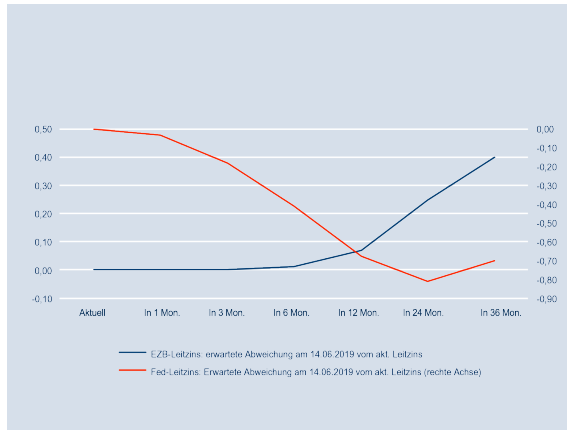


Research News

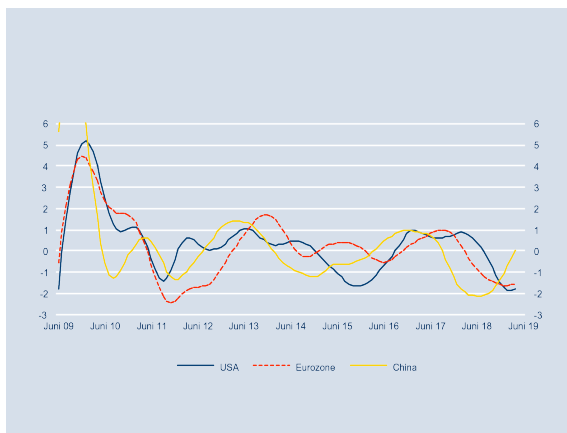
Auszug aus den Research News



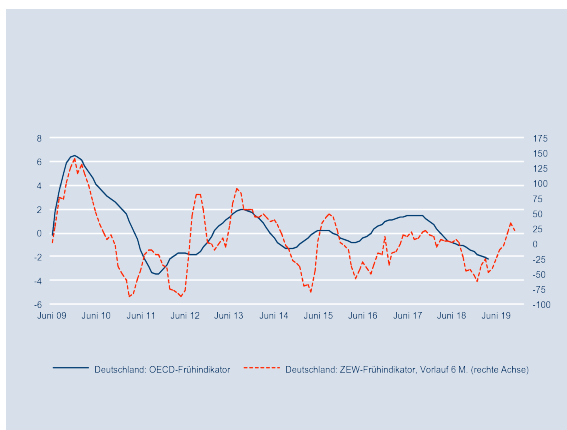
(1) Leitzinsen: In den USA werden mehrere Zinssenkungen erwartet, in Europa dagegen vorerst keine



(2) OECD-Konjunkturindikatoren: China führt möglichen Konjunkturaufschwung vor Europa und den USA an



(3) Deutschland: ZEW-Index „führt“ den OECD-Index



Finanzmärkte: im Handelskrieg Wetten vermeiden ...

... und stattdessen auf eine neutrale Asset Allocation setzen

Seit der Verschärfung des Handelskonflikts im Mai hat sich der Ausblick für die Weltkonjunktur deutlich eingetrübt: Inzwischen haben auch die Notenbanken reagiert und klar kundgetan, dass man bereit wäre, die Zinsen zu senken, wenn sich die Konjunktur, insbesondere aufgrund einer weiteren Zuspitzung im Zollkonflikt, stark abkühlen sollte. Entsprechende Verlautbarungen haben alle großen Notenbanken ohne große Unterschiede im Wortlaut veröffentlicht. Umso erstaunlicher ist es, dass sich die Einschätzung der Finanzmärkte zur Entwicklung der Leitzinsen gerade zwischen der Eurozone und den USA so stark unterscheidet:

In den USA wird auf Sicht von zwölf Monaten mit Zinssenkungen von rund 0,75 Prozentpunkten gerechnet. Wenn man Zinsschritte von 0,25 Prozentpunkten, wie bei der Fed zurzeit üblich, unterstellt, entspräche das drei Zinssenkungsmaßnahmen. Und in Europa? Hier gibt es bisher keine Spekulation auf Zinssenkungen. Der Strafzins für Banken liegt auch auf Sicht von einem Jahr mehr oder weniger unverändert bei -0,40 %. In Europa hat sich lediglich der Zeitpunkt geändert, zu dem eine erste Zinsanhebung eingepreist ist. Im März 2019 galt ein erster Zinsschritt noch im Frühjahr 2020 als wahrscheinlich, inzwischen rechnet man mit ihm erst im Jahr 2021. Zu diesem Zeitpunkt wird auf einen Zinsanstieg von -0,40 % auf -0,20 % spekuliert. Die unterschiedliche Sichtweise zum Ausblick der Notenbankpolitik überrascht. Zwar hat die US-Notenbank deutlich mehr Luft, ihre Leitzinsen zu senken; schließlich liegen diese mit einer Bandbreite von 2,25 %-2,50 % klar über der Nulllinie, was für die Eurozone nicht gegeben ist. Möglicherweise aber werden die Konjunkturaussichten für die USA als schlechter eingestuft als die der Eurozone.

