,2	3,4	5,4	4,7	4,9
Importe	1,8	0,7	1,6	0,3	1,1	1,2	1,2	1,3	4,8	4,5	4,0	5,1
Außenbeitrag *	-0,2	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,6	0,5	0,1
Bruttoinlandsprodukt	0,7	0,7	0,7	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	1,8	2,5	2,1	1,8
<b>Arbeitsmarkt</b>												
Arbeitslosenquote in %									10,9	10,1	8,5	8,0

Quelle: Eurostat, BayernLB Research; Prognosen in blau \*) Wachstumsbeitrag in Prozent des BIP

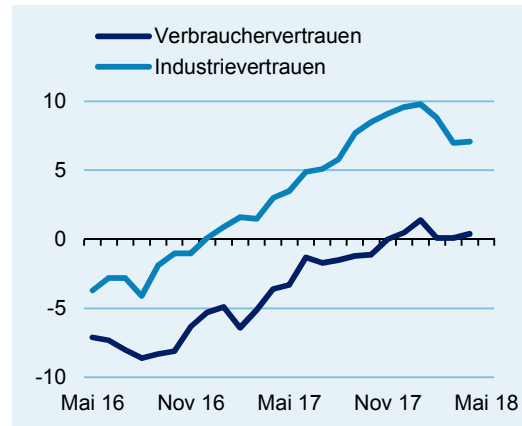
stefan.kipar@bayernlb.de

verena.strobel@bayernlb.de

### Euro-Raum: Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren

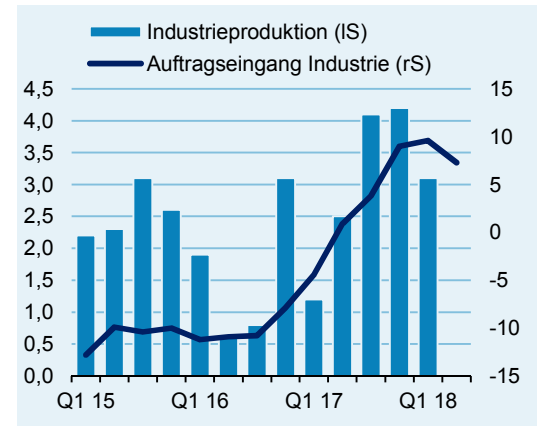
► Gebremste Dynamik in der Industrie

**Industrie- und Verbrauchervertrauen**  
Salden, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: EU-Kommission, BayernLB Research

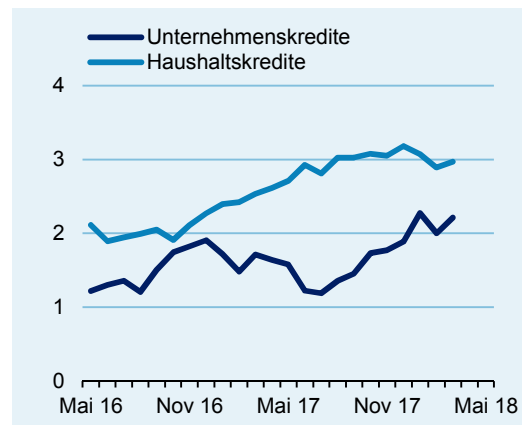
**Auftragslage und Industrieproduktion**  
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Salden/Vp in Prozent



Quelle: Eurostat, EU-Kommission, BayernLB Research

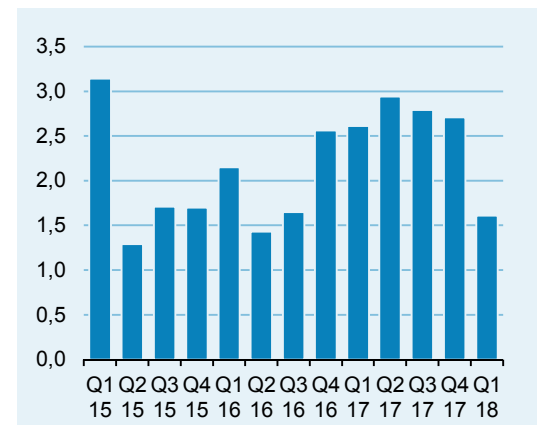
► Wachstumsdynamik hat sich abgeschwächt

**Kreditentwicklung**  
Veränderung zum Vorjahr in Prozent



Quelle: EZB, BayernLB Research

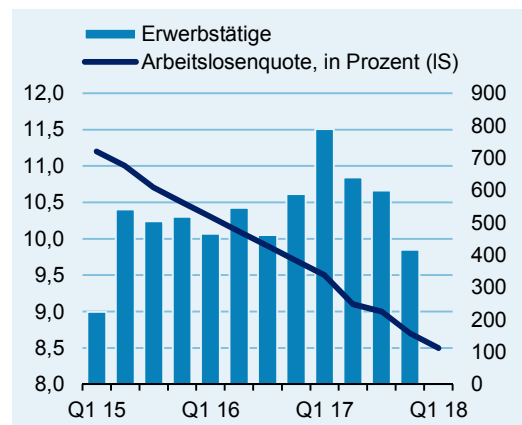
**Bruttoinlandsprodukt**  
Preis- und saisonbereinigt, Vp in Prozent, annualisiert



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

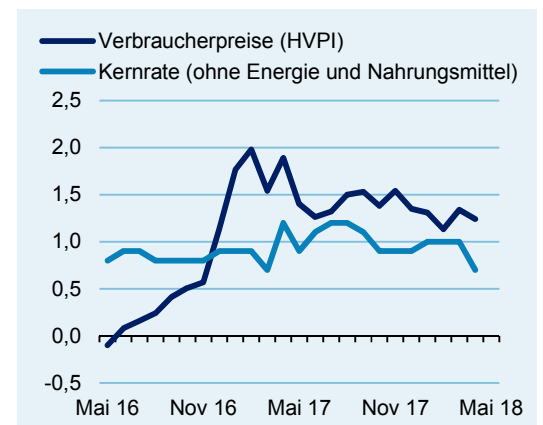
► Inflationsrückgang im April nur temporär

**Arbeitsmarkt**  
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

**Verbraucherpreise**  
Vj in Prozent



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

## Deutschland: K(I)eine Iraneffekte

Wie weit kühlt die Konjunktur noch ab? Seit Jahresbeginn haben die Konjunkturdaten in Deutschland fast ausnahmslos negativ überrascht. Dies gilt sowohl für die harten Daten u.a. zur Produktion als auch für die umfragebasierten Stimmungsindikatoren.

### Schwacher Jahresstart nun amtlich

- Binnennachfrage bleibt Konjunkturstütze

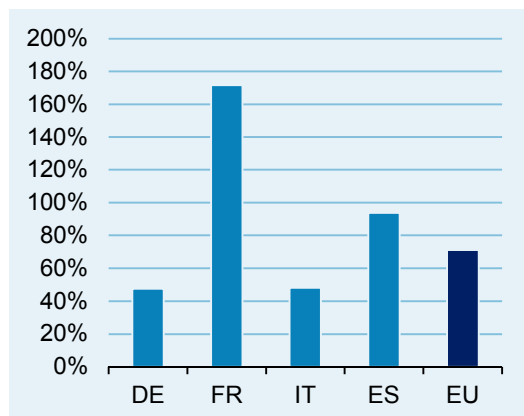
Das Statistische Bundesamt vermeldete für das erste Quartal eine BIP-Wachstumsrate von 0,3 Prozent. Der konjunkturell schwache Jahresstart ist damit amtlich. Die positiven Wachstumsimpulse kamen zu Jahresbeginn aus dem Inland. Insbesondere die Investitionen – darunter auch in Bauten – wurden deutlich ausgeweitet. Dies ist angesichts gut ausgelasteter Produktionskapazitäten und einem engen Wohnungsmarkt wenig überraschend. Auch der Private Konsum legte noch eine Schippe drauf, während der Staatssektor etwas weniger ausgab als im Vorquartal. Die gute Nachricht ist also: Die Hauptstütze der Konjunktur, die Binnennachfrage, steht noch stabil. Negativ schlug dagegen der Außenhandel zu Buche. Sowohl Exporte als auch Importe gingen im Quartalsvergleich zurück. Fraglich scheint, ob die globale Nachfrage künftig wieder für Impulse sorgt. Zwar dürften mit der Steuerreform und den Fiskalmaßnahmen positive Nachfrageimpulse aus den USA kommen. Aus den Emerging Markets könnte die Nachfrage aber tendenziell geringer werden, da einige Länder mit steigenden US-Zinsen zunehmend unter Druck geraten. Auch schwebt weiterhin das Damoklesschwert von US-Einfuhrzöllen über der Weltwirtschaft und insbesondere über der EU, die bislang nur bis Juni von den US-Einfuhrzöllen auf Aluminium und Stahl ausgenommen ist.

