



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

# FRÜHJAHR 2015 EUROPA HOLT AUF

**Autoren:**

Wolf-Fabian Hungerland, Tel. +49 40 350 60-8165, [wolf-fabian.hungerland@berenberg.de](mailto:wolf-fabian.hungerland@berenberg.de)

Cornelia Koller, Tel. +49 40 350 60-198, [cornelia.koller@berenberg.de](mailto:cornelia.koller@berenberg.de)

Wolfgang Pflüger, Tel. +49 40 350 60-416, [wolfgang.pflueger@berenberg.de](mailto:wolfgang.pflueger@berenberg.de)

Dr. Jörn Quitzau, Tel. +49 40 350 60-113, [joern.quitzau@berenberg.de](mailto:joern.quitzau@berenberg.de)

Peter Reichel, Tel. +49 69 91 30 90-213, [peter.reichel@berenberg.de](mailto:peter.reichel@berenberg.de)

Dr. Holger Schmieding, Tel. +44 20 3207 7889, [holger.schmieding@berenberg.com](mailto:holger.schmieding@berenberg.com)

Dr. Christian Schulz, Tel. +44 20 3207 7878, [christian.schulz@berenberg.com](mailto:christian.schulz@berenberg.com)

24. April 2015



## INHALT

<b>Ausblick in Kürze</b>	<b>3</b>
<b>Europa holt auf</b>	<b>4</b>
<b>Ausgewählte Regionen</b>	<b>8</b>
USA: Wetter und starker Dollar bringen Abkühlung	8
Eurozone: Putin-Effekt verblasst	10
Großbritannien: Konsum bleibt Wachstumsmotor	12
Schweiz: Anstieg des Franken belastet	13
Japan: Abenomics droht zu scheitern	14
China: Weniger Wachstum wird zum Normalfall	15
Indien: Wachstum mit statistischer Hilfe	16
Brasilien: Mit prozyklischer Finanzpolitik in die Rezession	17
Osteuropa: Die Divergenz geht weiter	18
Russland: Rubel-Rallye verdeckt Strukturschwäche	19
Türkei: Politik als ausgewachsener Störfaktor	20
<b>Finanzmärkte</b>	<b>21</b>
Währungen: Wettlauf nach unten – aber ohne den Dollar	26
Rohstoffe: Beginnende Bodenbildung	28
Finanzmarktstrategie	30
<b>Finanzmarktprognosen</b>	<b>35</b>



## AUSBLICK IN KÜRZE

Der verhaltene Aufschwung in der westlichen Welt setzt sich fort. Der niedrige Ölpreis, eine angemessene Geldpolitik, der Erfolg der Aufräumarbeiten nach der großen Finanzkrise und die Reformfortschritte in Teilen der Eurozone stützen die Konjunktur.

*Der verhaltene Aufschwung setzt sich fort*

Sechs Jahre nach der amerikanischen Notenbank Fed hat die Europäische Zentralbank mit dem Ankauf von Anleihen im großen Stil ihrer Geldpolitik neue Schlagkraft gegeben. Da die US-Fed gleichzeitig ihre eigenen Anleihekäufe erfolgreich abgeschlossen hat und den Markt jetzt auf ein vorsichtiges Anheben ihrer Leitzinsen ab September vorbereitet, hat der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar spürbar nachgegeben. Dies verleiht der Konjunktur in der Eurozone zusätzlichen Schwung. Gleichzeitig hat der Aufschwung in den USA und Großbritannien etwas an Fahrt verloren.

*Die Geldpolitik der EZB und der schwächere Euro stützen unsere Konjunktur*

Im Frühjahr und Sommer 2014 hatte der russische Angriff auf die Ostukraine die deutsche Konjunktur aus dem Tritt gebracht. Unternehmen hielten sich angesichts der außerordentlichen geopolitischen Unsicherheit mit Investitionen zurück. Dieser Putin-Schock hat Ende 2014 nachgelassen. Getragen vom privaten Verbrauch und etwas mehr Investitionen hat der Aufschwung in Deutschland wieder kraftvoll eingesetzt.