Wie wird der Konjunkturausblick für Europa und die USA tatsächlich eingeschätzt? Um eine internationale Vergleichbarkeit herzustellen, werden in **Chart 2** die OECD-Konjunkturindikatoren betrachtet – diese werden für alle Länder ähnlich berechnet. Es fällt auf, dass die Unterschiede am aktuellen Rand zwischen den USA und Europa nicht sehr groß sind. Die Erwartungen haben für beide Wirtschaftsblöcke scheinbar einen unteren Boden gefunden und sind dabei, nach oben zu drehen. Für Europa kann etwas mehr Dynamik in die Entwicklung hineininterpretiert werden. Es wäre aber vermessen, aus der jüngsten Entwicklung zu schließen, dass sich die US-Konjunktur in den kommenden Monaten deutlich schwächer entwickeln könnte als die europäische. Dagegen kann man aber schon ablesen, dass der europäische Konjunkturausblick nicht notwendigerweise schlechter ist als der für die USA. Das war in den vergangenen zwei Jahren anders.

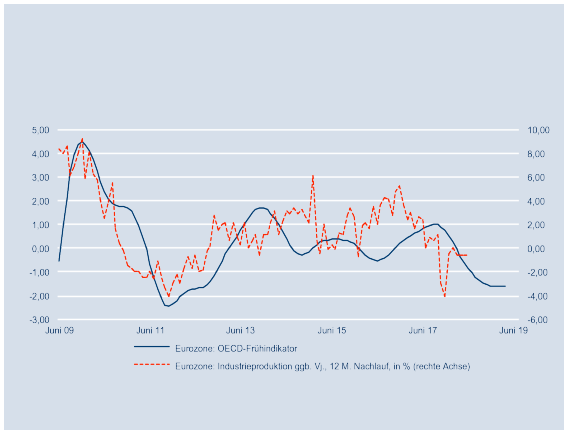
Wie sieht das Bild speziell für Deutschland aus? Wenn die Vergangenheit etwas über die Zukunft aussagt, so könnte – wider alle Erwartungen – gerade die deutsche Wirtschaft in den kommenden Monaten Fahrt aufnehmen. **Chart 3** kombiniert den deutschen OECD-Frühindikator mit dem ZEW-Index. Dieser ist zwar volatil als der OECD-Index (ein Grund, warum er seltener Verwendung findet), aber er weist einen stabilen Vorlauf zum OECD-Indikator auf. Das Schaubild suggeriert eine klare Kon-

Research News

Auszug aus den Research News



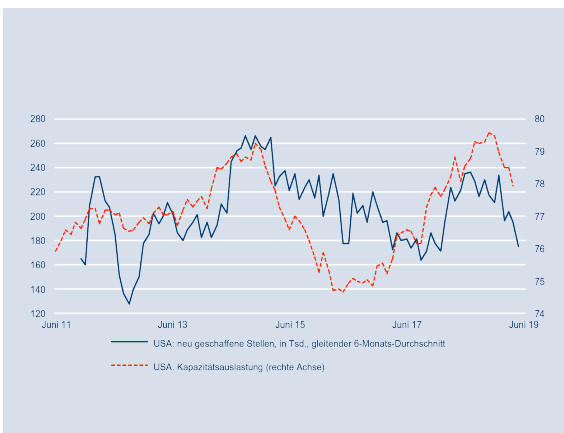
(4) Eurozone: Konjunktur vor Belebung



junkturbelebung in den nächsten Monaten. Das dürfte allerdings nur dann zutreffen, wenn der Zollkonflikt nicht weiter eskaliert.

Auch für die Eurozone insgesamt zeichnet sich keine ungünstige Perspektive ab. Noch befindet sich die europäische Industrieproduktion im Sinkflug. Doch gerade der OECD-Indikator deutet ein Ende der Abschwungphase bei der Produktion an (**Chart 4**). In Europa scheinen die Folgen des WLTP-Abgastests (Deutschland) fast überwunden und die Gelbwestenproteste (Frankreich) flachen ab. Beides wirkt in den beiden größten Ländern der Eurozone wachstumsbelebend. Ob sich die positiven Impulse allerdings nachhaltig durchsetzen können, ist vor dem Hintergrund der politischen Risiken offen.