### Wie trifft das Ende des Iran-Abkommens die deutsche Wirtschaft?

- Direkte Effekte äußerst gering

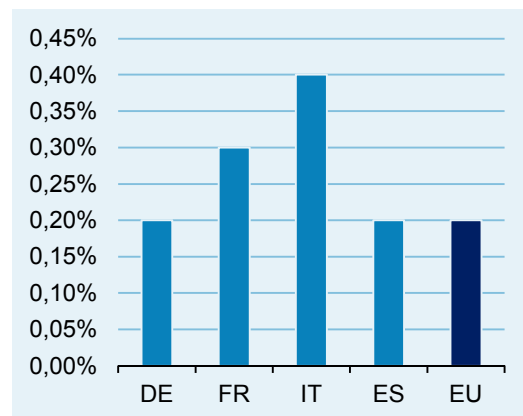
Das von US-Präsident Trump einseitig aufgekündigte Iran-Abkommen sorgt indessen für weitere Unsicherheit. Doch welche Bedeutung hat dies für die Wirtschaft in Deutschland? Die direkten Handelseffekte halten sich in sehr engen Grenzen. Zwar haben die deutschen Exporte in den Iran seit dem Ende der Sanktionen 2015 um etwa 50% zugelegt. Prozentual gehen aber nur 0,2% des deutschen Exports in den Iran.

Exporte in den Iran seit 2015 im Aufwärtstrend...  
Exporte 2017, jahressummen, Veränderung seit 2015 in %



Quelle: BayernLB Research

... haben aber weiterhin nur geringe Bedeutung  
Anteil Exporte in den Iran an allen Exporten in %, 2017



Quelle: BayernLB Research

Selbst der vollständige Ausfall des Absatzmarktes Iran scheint daher für die Wirtschaft in Deutschland ohne größere Probleme zu verkraften. Problematisch könnte die Aufkündi-

gung des Iran-Abkommens aber trotzdem werden, wenn es zu Verstößen gegen die von den USA verhängten Sanktionen käme und Sekundärsanktionen auch Unternehmen aus Deutschland träfen. Diese würden deutlich größeren Schaden anrichten, droht mit ihnen doch der Ausschluss vom Dollar-Handel sowie der Verlust des Marktzugangs in den USA. Angesichts des potenziell hohen Schadens ist daher ein Abweichen Deutschlands (und Europas) von der Sanktionslinie der USA nicht zu erwarten. Konjunkturelles Ungemach droht darüber hinaus, wenn der Ölpreis stark steigt, da dies unmittelbar zu Kaufkraftverlusten der Konsumenten führen würde.

**Ausblick: Wachstumsstabilisierung auf nachhaltigerem Niveau**

► Übertriebener Konjunkturpessimismus ist nicht angesagt

Eine BIP-Wachstumsrate von spürbar über 2% im Jahresdurchschnitt scheint nach dem schwachen ersten Quartal schwierig zu erreichen. Zwar haben zu Jahresbeginn auch Sonderfaktoren (Grippewelle, ungewöhnlich schlechte Witterung) das BIP-Wachstum etwas belastet. Diese Sondereffekte dürften im zweiten Quartal wieder wegfallen. Insgesamt sehen wir uns aber gezwungen, unsere Prognose für 2018 von 2,3% auf 2,0% zurück zu nehmen. Das bedeutet allerdings nicht, dass der Aufschwung zum Ende kommt. Vielmehr erwarten wir Quartalswachstumsraten von etwa ½%, was als nachhaltigeres Wachstumstempo bezeichnet werden kann. Gegen eine weitere Verlangsamung spricht auch, dass sich eine erste Stabilisierung bei den deutlich schwächeren Frühindikatoren abzeichnet. So zeigten die Auftragseingänge der Industrie im März, ohne Berücksichtigung der volatilen Großaufträge, keinen spürbaren Rückgang mehr. Die Produktion hat sich im März zeitgleich etwas vom schwachen Februar erholt, und auch erste Stimmungsindikatoren haben sich im April und Mai auf weiterhin auskömmlichen Niveaus stabilisiert. Der Aufschwung geht also weiter. Mit einer Wachstumsrate von 2,0% im Jahresdurchschnitt wird das Potenzialwachstum unverändert deutlich übertroffen, wodurch die Kapazitäten noch weiter ausgelastet werden sollten. Entsprechend optimistisch bleibt unser Ausblick für Investitionen, Arbeitsmarkt, Lohnentwicklung und Inflation.

**Prognose Deutschland**

Preis- und saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Vp bzw. Vj in Prozent

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	2016	2017	2018	2019
Private Konsumausgaben	0,9	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	2,1	1,9	0,8	1,0
Staatsverbrauch	0,3	0,5	0,5	-0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	3,7	1,6	0,9	1,9
Ausrüstungsinvestitionen	3,3	1,3	0,7	1,8	1,6	1,5	1,0	1,0	2,2	4,0	6,1	4,1
Wohnungsbauinvestition	0,5	-0,3	-0,4	1,5	1,2	0,5	0,5	0,5	2,7	2,6	2,6	2,2
Inlandsnachfrage	1,2	0,4	0,1	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	2,4	2,2	1,8	1,7
Exporte	1,0	1,8	2,7	-0,9	0,5	1,0	1,0	1,0	2,6	4,7	3,4	3,9
Importe	2,4	1,1	2,0	-0,8	0,6	1,1	1,1	0,9	3,9	5,1	3,1	3,8
Außenbeitrag *	-0,5	0,4	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,2	0,3	0,3
Bruttoinlandsprodukt	0,6	0,7	0,6	0,3	0,5	0,4	0,4	0,5	1,9	2,2	2,0	1,9

**Arbeitsmarkt**

Erw erbstätige in Millionen	43,5	44,3	44,7	44,9
Arbeitslose in Millionen	2,8	2,7	2,4	2,4
Arbeitslosenquote in %	6,4	6,1	5,4	5,4

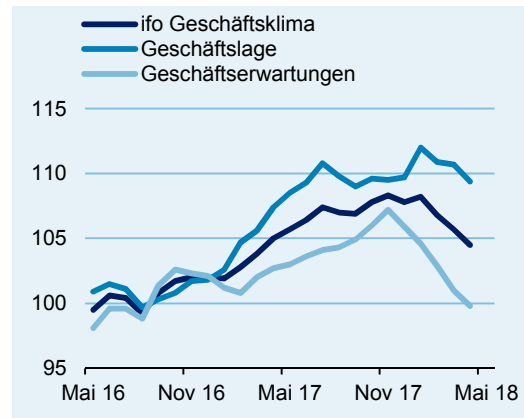
Quelle: BayernLB Research; Prognosen in blau \*) Wachstumsbeitrag in Prozent des BIP

stefan.kipar@bayernlb.de

### Deutschland: Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren

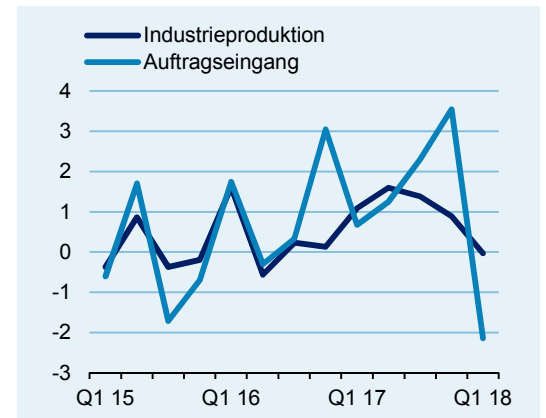
► Frühindikatoren deutlich gesunken

Ifo Geschäftsklima der gewerblichen Wirtschaft  
Saisonbereinigt, 2000=100



Quelle: ifo, Datastream, BayernLB Research

Auftragseingang und Industrieproduktion  
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte, Vp in Prozent



Quelle: destatis, Datastream, BayernLB Research

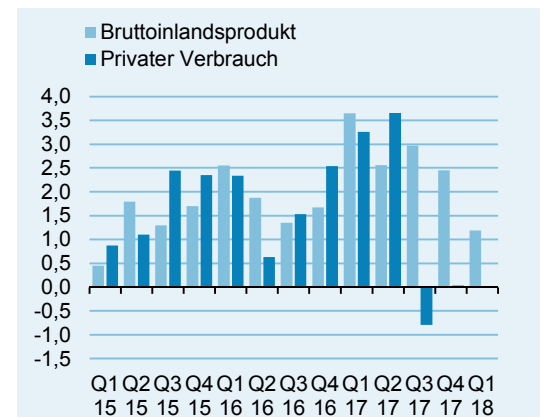
► Wachstumsdynamik durch Außenhandel belastet