*Der Putin-Schock hat nachgelassen*

Griechenlands neue Regierung hat den griechischen Aufschwung abgewürgt und das Land erneut in die Krise geführt. Ohne eine Rückkehr zur Reformpolitik der Vorjahre drohen massive Turbulenzen in Athen und ein Austritt aus dem Euro. Allerdings hat Europa heute vor allem dank der EZB die Ansteckungsgefahren weitgehend im Griff.

*Griechenland ist ein Risiko – aber mehr für sich selbst als für Europa*

China stößt bei seinem schrittweisen Übergang zu mehr Marktfreiheit und einem ressourcenschonenderen Wachstum immer mal wieder auf einige Probleme. Aber angesichts einer privaten Sparquote von etwa 40 % hat es genügend Mittel, kurzfristigen Störungen zu begegnen. Wir rechnen weiterhin mit bis zu 7,0 % Wachstum in diesem Jahr und einem leicht schwächeren Zuwachs in 2016.

*China kann kurzfristige Störungen abfedern*

Für viele Schwellenländer bleibt der Ausblick durchwachsen, mit eher guten Aussichten für viele Länder Ostasiens und Indiens, und Risiken für Rohstoffländer wie Südafrika. Russland steckt in einer tiefen Rezession, die allerdings langsam an Schärfe verlieren könnte, sofern Russland seinen Krieg gegen die Ukraine nicht ausweitet.

*Schwellenländer: ein gemischtes Bild*

Bei langsam zunehmender Nachfrage der privaten Verbraucher und der langsam abnehmenden Arbeitslosigkeit dürfte der Deflationsdruck in der Eurozone im Laufe des Jahres etwas nachlassen. Mit wieder etwas höheren Ölpreisen könnte das Preisniveau bis Anfang 2016 wieder auf etwa 1 % steigen. Eine Lohn-Preis-Spirale bleibt sehr unwahrscheinlich. Auch über Europa hinaus sind die Inflationsgefahren sehr gering.

*Kein Inflationsdruck*

Nach dem rasanten Anstieg der Kurse in den vergangenen Monaten ist die Gefahr eines zwischenzeitlichen Rückschlages an den europäischen Aktienmärkten gestiegen. Bei inflationsfreiem Wachstum bleiben die langfristigen Aussichten allerdings positiv.

*Positives Umfeld trotz Rückschlaggefahr*



## EUROPA HOLT AUF

(Dr. Holger Schmieding)

### Konjunkturfrühling in Europa

Vier Jahre lang hatten die USA und Großbritannien die Eurozone weit hinter sich gelassen. Während die Konjunktur jenseits des Ärmelkanals und des Atlantiks deutlich vorankam, ging es in der Eurozone ab 2011 nur schleppend aufwärts. Seit die Europäische Zentralbank im Dezember 2014 angekündigt hat, künftig eine energischere Geldpolitik auch mit dem Ankauf von Staatsanleihen nach angelsächsischem Vorbild zu betreiben, zeichnet sich auch für die Eurozone ein kräftigerer Aufschwung und ein Ende der leidigen Diskussion über angebliche Deflationsgefahren ab. Gleichzeitig hat der Aufschwung in den USA und Großbritannien ein wenig an Kraft eingebüßt.

*Die neue Geldpolitik leitet einen Konjunkturfrühling ein*

In Tabelle 1 vergleichen wir unsere aktuellen Wachstumsprognosen mit denen, die wir in unserem Jahresausblick Anfang Dezember 2014 vorgestellt hatten. Für die Weltwirtschaft insgesamt hat sich wenig geändert. Aber innerhalb der westlichen Welt haben