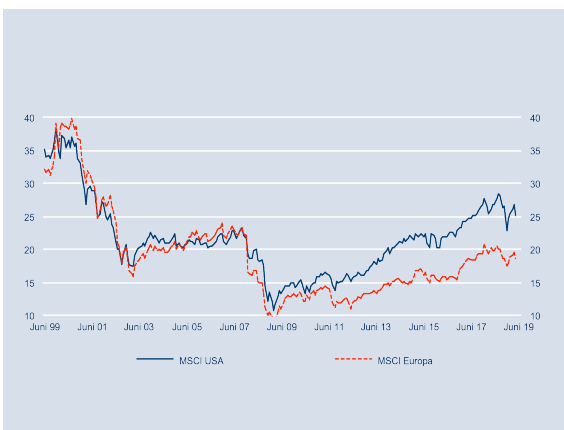
(5) USA: Konjunkturdaten verschlechtern sich – möglicherweise längerfristig



In den USA dagegen scheint sich das Bild andersherum darzustellen. Die Konjunktur könnte auch ohne Handelskonflikt in eine allmähliche Abschwungphase eingeschwenkt sein: Der Zuwachs bei den Löhnen entwickelt sich seit einiger Zeit rückläufig. So überrascht es nicht wirklich, dass gerade die der Wirtschaftsentwicklung nachlaufenden Arbeitsmarktdaten nach unten zeigen: Die Zahl der neu geschaffenen Stellen in den USA (6-Monats-Durchschnitt) sinkt. Analog fällt auch die Kapazitätsauslastung (**Chart 5**). Weil auch die Gewinnentwicklung bei den US-Unternehmen rückläufig ist, leidet vor allem die Investitionstätigkeit, was wiederum mittelfristig negative Rückwirkungen auf die US-Kapazitätsauslastung bzw. den Arbeitsmarkt haben wird.

Natürlich hinterlassen auch die neun US-Zinsanhebungen seit 2015 allmählich ihre Bremsspuren. Darüber hinaus laufen die positiven Impulse der US-Steuerreform von 2018 aus, die zu einem Zeitpunkt in Kraft getreten ist, zu dem die US-Wirtschaft boomte. Infolgedessen könnte das US-Wirtschaftswachstum für einige Zeit unter das europäische fallen.

(6) Aktien: US-Aktien nach Shiller-KGV vergleichsweise sehr teuer



Fazit: Wir vermeiden aktuell spezielle Wetten einzugehen. Dafür ist die geopolitische Lage (u. a. gibt es neben den internationalen Zollstreitigkeiten auch noch den Irakkonflikt) zu instabil.

Wir ziehen deshalb auch unsere bisherige Bevorzugung von US-Titeln zurück und setzen auf eine breite Asset Allocation, um auf alle Eventualitäten vorbereitet zu sein. Allerdings spricht für den Abbau einer übergroßen US-Aktien-Position die Eintrübung des wirtschaftlichen Ausblicks für die USA auch ohne geopolitische Risiken. Die vergleichsweise hohe Bewertung von US-Aktien nach dem Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis* ist ein weiteres Argument (**Chart 6**), die Übergewichtung zurückzunehmen. In Europa scheinen die Folgen des WLTP-Abgastests fast überwunden und die Gelbwestenproteste sind abgeflacht. Beide Entwicklungen wirken in den beiden größten Ländern der Eurozone wachstumsbelebend. Wenn der Handelskonflikt bald gelöst wäre, sollten diese Impulse nicht verschüttet werden. Wir sehen folglich an den europäischen Aktienmärkten keine schlechteren Chancen mehr als in den USA.

* Beim „normalen“ Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) wird der Kurs der Aktie ins Verhältnis zu dem für einen Vergleichszeitraum bestimmten oder erwarteten Gewinn je Aktie gesetzt. Nobelpreisträger Robert J. Shiller definierte als Variante ein 10-Jahres-KGV, um temporäre Sondereinflüsse einzelner Jahre zu vermeiden. Berechnungsbasis ist hier der inflationsbereinigte, mittlere Gewinn der letzten zehn Jahre (gleitender Durchschnitt). Das Shiller-KGV wird wegen seines längeren Betrachtungszeitraums für langfristige Investitionsstrategien herangezogen, um Überbewertungen, wie zum Beispiel Spekulationsblasen, zu erkennen.

Wichtige Hinweise der TARGOBANK

Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte

Die TARGOBANK AG („TARGOBANK“) hat bei der öffentlichen Verbreitung von Finanzanalysen mögliche Interessenkonflikte offenzulegen. Dieser Verpflichtung kommt sie nach, indem sie auf die nachfolgende Darstellung möglicher Interessenkonflikte hinweist. Die möglichen Interessenkonflikte werden mit größtmöglicher Sorgfalt innerhalb der TARGOBANK ermittelt und regelmäßig auf ihre Aktualität überprüft.