Exporte  
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte



Quelle: ifo, destatis, Datastream, BayernLB Research

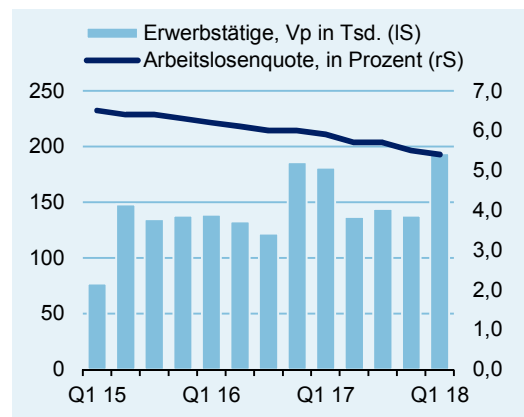
Bruttoinlandsprodukt und Privater Verbrauch  
Preis- und saisonbereinigt, Vp in Prozent, annualisiert



Quelle: destatis, Datastream, BayernLB Research

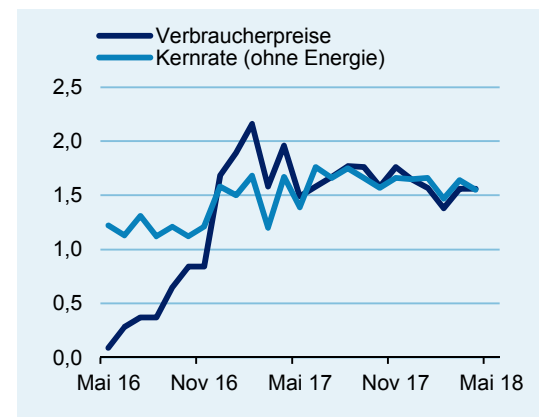
► Arbeitsmarkt bleibt in Topform

Arbeitsmarkt  
Saisonbereinigte Vierteljahreswerte



Quelle: Bundesag. f. Arbeit, Datastream, BayernLB Research

Verbraucherpreise  
Vj in Prozent



Quelle: destatis, Datastream, BayernLB Research

## Schwellenländer

### Argentinien: Gauchos unter Druck

- ▶ Präsident Macri bittet um Finanzhilfe beim IWF

Argentinien durchlebt eine ausgewachsene Währungskrise: Der Peso hat seit Anfang 2018 fast ein Viertel seines Wertes gegenüber dem US-Dollar verloren; Spekulanten setzten der Landeswährung zuletzt so zu, dass sich die Zentralbank genötigt fühlte, den Leitzins innerhalb einer Woche in drei Schritten von 27,75% auf nicht weniger als 40% zu erhöhen. Da sich die Valuta daraufhin nicht stabilisierte, zog Präsident Macri die Reißleine und bat den IWF Mitte Mai um eine Kreditgarantie („Stand-By-Kredit“) in Höhe von 30 Mrd. USD. Auch wenn die Verhandlungen mit dem IWF bis zu sechs Wochen dauern dürften, zeigten sie bereits Wirkung: Die Währung stabilisierte sich bei gut 24 ARS pro USD und die Nachfrage nach Peso-Anleihen kehrte zurück: Vergangene Woche prolongierte die Notenbank erfolgreich fällige Schuldpapiere im Umfang von über 600 Mrd. Peso. Ursächlich für den Währungsverfall war vor allem der Anstieg der US-Anleiherenditen.

Für Macri ist der Hilferuf an den IMF ein riskanter Schritt. Denn damit muss er eingestehen, dass seine bisherige wirtschaftspolitische Strategie – die schnelle Öffnung des Landes und eine wirtschaftsliberale Politik – nicht aufgegangen ist. Mit der Involvierung des IWF bietet Macri der Opposition zudem eine Steilvorlage für die Ende 2019 anstehende Präsidentschaftswahl. Denn wohl in keinem anderen Land ist diese Institution so verhasst wie in Argentinien. Viele sehen sie immer noch als Auslöser der Wirtschafts- und Schuldenkrise 2001. Macri muss nun darauf hoffen, dass ihm bis zur Wahl genug Zeit bleibt, um die Konjunktur (weiter) in Schwung zu bringen, und dass ihm die Argentinier dann den Gang zum IWF verzeihen. Es bleibt zu hoffen, dass diese Strategie aufgeht.

### Türkei: Endspiel für Erdoğan

- ▶ Umfragen sagen knappen Wahlausgang voraus

Staatspräsident Recep Tayyip Erdoğan ist dafür bekannt, Wahlen zu gewinnen. Während er allerdings in früheren Jahren – man denke nur an die absoluten Mehrheiten bei den Parlamentswahlen 2007 und 2011 – einen Großteil der Bevölkerung hinter sich und seiner islamisch-konservativen AKP vereinen konnte, hat er insbesondere beim Verfassungsreferendum zur Einführung eines autoritär angehauchten Präsidialsystems im vergangenen Jahr eine gesellschaftliche Spaltung der Türkei betrieben und das Referendum nur knapp gewonnen. Im Kampf gegen die Kurden im Land und in den Nachbarstaaten Irak und Syrien sowie seit dem gescheiterten Putsch 2016 hat er seinen Einfluss auf Medien, Unternehmen, Verwaltungsapparat, Justiz und Militär massiv ausgeweitet. Dieses Vorgehen vergrößert die Kluft zur liberalen, westlich orientierten Bürgerschaft. Stützen kann sich der Präsident noch auf Landbevölkerung und Nationalisten. Umfragen sagen einen knappen Wahlausgang voraus.

Hauptrisiko für seine Wiederwahl ist die nach dem künstlich erzeugten Boom (Kreditvergabe an schwache Bonitäten, Fiskalimpulse, lockere Geldpolitik) des vergangenen Jahres (Wachstum: 7,4%) dramatisch verschlechterte makroökonomische Situation. Die Lira ist seit Anfang Mai um über 11% eingebrochen, während die Zentralbank unter dem Druck des Staatspräsidenten keine entscheidenden Zinsanhebungen zur Stabilisierung ergriff. Interventionen zur Stützung blieben erfolglos, haben die Währungsreserven aber spürbar abschmelzen lassen. Die Inflation liegt bei knapp 11%. Das chronische Leistungsbilanzdefizit weitet sich immer weiter aus. Alle Zeichen stehen auf Zahlungsbilanzkrise; spätestens nach der Wahl wird die ökonomische Negativspirale ein entschlossenes Gegensteuern erfordern. Bis dahin dürfte Erdoğan sämtliche machtpolitischen Register ziehen.

alexander.kalb@bayernlb.de

gebhard-armin.stadler@bayernlb.de

# Devisenmärkte: Shorts ade, Dollar olé

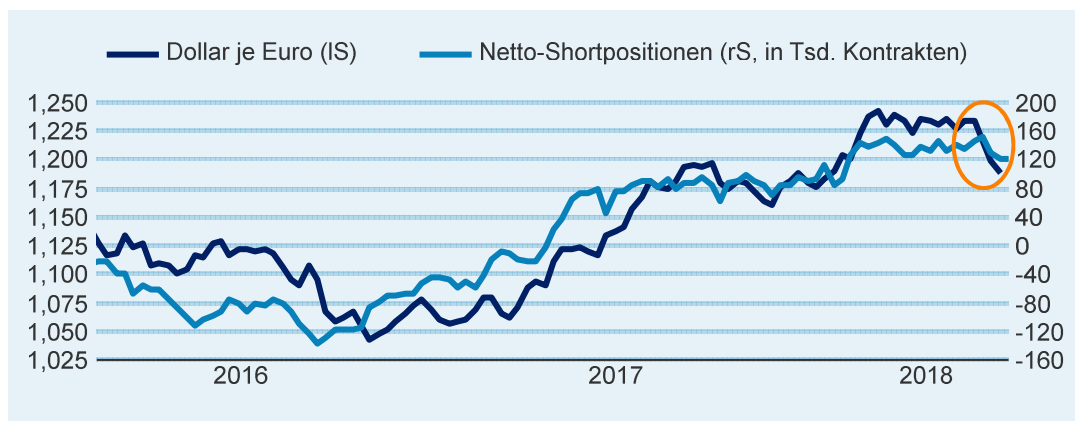
## Dollar: Temporäre Aufwertung mit Eindeckungskäufen

- ▶ US-Renditehoch stärkt den Dollar

Nachdem die Rendite zehnjähriger US-Anleihen im April auf 3% geklettert war und sich der Renditevorsprung gegenüber Bundesanleihen deutlich ausgeweitet hatte, entwickelte der Dollar in den vergangenen Wochen einen soliden Aufwertungsstrend. Zudem hatte die letzte EZB-Sitzung den Eindruck hinterlassen, dass die Währungshüter wegen der jüngst schwächeren Konjunkturdaten im Euro-Raum etwas verunsichert sind, was den Euro belastete. Zuletzt erfuhr der Euro auch politischen Gegenwind, nachdem die Entwicklungen in Italien Erinnerungen an die Staatschuldenkrise hervorgerufen haben. Im Zuge dessen kam es auch zu Dollar-Eindeckungskäufen auf die offenen Shortpositionen gegenüber dem Euro, welche zuvor bei zeitweise über 150.000 Kontrakten gelegen hatten (siehe Grafik), und der Dollar legte auf zuletzt rund 1,18 Dollar je Euro zu.