*Etwas mehr Wachstum bei uns, etwas weniger in den USA*

**Tab. 1: Wachstumsprognosen im Vergleich - Was hat sich geändert?**

	Prognose für 2015		Prognose für 2016	
	Dez. 2014	Aktuell	Dez. 2014	Aktuell
<b>Welt</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
USA	3,0	2,7	2,8	2,8
Japan	0,7	0,9	1,3	1,5
China	7,1	7,0	6,8	6,7
Indien	5,8	7,5	6,0	7,5
Lateinamerika	1,8	0,9	2,2	1,8
<b>Europa</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
Eurozone	0,9	1,4	1,7	1,9
Deutschland	1,2	1,9	2,1	2,3
Frankreich	0,6	1,1	1,3	1,4
Italien	0,2	0,5	1,0	1,2
Spanien	1,4	2,6	2,0	2,4
<b>Anderes Westeuropa</b>				
Großbritannien	2,9	2,6	2,9	2,6
Schweiz	2,0	1,1	2,2	1,6
Schweden	1,7	2,3	2,2	2,6
<b>Osteuropa</b>				
Russland	-1,0	-4,0	-0,5	-0,5
Türkei	3,3	3,2	3,5	3,5

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: alte Prognosen aus „Wirtschaft und Finanzmärkte: Ein verhaltener Aufschwung; Jahresausblick 2015“, Berenberg, 05.12.2014.



sich die Wachstumsschwerpunkte etwas verlagert. Für die USA und Großbritannien haben wir für das laufende Jahr unsere Vorhersagen leicht zurückgenommen. Allerdings trauen wir beiden Ländern weiterhin einen Zuwachs von mehr als 2,5 % zu. Dagegen schätzen wir den Ausblick für die Eurozone heute etwas positiver ein als im Dezember. So trauen wir Deutschland jetzt einen Zuwachs von 1,9 % statt 1,2 % für 2015 und von 2,3 % statt 2,1 % für 2016 zu. In Spanien, das immer mehr die Früchte seiner Reformen der Vorjahre erntet, hat sich der Ausblick sogar noch deutlicher aufgehellt. Der Anstieg vieler Frühindikatoren weist in nahezu der gesamten Eurozone auf einen etwas dynamischeren Verlauf der Konjunktur hin.

### **Der Beitrag der EZB**

Der wichtigste Grund für das geänderte Wachstumsprofil ist offensichtlich: Mit dem großangelegten Ankauf von Staatsanleihen, den die Europäische Zentralbank im Dezember 2014 im Grundsatz beschlossen und seit März 2015 in die Tat umgesetzt hat, hat die Geldpolitik in der Eurozone neue Schlagkraft gewonnen. Gleichzeitig hat die US-Notenbank im November 2014 ihre Anleihekäufe erfolgreich abschließen können. Dies drückt sich auch in einem starken US-Dollar und einem niedriger bewerteten Euro an den Devisenmärkten aus. Der neue Kurs verschafft Anbietern aus der Eurozone einen Preisvorteil gegenüber ihren Konkurrenten aus den USA und Großbritannien. Damit hat sich die bis zum Sommer 2014 herrschende Situation, in der der Kontrast zwischen einer vergleichsweise aggressiven Geldpolitik in den USA und einer zurückhaltenden Geldpolitik in der Eurozone einen konjunkturell belastenden Höhenflug des Euro ausgelöst hatte, mittlerweile umgedreht.

*Der Wechselkurs gewährt Anbietern aus der Eurozone einen Preisvorteil gegenüber der Konkurrenz*

### **Ein Schweizer Schock und andere Überraschungen**

Außerhalb der Europäischen Union haben wir in Europa unsere Vorhersagen auch für zwei weitere Länder erheblich angepasst. Aus Angst davor, weitere Zuflüsse aus der Eurozone nicht mehr abwehren oder neutralisieren zu können, hat die Schweizer Nationalbank im Januar den Wechselkurs freigegeben. Der Anstieg der Schweizer Währung um etwa 15 % gegenüber dem Euro macht den Schweizer Unternehmen schwer zu schaffen, die mit Anbietern aus der jetzt deutlich billigeren Eurozone konkurrieren. Auch für Touristen ist die Schweiz jetzt ein sehr teures Land geworden. Deshalb dürfte die Schweizer Wirtschaft zunächst einmal für ein oder zwei Quartale stagnieren, bevor Unternehmen sich hinreichend angepasst haben. Deshalb erwarten wir für die Schweiz im laufenden Jahr nur noch ein Wachstum von rund 1 %.