Die in Finanzanalysen geäußerten Ansichten geben die persönliche Ansicht des Analysten über die genannten Wertpapiere oder Emittenten wieder; die Vergütung des Analysten war weder in der Vergangenheit, ist nicht in der Gegenwart und wird auch nicht in Zukunft an die Empfehlungen oder Ansichten innerhalb der Finanzanalysen gebunden sein. Die in Finanzanalysen genannten Inhalte, Produktinformationen, Ausarbeitungen oder Einschätzungen zu Wertpapieren sind nur zu Ihrer Information bestimmt und sollten nicht als ein Angebot aufgefasst werden, Kapitalanlagen zu kaufen, zu verkaufen oder zu deren Kauf oder Verkauf aufzufordern.

Die TARGOBANK stellt Ihnen diese Informationen unverbindlich zur Verfügung und übernimmt keine Gewähr bezüglich der Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen, und sie haftet nicht für etwaige Schäden oder Verluste, die dem Nutzer direkt oder als Folgeschäden aus der Verwendung besagter Informationen entstehen. Die Informationen sind sorgfältig und nach dem letzten verfügbaren Stand zusammengestellt. Durch aktuelle Entwicklungen könnten diese jedoch überholt sein oder sich ansonsten geändert haben, ohne dass die bereitgestellten Einschätzungen, Bewertungen, Ausarbeitungen und Informationen geändert wurden bzw. werden. Sofern die Inhalte von Dritten zur Verfügung gestellt wurden beziehungsweise Meinungen Dritter wiedergeben, müssen diese nicht mit den Auffassungen der TARGOBANK im Einklang, sondern können auch im Widerspruch hierzu stehen.

Der Wert der in den Finanzanalysen genannten Anlagen unterliegt Schwankungen des Marktes, welche zum ganzen oder teilweisen Verlust des Investments führen können. Zum Beispiel kann infolge von Wechselkursveränderungen bei der Währung, auf die die Kapitalanlage lautet, der Wert der Kapitalanlage steigen oder fallen, wenn die eigene Währung des Anlegers eine andere ist. Anlagen in diese Produkte sind keine Bankeinlagen und sind entsprechend weder durch die TARGOBANK noch im Rahmen der Einlagensicherung garantiert. Die Performance der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Soweit Prognosen abgegeben werden, könnten diese unter Umständen nicht oder nicht vollständig zutreffen. Vor dem Erwerb eines Produkts sollte der Kunde eine selbstständige Anlageentscheidung treffen, ohne sich auf eine Finanzanalyse zu verlassen. Die Finanzanalyse ersetzt keine anleger- und anlagegerechte Beratung. Es sollte eine ausführliche und an der Kundensituation ausgerichtete Beratung erfolgen.

Die in Finanzanalysen genannten Geldanlagen in Unternehmen oder Märkte sollten nur von Anlegern in Betracht gezogen werden, die aufgrund ihrer Kenntnisse und Erfahrungen in Finanz- und Wertpapiergeschäften in der Lage sind, die damit einhergehenden Vorteile und Risiken einzuschätzen; andere Personen sollten keine Wertpapiergeschäfte auf Grundlage einer Finanzanalyse tätigen.

Die genannten Produkte können nicht von US-Personen erworben werden.

Die TARGOBANK erhält für Abschluss und Bestand eines Anlageproduktvertrages vom Emittenten oder der Kapitalverwaltungsgesellschaft Provisionen. Zu genannten Produkten wird ein offizieller Prospekt gemäß den gesetzlichen Vorgaben veröffentlicht. Allein maßgeblich für die Produkte sind die Bedingungen des jeweiligen Prospektes, welcher kostenlos in Ihrer TARGOBANK Zweigstelle erhältlich ist.

Die TARGOBANK, aber auch Organe, Führungskräfte sowie Mitarbeiter halten möglicherweise Anteile oder Positionen an Wertpapieren oder Finanzprodukten, die Gegenstand von Bewertungen sind. Die TARGOBANK kann daher auch ein Geschäft mit einem Finanzinstrument getätigt haben, das Gegenstand der Finanzanalyse ist oder war, bevor diese Information dem Kunden zugänglich gemacht worden ist. Die TARGOBANK hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden.

Impressum



Verantwortlich
für den Inhalt:
Dr. Otmar Lang
Direktor
Research

Herausgeber:
TARGOBANK AG
Kasernenstraße 10
40213 Düsseldorf

Redaktionsschluss:
14.06.2019