Wechselkurs EUR-USD und offene Shortpositionen

Shortpositionen spekulativer Marktteilnehmer an US-Terminbörsen (positive Werte = Dollar-Shortpositionen)



Quelle: CFTC, Thomson Reuters Datastream

- ▶ Fed-Straffungskurs und Shorteindeckungen

Wir erwarten in den kommenden Monaten, dass die Fed, deren Ziele zu Arbeitsmarkt (Vollbeschäftigung) und Inflation (2%) als erreicht anzusehen sind, unbeirrt auf Zinserhöhungskurs bleibt (nächste Anhebung im Juni). Im Euro-Raum hingegen dürften die inzwischen schon erheblich gedämpften Hoffnungen auf Beschlüsse zu einer engeren Integration beim Treffen der Staats- und Regierungschefs Ende Juni weiter enttäuscht werden, was den auch charttechnisch angeschlagenen Euro zusätzlich belasten sollte. Wir rechnen auch damit, dass die zahlreichen, gegen den Dollar positionierten Marktteilnehmer auf ihre zuletzt noch immer hohen offenen Shortpositionen weitere Eindeckungskäufe tätigen, um diesen Positionen und den damit verbundenen laufenden Zinskosten (negativer „carry“) ein Ende zu setzen. Insgesamt gehen wir von einer Aufwertung des Dollar auf 1,16 Dollar je Euro in drei Monaten aus.

- ▶ Rückläufiger Transatlantik-Spread bremst

Darüber hinaus wird zwar die Renditedifferenz USA – Euro-Raum bei kürzeren Laufzeiten aufgrund von Fed-Zinsanhebungen wohl weiter steigen. Der „Transatlantik-Spread“ (bei zehnjährigen Anleihen) dürfte jedoch beginnen, sich mit dem nahenden Ende der EZB-Anleihekäufe (im Dezember 2018) einzuengen. Zudem nehmen wir an, dass europäische Investoren, die angesichts des schwachen Euro und der Niedrigzinsen im Euro-Raum in den Jahren 2015 und 2016 gehäuft auch Auslandsanlagen ohne Währungsabsicherung getätigt haben, die erwartete Dollar-Aufwertung nutzen werden, um Währungsabsicherungen vorzunehmen. Hierzu könnte es insbesondere kommen, wenn der Wechselkurs an charttechnischen Widerständen steht (um 1,15 Dollar je Euro). Solche Absicherungen wirken sich wie direkte Käufe aus und stärken den Euro. Vor diesem Hintergrund rechnen wir



auf Sicht von sechs Monaten zunächst damit, dass der Dollar-Aufwertungstrend über 1,15 Dollar je Euro ausgebremst wird.

- Prognoserisiken in beide Richtungen

2019 erwarten wir, dass sich das BIP-Wachstum in den USA ab dem ersten Quartal abkühlt. Während dies im ersten Quartal vor allem auf die Witterung zurückzuführen sein dürfte (bzw. eine unvollständige Saisonbereinigung), sollte sich ab dem zweiten Quartal das Auslaufen der Impulse aus der Steuerreform bemerkbar machen. Auch angesichts des weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus dürften langsam zunehmende US-Konjunktursorgen und möglicherweise auch Zweifel am Fed-Kurs ausgelöst werden. Daher gehen wir auf Jahressicht von einem Zurückfallen des Dollar auf 1,22 Dollar je Euro aus. In diesem Zusammenhang ist schließlich anzumerken, dass unsere Euro-Dollar-Prognose mit erheblichen Risiken in beide Richtungen behaftet ist. Einerseits könnte eine globale Rezession (z.B. bei einem Ölpreis-Schock) die Fed zu einer geldpolitischen Kehrtwende bewegen. Dies würde angesichts des relativ großen Zinssenkungspotenzials in den USA (zumindest im Vergleich zum Euro-Raum) den Dollar wohl massiv schwächen. Andererseits kann es auch zunächst dazu kommen, dass sich, ausgehend vom leergefegten US-Arbeitsmarkt, eine Lohn-Preis-Spirale entwickelt, die die Fed zu schneller als erwarteten Zinsanhebungen bewegt und den Dollar stark aufwerten lässt. Außerdem ist es im Euro-Raum möglich, dass politische Entwicklungen (z.B. in Italien) zu einer unverantwortlichen Haushaltspolitik und Konfrontation mit der EU führen, die angesichts der hohen Schuldenstände vor allem im südlichen Euro-Raum in einer erneuten Krise münden und den Euro unter erheblichen Druck bringen.

#### Yen: Kaum Inflation, keine Zinswende

- Zunächst weitere Yen-Abwertung zum Dollar

Bei rückläufiger Risikoaversion, erholten Aktienmärkten und steigenden US-Anleiherenditen wertete auch der Yen zum Dollar seit Ende März deutlich ab. Auf Sicht von sechs Monaten erwarten wir, dass steigende Zinsdifferenzen zwischen den USA und Japan über alle Laufzeiten hinweg den Yen weiter schwächen. Denn die Fed dürfte den Leitzins jeweils im Juni und September erneut anheben. In Japan hingegen ist die Kerninflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) nach wie vor sehr niedrig, im Großraum Tokio ging sie zuletzt sogar wieder auf 0,3% p.a. zurück. Daher rechnen wir damit, dass die japanische Zentralbank die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen weiter nahe 0% hält („yield curve control“) und Spekulationen auf eine Anhebung dieser Zielrendite entgegnet werden. Auf Jahressicht gehen wir allerdings trotz steigender US-Zinsen davon aus, dass die Wachstumsabkühlung in den USA dazu führt, dass der Yen gegenüber dem Dollar auf abgeschwächtem Niveau seitwärts tendiert.

#### Pfund: Kein Verlass auf die Bank of England

- U-Turn der BoE setzte Pfund zu

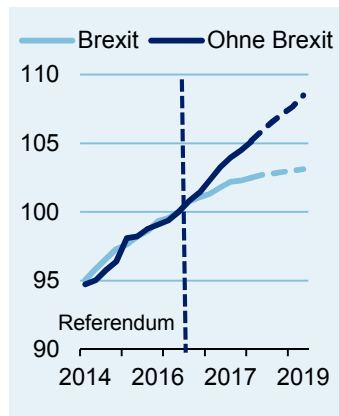
Mitte April sah die Welt für Pfund-Bullen rosiger aus, während Pfund-Bären wie wir in zunehmende Erklärungsnot kamen. Zum Euro nahm Sterling schon die 0,86 ins Visier. Seit dem ist das Pfund aber unter Druck und, wäre das allgemeine Euro-Sentiment derzeit nicht so angekratzt, würde EUR-GBP wohl eher bei 0,88/0,89 notieren. Die Bank of England legte zum wiederholten Mal eine spektakuläre Kehrtwende hin, auch getrieben durch schwache Wirtschaftsdaten aus UK: Aus dem stellenweise zu fast 100% eingepreisten Zinsschritt der BoE im Mai wurde am Ende nichts. Nur die beiden Falken im MPC votierten wie im Februar für eine weitere Anhebung. Mal wieder hatte BoE-Gouverneur Carney die Zinserwartungen durch Aussagen zunächst angeheizt, um sie dann kurz vor der Sitzung wieder abrupt einzusammeln. Auf die Kritik an dieser erratischen Forward Guidance reagierte Carney dann mit der erstaunlichen Antwort, dass sie nicht für die Finanzmärkte, sondern für Firmen und Haushalte gedacht sei. Wirklich zuträglich für die Glaubwürdigkeit der britischen Währungshüter und das Pfund war das Manöver sicher nicht.

► Der Brexit-Prozess wird nicht einfacher

Sprunghaft verlaufen auch die Entwicklungen rund um den Brexit-Prozess, die das Pfund ebenfalls belasten. Im Fokus standen dabei zuletzt die zukünftigen Handelsbeziehungen mit der EU und die damit verbundene Nordirland-Frage (keine harte Grenze auf der irischen Insel). Premierministerin May favorisiert eine Zollpartnerschaft (UK sammelt Zölle für die EU ein, kann aber eigene Handelsabkommen abschließen). Die Brexit-Hardliner lehnen dies ab und favorisieren die sogenannte „Maximum Facilitation“-Option (Minimierung von Grenzkontrollen durch neueste Screening-Technologien). Klar ist in diesem Zusammenhang nur, dass beide Optionen nicht nach dem bisher geplanten Ende der Übergangsphase (Ende 2020) einsatzfähig wären und die EU beide als nicht umsetzbar ansieht.