*Anpassungskrise in der Schweiz*

Auch für zwei Schwellenländer hat sich der Ausblick verändert. Die russische Wirtschaft ist Ende 2014 in eine tiefe Rezession gerutscht. Die Kosten des kaum verdeckten Krieges gegen die Ukraine und die Einnahmeausfälle bei niedrigerem Ölpreis sowie die Kapitalflucht und die Verluste aus westlichen Sanktionen lasten auf dem Land. Bei einer Inflationsrate von aktuell etwa 16 % sind die Reallöhne in Russland im Februar um 10 % zurückgegangen. Da sich die Ölpreise aber mittlerweile stabilisiert haben und die Intensität der Kämpfe in der Ostukraine etwas nachgelassen hat, könnte auch in Russland die Konjunktur bald die Talsohle erreicht haben.

*Tiefe Rezession in Russland*



Dass die Zahlen für Indien mittlerweile wesentlich positiver aussehen als wir das im Dezember 2014 vorhergesehen hatten, hat dagegen vor allem einen technischen Grund. Indien hat die Art, wie es seine Wirtschaftsleistung berechnet, geändert. Es weist jetzt Zahlen aus, die an die chinesische Dynamik herankommen. Obwohl es durchaus einige gute Gründe dafür gab, die indischen Statistik umzustellen, liegt doch der Eindruck nahe, Indien wolle seine Bilanz etwas schön rechnen. Aber unabhängig von der Rechentechnik zeichnet sich ab, dass der neue Premierminister Modi mit seiner insgesamt wirtschaftsfreundlichen Politik das große Land voranbringen kann.

*Indien betreibt nicht nur statistische Kosmetik*

### **Ausblick**

Auch wenn sich einige Prognosen etwas geändert haben, mehr Schwung in der Eurozone und etwas weniger Dynamik in den USA und Großbritannien, so hat sich an unserem Ausblick insgesamt wenig geändert. Wir erwarten weiterhin einen verhaltenen Aufschwung für die Weltwirtschaft in diesem Jahr, bei dem mangels Überschwang die Inflationsgefahren gering bleiben. Der niedrige Ölpreis kommt den Verbrauchern in der westlichen Welt und in vielen Schwellenländern zugute. In China schwächt sich der Wachstumstrend zwar wie gewünscht langsam ab, eine harte Landung steht dem Land jedoch nicht bevor. Kleineren Rückschlägen für die Konjunktur begegnet China durch ein leichtes Lockern der Geld- und Fiskalpolitik.

*Lebhaftere Binnennachfrage in den USA und Großbritannien*

### **Risiken**

Wie üblich müssen wir auch auf einige Risiken eingehen. Sollte Russland einen Großangriff auf die Ukraine starten, könnte dies der europäischen Konjunktur einen Schock versetzen, wie dies schon einmal im Frühjahr und Sommer 2014 der Fall war. Auch die griechische Krise könnte sich in den kommenden Wochen zuspitzen. Allerdings verfügt Europa heute – anders als 2011 – über die nötigen Instrumente, um sich vor Ansteckungsgefahren zu schützen. Soll Griechenland den Euro verlassen müssen (30 % Risiko), würde dies unsere Wirtschaft und Finanzmärkte vermutlich nur kurz belasten, bis die erste Unsicherheit überwunden ist. Zu den Risiken gehören auch mögliche Turbulenzen in einigen in US-Dollar verschuldeten Schwellenländern bei einem ersten Zinsschritt der US-Notenbank. Da die Fed aber ihre langsame Zinswende sorgfältig vorbereitet und vorab ankündigt, dürfte auch dieser Schreck sich in Grenzen halten.