UK hinkt hinterher

Ohne Brexit: Modellierung über BIP-Verläufe anderer Länder, Gestrichelt = Prognosen



Quelle: CEPR, BayernLB Research

Eine Lösung auf dem EU-Gipfel im Juni, die allen Beteiligten – der EU und Irland im Besonderen, Mays Koalitionspartner von der nordirischen DUP, dem britischen Parlament sowie den Brexit-Hardlinern – zusagt, können wir uns kaum vorstellen. Damit bleibt ein Restrisiko, dass im April 2019 der Status quo nicht fortgeführt wird. Schließlich wird es nur dann zu einer Übergangsphase kommen, wenn das Austrittsabkommen in seiner Gesamtheit beschlossen wird. Die Brexit-Unsicherheiten dürften sich damit immer belastender auf die britische Wirtschaft auswirken, zumal die Brexit-Effekte mit der weniger dynamischen globalen Konjunktur nun stärker zu Tage treten (siehe auch Grafik links). Die am Markt vorherrschenden Erwartungen auf einen BoE-Zinsschritt später im Jahr (August oder November) sollten sich in diesem politischen und konjunkturellen Umfeld zunehmend in Luft auflösen. Sobald sich der Euro wieder berappelt – etwa wenn die derzeitigen Sorgen um Italien abflachen – sollte EUR-GBP wieder in Richtung 0,90 tendieren. Angesichts eines nur noch theoretisch umkehrbaren Brexit und einer abenteuerlichen Zukunft für die Handelsbeziehungen mit der der EU sowie im Umfeld eines näher rückenden Zinsschritt der EZB sollte der Kurs in einem Jahr dann merklich oberhalb von 0,90 EUR-GBP notieren.

Franken: Immer noch ein Safe Haven

Flirt mit 1,20 vorbei

Franken je Euro, Tagesdaten



Quelle: Thomson Reuters, BayernLB Research

Mit den problematischen Entwicklungen in Italien endete der Flirt des EUR-CHF-Kurses mit der Marke von 1,20 abrupt (Grafik). Die Nachfrage nach dem Franken als Safe Haven drückte den Kurs wieder auf unter 1,18 EUR-CHF. Dies verdeutlicht wieder einmal eindrücklich, dass der Franken in Zeiten politischer Unsicherheiten in Europa jederzeit unter Aufwertungsdruck kommen kann. Dies dürfte auch der SNB als verbale Munition dienen, um auf absehbare Zeit an ihren Negativzinsen (-0,75) festzuhalten. Die nächste Gelegenheit hat sie dazu auf der Juni-Sitzung. Dort dürfte die SNB auch an ihrer Einschätzung festhalten, wonach der Franken weiterhin hoch bewertet sei.

Sofern politische Unsicherheitsprämien – wie derzeit in Italien – im Umfang und zeitlich begrenzt bleiben, spricht die Aussicht auf eine unverändert ultra-expansive SNB-Politik gegen einen merklich stärkeren Franken. Zugleich rechnen wir nicht mit einem Überschreiten der 1,20 EUR-CHF, wenn die EZB ihre QE-Käufe einstellt und ihr erster Zinsschritt näher rückt. Denn dann dürften aus Marktsicht auch die ersten Straffungs-Trippelschritte der SNB eingepreist werden.

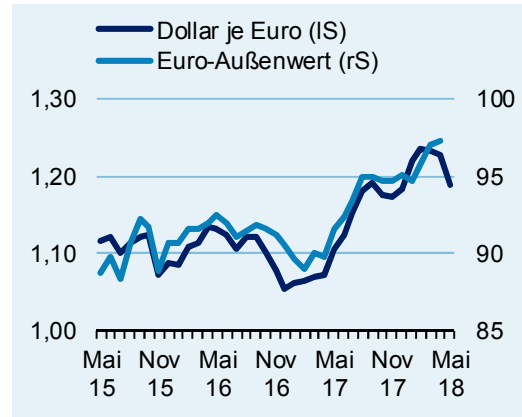
wolfgang.kiener@bayernlb.de

manuel.andersch@bayernlb.de

### Ausgewählte Wechselkurse

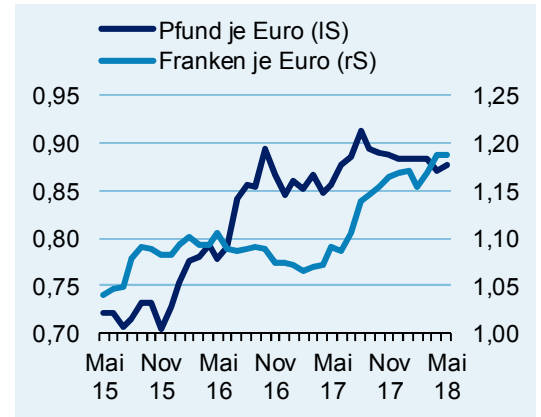
- EUR-USD hat wieder gedreht

Dollar je Euro und Euro-Außenwert  
Monatsdurchschnitte, Außenwert: real, 2010=100



Quelle: BayernLB Research

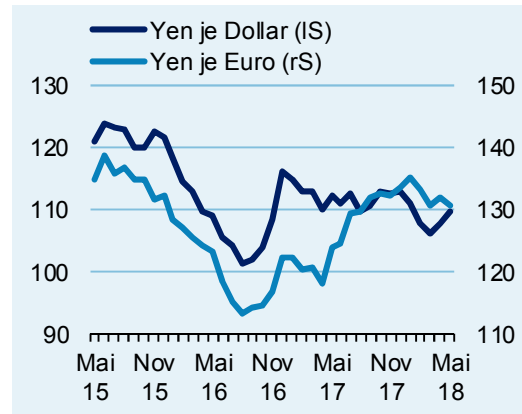
Pfund, Franken  
Monatsdurchschnitte



Quelle: BayernLB Research

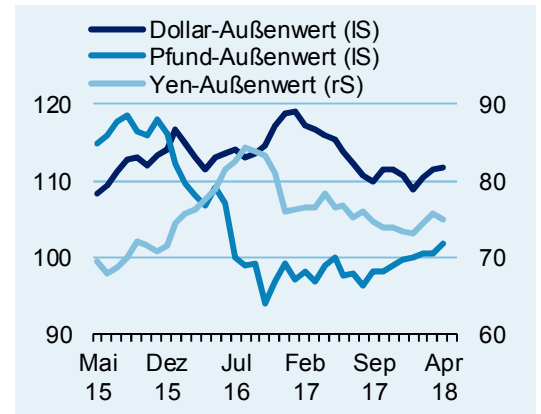
- Yen ggü. Euro fester

Yen  
Monatsdurchschnitte



Quelle: BayernLB Research

Außenwert Dollar, Pfund, Yen  
Monatsdurchschnitte, Außenwert: real, 2010=100



Quelle: BayernLB Research

- Zunächst noch etwas Potenzial nach unten für EUR-USD

Wechselkursprognosen  
Monatsdurchschnitte

		Stand am	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 12 Monaten
		22.05.2018	Aug 2018	Nov 2018	Mai 2019
Dollar	USD pro EUR	1,18	1,16	1,16	1,22
Konsens-Prognose	USD pro EUR		1,22	1,24	1,27
Japanischer Yen	JPY pro USD	111	111	113	113
Konsens-Prognose	JPY pro USD		109	109	108
Britisches Pfund	GBP pro EUR	0,88	0,89	0,90	0,93
Konsens-Prognose	GBP pro EUR		0,88	0,88	0,88
Schweizer Franken	CHF pro EUR	1,17	1,18	1,18	1,19
Konsens-Prognose	CHF pro EUR		1,19	1,19	1,20

Quelle: BayernLB Research, Reuters-Konsens

# Rentenmärkte: Standhafte Notenbanken

## Staatsanleihen: Bund-Renditen können nicht mehr entziehen

- ▶ US-Renditen hängen Bund-Rendite ab

In den USA rentieren die 10-jährigen Staatstitel auf dem höchsten Stand seit 2011. Die Steuerreform sorgt über freundlichere Wachstumsannahmen und eine höhere Verschuldung bereits seit Ende letzten Jahres für einen Renditeauftrieb bei US-Treasuries. In den letzten Wochen trug zusätzlich ein steigender Ölpreis zum Renditeanstieg in den USA bei. Bundesanleihen konnten sich von ihren US-Pendants entkoppeln, da die anziehenden Rohölpreise im Euro-Raum kaum auf die Inflationserwartungen abstrahlten. 10-jährige Bunds rentieren somit nach wie vor deutlich unter ihrem Jahreshoch bei 0,81%. Dadurch ist der 10-jährige Transatlantik-Spread, die Renditedifferenz zwischen den USA und Deutschland, mit knapp 250 Bp auf den weitesten Stand seit 1989 geklettert.

- ▶ Der Transatlantik-Spread sollte sich dank EZB wieder einengen

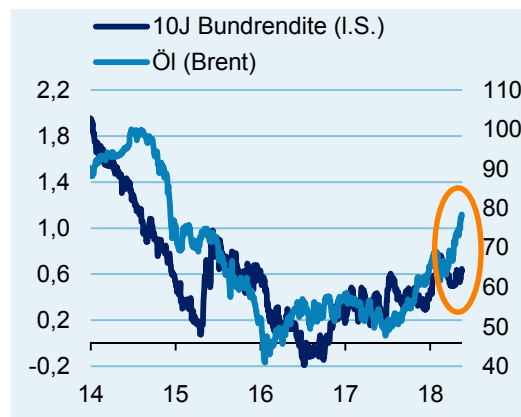
Mittelfristig rechnen wir damit, dass der Ölpreis wieder nachgibt. Die Fed-Erwartungen für dieses Jahr sind bereits weit fortgeschritten, weshalb der Renditeanstieg in den USA zum Erliegen kommen sollte. Demgegenüber sollten Bunds unseres Erachtens in drei Monaten höher rentieren, da zu diesem Zeitpunkt klar geworden sein dürfte, dass die EZB die Netto-Anleihekäufe zum Jahresende einstellen wird und mit der gepreisten ersten Erhöhung des Einlagesatzes Mitte nächsten Jahres zufrieden ist. Aufgrund einer restriktiver werdenden EZB erwarten wir nicht nur höhere Renditen im langfristigen Laufzeitenbereich, sondern rechnen ebenfalls mit höheren Niveaus bei kurz- und mittelfristig laufenden Bundespapieren. Zum Jahresende gehen wir weiterhin davon aus, dass 10-jährige US-Treasuries bei 3,1% und Bundesanleihen bei 1,0% rentieren. Dadurch sehen wir den 10-jährigen Transatlantik-Spread Ende des Jahres wieder bei 210 Bp; etwas weiter als zum Jahresbeginn.

- ▶ Italienische Staats-titel sehen wir weiterhin negativ

Wir haben bereits in unserem Bond Letter vom 11. Mai gewarnt, dass die politischen Unsicherheiten marktseitig nicht reflektiert sind. Seitdem hat sich der Risiko-Spread zwischen Italien und Deutschland mit in der Spitze über 180 Bp deutlich ausgeweitet. Wir bleiben negativ gegenüber der Peripherie und sehen den 10-jährigen italienischen Spread längerfristig um das aktuelle Niveau handeln, mit dem Risiko eines kurzfristigen Überschießens. Daher gewichten wir Peripherie-Anleihen – besonders italienische Titel – weiterhin unter und sehen deutsche Agencies attraktiver als französische.

Ölpreisanstieg kann Bund-Rendite kaum mitziehen

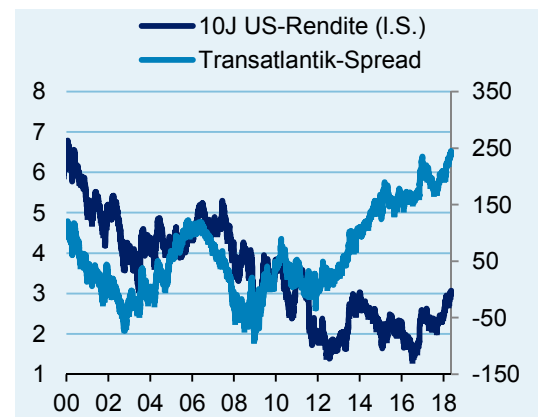
10J Bund-Rendite (I.S.), in %; Ölpreis, in Dollar pro Fass



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Bundesanleihen koppeln sich immer stärker von US-Treasuries ab

10J US-Treasury-Rendite (I.S.), in %; 10J Transatlantik-Spread, in Bp



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

alexander.aldinger@bayernlb.de

### Covered Bonds: Technische Faktoren schlagen Risiken

► Politische Risiken finden keine Beachtung

Etwas später als erwartet haben die Spreads im Covered Bond-Universum ihre Tiefstände hinter sich gelassen. Seit Anfang des Jahres stiegen die durchschnittlichen Covered Bond-Spreads um 4 Bp. Ausgelöst wurde der Anstieg durch die sehr hohen Neuemissionsvolumen im April (mit 17 Mrd. Euro der stärkste April seit zehn Jahren), die auf eine verminderte EZB-Aktivität auf den Sekundär-, vor allem aber auf den Primärmärkten stießen. Politische Risiken spielten dagegen keine Rolle. Seitdem das Neuemissionsvolumen im Mai (lediglich 1,5 Mrd. Euro bisher) nachgelassen hat, ist auch die Volatilität stark zurückgegangen. Eine Korrektur erfolgte jedoch nicht.

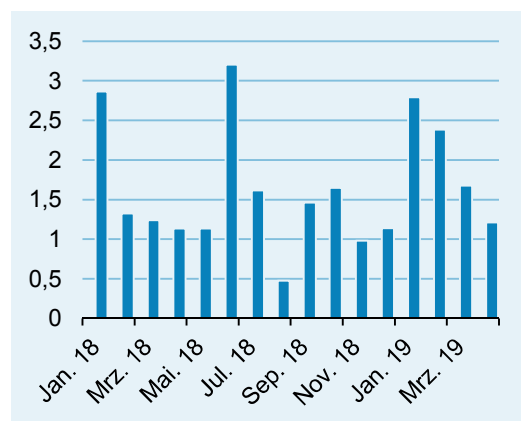
► Geringere Peripherie-Spreads

Auffällig war, dass Spreads von Anleihen aus den Kernregionen (DE, FR, NL, BE) dieses Jahr stärker ausweiteten (4-8 Bp) als die Spreads von Emittenten aus der europäischen Peripherie (IT, ES, PT, IR), die teilweise sogar noch enger notieren als am Jahresanfang. Aufgrund des sehr illiquiden Marktes und der durch die EZB extrem verzerrten Bewertung von Covered Bonds bieten lediglich Neuemissionen die Möglichkeit, den wahren Spread zu bestimmen. Die Neuemissionsprämie, die in den letzten Wochen stark anstieg, lässt Rückschlüsse auf den richtigen Spread zu. Daher überrascht die Underperformance der Kernmärkte kaum. Die Angebotsseite war ausschlaggebend. Während wir seit Beginn des Jahres 42 Neuemissionen (36,2 Mrd. Euro) aus den Kernregionen sahen, gab es aus der Peripherie lediglich neun (5,9 Mrd. Euro). Marktteilnehmer hatten also deutlich seltener die Möglichkeit, den zu niedrigen Spread der Sekundärmarktkurven mit Neuemissionen zu vergleichen und gegebenenfalls anzupassen.

► Ruhigere Zeiten für Kernländer in Sicht

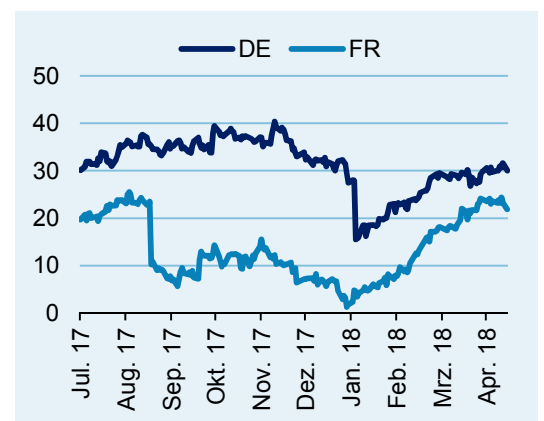
Insgesamt erwarten wir für den Gesamtmarkt in den nächsten Wochen eine Entspannung, bedingt durch zwei Faktoren. Zum einen steigen die monatlichen Fälligkeiten der EZB im Juni stark an. Zum anderen haben Covered Bonds der Kernmärkte gegenüber den jeweiligen Staatsanleihen stark an Attraktivität gewonnen. Boten 5-jährige Pfandbriefe Ende Januar lediglich einen Pickup von 16 Bp im Vergleich zu Bunds, bieten sie nun wieder einen fast doppelt so hohen Renditeaufschlag (siehe rechte Grafik unten). Gleiches gilt für französische Covered Bonds, deren Renditeaufschlag mit 22 Bp im Vergleich zu Staatsanleihen wieder nahezu auf dem Niveau von September 2017 liegt.

Reinvestitionsbedarf der EZB steigt im Juni an  
Covered Bond Fälligkeiten der EZB in Mrd. Euro



Quelle: BayernLB Research; EZB

Covered Bonds aus den Kernmärkten wieder attraktiver im Vergleich zu Staatsanleihen  
Renditedifferenz zwischen 5J Covered Bonds und 5J Staatsanleihen in Bp.