*Russland und Griechenland könnten einen Rückschlag auslösen*

### **Inflation: Nicht hier, nicht jetzt**

In der westlichen Welt sind die Inflationsgefahren auf absehbare Zeit außerordentlich gering. Dies gilt für die Eurozone noch mehr als für die USA. Die weiterhin hohe Arbeitslosigkeit macht es sehr unwahrscheinlich, dass es in Europa zu einer Lohn-Preis-Spirale kommen könnte. Selbst in Deutschland, das nahezu Vollbeschäftigung erreicht hat, liegen die Lohnabschlüsse zwischen 2,4 % und 2,8 %, wenn man die für 15, 18 oder sogar 24 Monate getroffenen Abreden auf Jahresbasis umrechnet. Mit dem leichten Wiederanstieg des Ölpreises von den Tiefs im Januar streben auch die Inflationsraten in der westlichen Welt nach oben. Wenn dann Ende 2015 und Anfang 2016 der zurückliegende Ölpreisverfall aus dem Vorjahresvergleich herausfällt, könnte die Inflation in der Eurozone wieder auf gut 1 % ansteigen. Auch über den Wechselkurs kommt ein leichter Anstieg der Einfuhrpreise dazu. Aber eine echte Gefahr für die Preisstabilität zeichnet sich auf absehbare Zeit nicht ab.

*Inflationsgefahren bleiben außerordentlich gering, gerade in Europa*

**Notenbanken: US-Zinswende im Herbst?**

Angesichts der außerordentlich niedrigen Inflation können die Zentralbanken sich weiterhin darauf konzentrieren, die Konjunktur auf Kurs zu halten. In den USA hat die Notenbank die Märkte darauf vorbereitet, dass sie vermutlich noch in diesem Jahr ihre Leitzinsen erstmals seit der großen Finanzkrise wieder anheben wird. Wir erwarten einen kleinen Zinsschritt von 25 Basispunkten für September. In Großbritannien dürfte dagegen die Zinswende noch bis mindestens Februar 2016 auf sich warten lassen. Da die Konjunktur in der Eurozone erst jetzt – und damit Jahre später als in den USA und Großbritannien – wieder Fahrt aufnimmt, wird die EZB vermutlich erst Mitte 2017 ihre eigene Zinswende einläuten. Bis September 2016 dürfte sie dagegen ihr Programm durchziehen, über den Ankauf von Anleihen mehr Liquidität in die Wirtschaft zu pumpen und somit die Konjunktur zu stützen.

*Wachsende Kluft  
zwischen EZB und  
der US-Notenbank*

**Tab. 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick**

	Gewicht	BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosenquote			Staatshaushalt		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
<b>Welt</b>	<b>100,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>									
USA	22,8	2,4	2,7	2,8	1,6	0,4	1,9	6,2	5,4	4,8	-5,5	-4,3	-3,8
Japan	6,8	-0,1	0,9	1,5	2,7	0,6	0,7	3,6	3,5	3,5	-7,8	-6,5	-6,3
China	12,2	7,4	7,0	6,7	2,0	1,3	2,5	4,1	4,3	4,3	-2,1	-2,0	-2,0
Indien	2,4	7,2	7,5	7,5	8,0	7,3	7,5				-6,9	-6,5	-6,0
Lateinamerika	7,9	1,1	0,9	1,8	6,0	5,8	5,5				-3,5	-3,5	-3,5
<b>Europa</b>	<b>30,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>									
Eurozone	17,3	0,9	1,4	1,9	0,4	0,2	1,2	11,6	11,1	10,2	-2,4	-2,1	-1,8
Deutschland	4,9	1,6	1,9	2,3	0,8	0,3	1,5	5,0	4,6	4,2	0,7	0,4	0,3
Frankreich	3,7	0,4	1,1	1,4	0,6	0,0	0,9	10,3	10,5	10,4	-4,0	-3,8	-3,4
Italien	2,8	-0,3	0,5	1,2	0,2	0,2	1,0	12,7	12,6	12,2	-3,0	-2,7	-2,2
Spanien	1,8	1,4	2,6	2,4	-0,2	-0,6	1,0	24,5	22,4	20,1	-5,7	-4,0	-3,0
<b>Anderes Westeuropa</b>													
Großbritannien	3,4	2,8	2,6	2,6	1,5	0,2	1,5	6,2	5,3	4,7	-5,7	-4,5	-3,5
Schweiz	0,9	1,9	1,1	1,6	0,1	-0,7	0,1	3,2	3,3	3,5	0,6	0,4	0,4
Schweden	0,8	1,9	2,3	2,6	0,0	0,6	1,5	7,8	7,6	7,2	-2,0	-1,3	-0,8
<b>Osteuropa</b>													
Russland	2,9	0,6	-4,0	-0,5	7,8	15,3	8,6	5,2	7,5	8,0	0,7	-2,8	-2,9
Türkei	1,1	2,9	3,2	3,5	8,9	7,0	6,5	10,0	9,8	9,3	-1,3	-1,8	-2,4