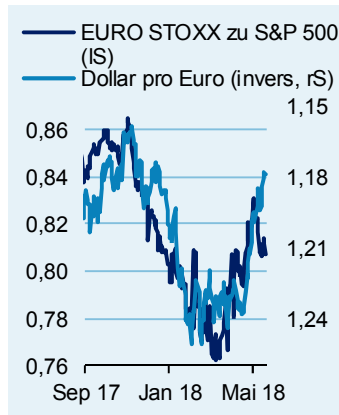
Quelle: BayernLB Research; Bloomberg

emanuel.teuber@bayernlb.de

## Aktienmärkte: Positiver Gewinntrend intakt

### Aktien Euro-Raum: Schwächerer Euro unterstützt

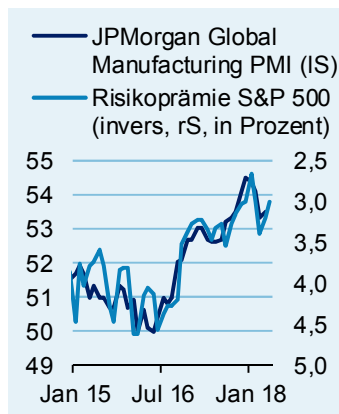
Relative Performance EURO STOXX zu S&P 500 (1.1.2012 = 1,0) und Euro-Dollar-Wechselkurs, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

### Aktienmärkte: Konjunktureller Rückenwind flaut ab

Risikoprämie S&P 500 und globaler Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe, Monatswerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, IBES, BayernLB Research

Die europäischen Aktienmärkte präsentierten sich im April und Mai freundlich. Der DAX konnte Mitte Mai erstmals wieder die 13.000-Punkte-Marke überwinden, die im Februar unterschritten worden war. Rückenwind erhielten europäische Aktien vor allem von der deutlichen Abschwächung des Euro. Ein schwächerer Euro führt zu positiven Gewinneffekten europäischer Unternehmen und verbessert deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Vor diesem Hintergrund konnten die Aktienindizes in Europa ab Mitte März gegenüber dem volatil seitwärts tendierenden US-Markt aufholen. Auch wenn der Euro noch etwas Abwertungspotenzial aufweist, erwarten wir auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten keine Fortsetzung der jüngsten Outperformance europäischer Aktien.

### Zinsanstieg kein Grund für Trendwende

Unser Aktienmarktszenario bleibt unverändert zum einen von der Einschätzung geprägt, dass abgeschwächter Rückenwind der globalen Konjunktur in Verbindung mit der fortschreitenden geldpolitischen Straffung der Fed sowie steigenden Kapitalmarktzinsen zu Druck auf die Aktienbewertungen führt. Mit der Kurskorrektur im ersten Quartal haben die Aktienmärkte dieses Szenario zumindest in Teilen bereits eingepreist. So ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis erwarteter 12-Monats-Gewinne des STOXX Europe 600 von 15,3 Ende Januar auf 14,4 Mitte Mai gefallen.

Zum anderen ist mit dem fortschreitenden Zinsanstieg vor allem in den USA weiterhin mit Bremseffekten an den Aktienmärkten zu rechnen. In diesem Zusammenhang bleibt auch die US-Lohnentwicklung im Fokus. Anfang Februar war der unerwartet kräftige Anstieg der US-Lohndynamik im Januar (auf +2,8% y/y) in Verbindung mit spürbar steigenden Kapitalmarktzinsen der entscheidende Auslöser für die kräftige Kurskorrektur. Stark steigende Löhne sind negativ für Aktien, weil sie erstens inflationstreibend sind und damit den Druck auf die Notenbank zu einer strafferen Geldpolitik erhöhen. Zweitens würden spürbar höhere Löhne die hohen Gewinnmargen der US-Unternehmen unter Druck setzen und damit negativ auf die Unternehmensgewinne wirken.

Zwar führte die im Rahmen des letzten US-Arbeitsmarktberichts von April überraschend verringerte Lohndynamik (+2,6% y/y) für Entspannung am US-Aktienmarkt. Der Zinsanstieg in den USA setzte sich jedoch auch vor dem Hintergrund des kräftig steigenden Ölpreises fort und ließ die Rendite 10-jähriger Treasuries auf 3,1% steigen. Wir sind weiterhin der Meinung, dass weitere moderate Zinsanstiege von den Aktienmärkten verkraftet werden können und nur zu temporären Turbulenzen führen. Voraussetzung ist, dass die Weltkonjunktur insgesamt stabil und damit der Trend der Unternehmensgewinne positiv bleibt. Davon gehen wir aus. Einen Risikofaktor stellt dabei allerdings der Ölpreis dar. Ein weiterer massiver Ölpreisanstieg bei einer Eskalation des Konflikts mit dem Iran würde einerseits die Inflationserwartungen sowie die Zinsen steigen lassen und andererseits die globale Konjunktur massiv beeinträchtigen. In diesem Risiko-Szenario wäre an den Aktienmärkten mit spürbaren Kursrückgängen zu rechnen.

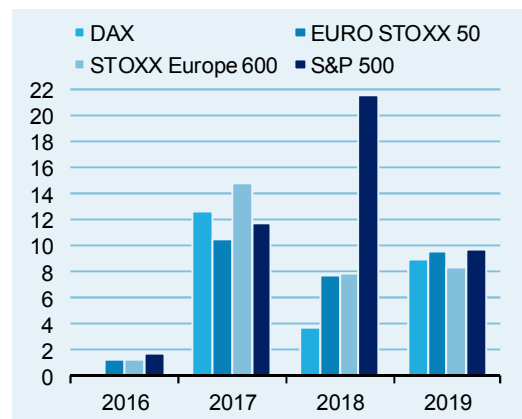
### Unternehmens-Berichtsaison zweigeteilt: USA stark – Europa durchwachsen

Weiterer Baustein unseres Basis-Aktienmarktszenarios ist die Erwartung, dass die steigenden Unternehmensgewinne den Anstieg der Risikoprämien auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten überkompensieren. Damit stellen die Gewinne den entscheidenden Treiber für moderat höhere Aktienindizes in diesem Zeithorizont dar.

► Steuerreform-Effekte und Energiesektor treiben US-Unternehmensgewinne

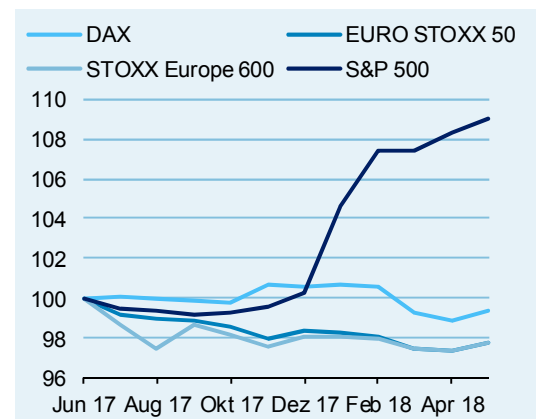
Die Unternehmensberichte zum ersten Quartal lieferten ein zweigeteiltes Bild. In den USA sind sie stark von den Effekten der Steuerreform geprägt und positiv ausgefallen. Nach Verabschiedung der Steuerreform hatten die Analysten die Steuersenkungen in ihre Gewinnprognosen eingearbeitet und diese stark angehoben. Diese Prognosen wurden im ersten Quartal nun zu großen Teilen übertroffen. Insgesamt erzielten die S&P-500-Unternehmen im ersten Quartal eine kräftige Nettogewinnsteigerung von 26% gegenüber dem Vorjahr. Die höchsten Zuwächse weisen dabei die Sektoren Energy (+86%), Technology (+35%) und Financials (+31%) auf. Der Technologiesektor profitiert am stärksten von der Steuerreform, gefolgt vom Finanzsektor. Die Gewinndynamik der US-Konzerne wird auch im Gesamtjahr 2018 hoch sein und nach aktuellen Konsens-Schätzungen 21% betragen.

**Unternehmensgewinne: US-Steuerreform sorgt für Gewinnprung 2018 bei US-Titeln**  
Veränderung des Ergebnisses je Aktie ggü. Vorjahr, Konsens-Prognosen, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream, IBES, BayernLB Research

**Gewinnrevisionen: Schwäche in Europa durch Euro-Aufwertung**  
Entwicklung der Konsens-Prognose für das aggregierte Ergebnis je Aktie 2018, 30.06.2017 = 100, Monatswerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, IBES, BayernLB Research

► Negative Währungseffekte bei europäischen Unternehmen werden nachlassen

In Europa dagegen verlief die Berichtssaison durchwachsen. Die Gewinndynamik ist deutlich schwächer als in den USA. Ein wesentlicher Grund ist neben dem Sondereffekt durch die US-Steuerreform die Aufwertung des Euro. So lag der Euro-Dollar-Wechselkurs im Durchschnitt des ersten Quartals um 15,3% über dem Wert im Vorjahreszeitraum. Dadurch wurden die im Dollarraum erzielten Umsätze und Gewinne der in Euro bilanzierenden Unternehmen stark belastet. Auch im Gesamtjahr 2018 wird die Gewinndynamik in Europa spürbar geringer ausfallen als in den USA (siehe Grafik). Die negativen Währungseffekte werden sich in den Folgequartalen allerdings deutlich abmildern. Die zunehmend in den Fokus der Investoren rückende Gewinnentwicklung 2019 wird zwischen den USA und Europa dann wieder ausgeglichener ausfallen. Auch wenn die Konsens-Gewinnerwartungen 2019, die einen Anstieg im oberen einstelligen Prozentbereich zeigen, noch etwas nach unten revidiert werden dürften, bleibt ein moderat positiver Einfluss des Gewinnverlaufs auf die Aktienmarktentwicklung.

**Prognose Aktienindizes**  
Monatsendstände

	Stand am	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 12 Monaten
	22.5.2018	Aug 18	Nov 18	Mai 19
DAX	13.170	12.900	13.400	13.600
EURO STOXX 50	3.587	3.540	3.660	3.680
S&P 500	2.724	2.710	2.810	2.860
Nikkei 225	22.960	22.700	23.500	23.800

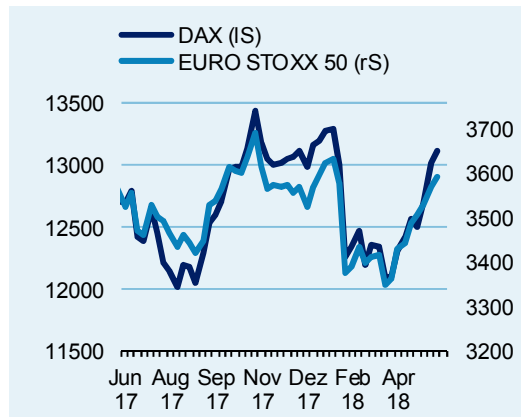
Quelle: BayernLB Research

manfred.bucher@bayernlb.de

### Aktienmärkte im Überblick

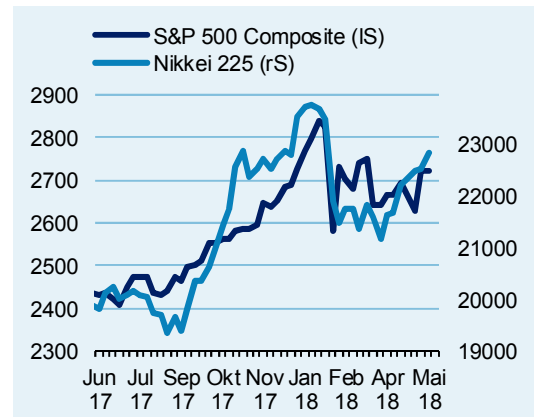
- ▶ Erholung europäischer Aktienindizes auch dank schwächerem Euro

DAX und EURO STOXX 50



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

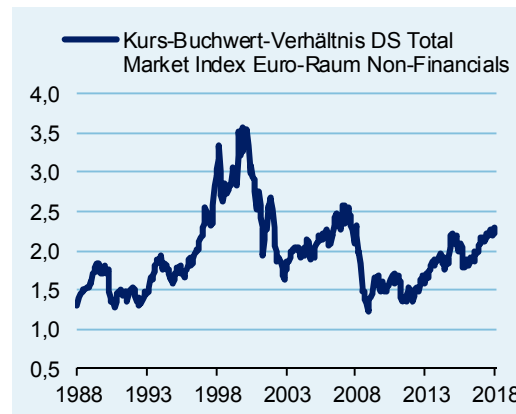
S&P 500 und Nikkei 225



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

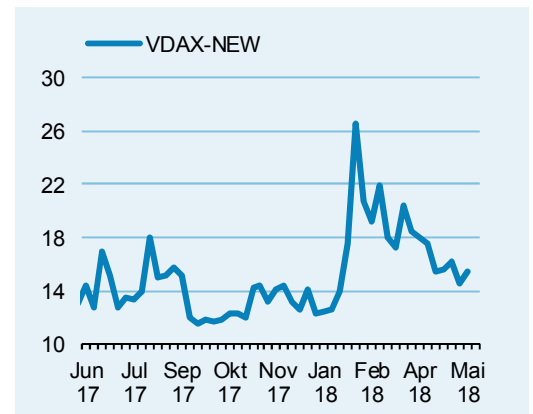
- ▶ Implizite Volatilität wieder spürbar gesunken

Bewertung Europäischer Aktienmarkt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

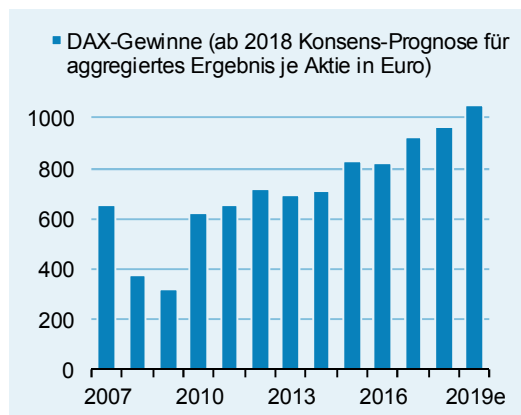
Implizite Volatilität DAX



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

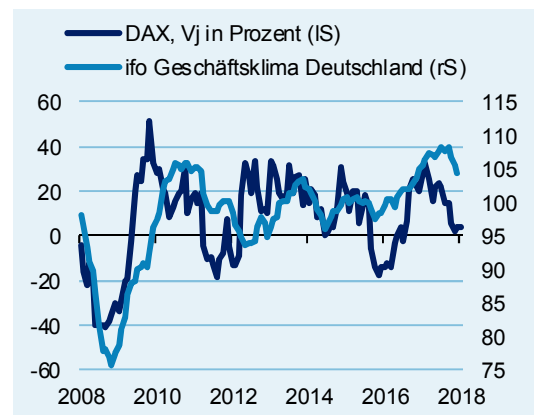
- ▶ ifo-Index liefert schwächere Vorgaben

Unternehmensgewinne DAX



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research

Konjunktur- und Aktienmarkt Deutschland



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BayernLB Research



# Das Research-Team der BayernLB

## BayernLB Research

**Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750**

**Anna Maria Frank, -21751**  
Sekretariat

**Ingo Bothner, -21787**  
Medienfachwirt (IHK)

## Volkswirtschaft

**Dr. Stefan Kipar, -27346**  
Euro-Raum, EZB, Deutschland

**Manuel Andersch, -27448**  
Pfund/UK, Schweizer Franken/Schweiz

**Christiane von Berg, -28745**  
USA/Fed, Japan/BoJ

**Wolfgang Kiener, -27058**  
Dollar, Yen

**Andreas Speer, -21305**  
Rohstoffe

## Investment Research

**Dr. Johannes Mayr -21859**

## Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

**Alexander Aldinger, -24877**

**Dr. Norbert Wuthe, -27209**

## Covereds & Financials

**Alfred Anner, CEFA, -27072**  
Covered Bonds

**Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873**  
Versicherungen

**Emanuel Teuber, -27070**  
Covered Bonds

**Stefan Voß, -21808**  
Banken

**Georg Meßner, CFA, -26396**  
Banken

## Länderrisiko- und Branchenanalyse

**Hubert Siplý, -21307**

## Länderrisikoanalyse

**Dr. Alexander Kalb, -22858**  
Westeuropa, Südamerika

**Manuel Schimm, -26845**  
Asien, Nordamerika

**Gebhard Stadler, -28891**  
Osteuropa/GUS, Mittelamerika

**Verena Strobel, -21320**  
Nahe und Mittlerer Osten, Afrika

## Credits

**Pia Ahrens, -25727**  
Corporate Bonds & SSD

**Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323**  
Corporate Bonds & SSD

**Miraji Othman, -25888**  
Strategie

**Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068**  
Corporate Bonds & SSD, Strategie

## Aktienmarkt/Strategie/Privatkunden

**Manfred Bucher, CFA, -21713**

**Christoph Gmeinwieser, CIIA, -27053**

## Technische Analyse

**Hans-Peter Reichhuber, -21780**  
Zinsen, Währungen, Aktien

## Value Investing & Behavioral Finance

**Dieter Münchow, -23384**  
Aktien & Strategie

**E-mail:** vorname.nachname@bayernlb.de

**Telefon:** 089 2171 + angegebene Durchwahl

## Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 23.05.2018. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

## Abkürzungsverzeichnis

Häufig verwendete Abkürzungen in Schaubildern und Tabellen:

ab:	arbeitstäglich bereinigt
BIP:	Bruttoinlandsprodukt
gg:	gegenüber
IS:	linke Skala
Md:	Monatsdurchschnitt
Me:	Monatsende
rS:	rechte Skala
sb:	saisonbereinigt
Vj:	Veränderung gegenüber Vorjahr
Vol:	Volumen
Vp:	Veränderung gegenüber Vorperiode

**Redaktion:**

Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (=Briefadresse)  
research@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**

Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (=Paketadresse)  
www.bayernlb.de

Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München  
[www.bayernlb.de](http://www.bayernlb.de)