Staatshaushalt: in % des BIP, Rest: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Berenberg.

## AUSGEWÄHLTE REGIONEN

### USA: Wetter und starker Dollar bringen Abkühlung

(Dr. Christian Schulz)

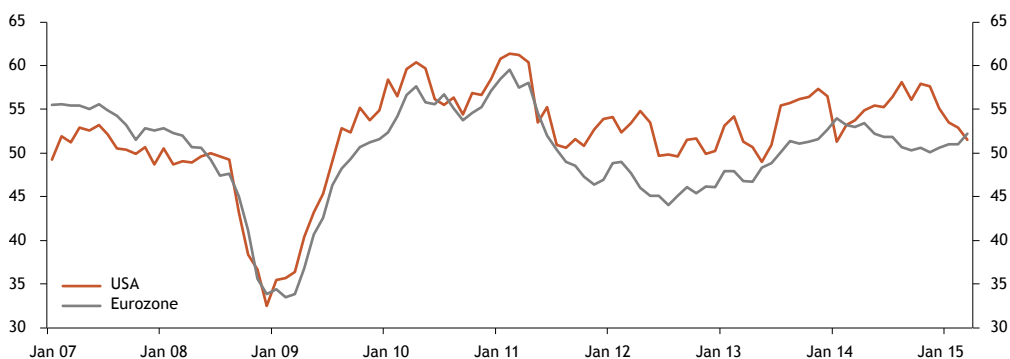
Der Start in das neue Wirtschaftsjahr 2015 läuft für die USA bisher bestenfalls gemischt. Der Schwung der zweiten Jahreshälfte 2014 nahm ab. Teilweise ist dies dem Winterwetter und einigen anderen vorübergehenden Faktoren geschuldet, teilweise macht aber auch der starke Dollar den Exporteuren zu schaffen. Gleichzeitig zeigt sich der erwartete positive Effekt des billigen Öls im Verbrauchervertrauen, sodass das traditionelle Zugpferd der US-Wirtschaft, der private Konsum, in diesem Jahr erneut eine Vorreiterrolle übernehmen kann.

*Schwung verloren*

Gegen Ende des ersten Quartals enttäuschten insbesondere der Arbeitsmarkt und die merklich abgekühlte Stimmung im verarbeitenden Gewerbe. Nach extrem starken Jobzuwächsen um 325 000 pro Monat im Schlussquartal 2014 fiel der Anstieg mit nur noch 126 000 neuen Jobs im März überraschend niedrig aus. Der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes fiel fünf Monate hintereinander auf nur noch 51,5 Punkte im März. Der Index liegt nunmehr auf einem niedrigeren Niveau als sein Eurozonen-Pendant und deutet auf nur noch sehr bescheidenes Wachstum hin (Abbildung 1).

*Arbeitsmarkt und  
verarbeitendes  
Gewerbe kühlen ab*

**Abb. 1: USA und Eurozone - Einkaufsmanagerindex Industrie**



In Punkten. Quellen: Institute for Supply Management (ISM), Markit.

Allerdings hat es solche Abkühlungen im Lauf der nunmehr fünfjährigen Erholung von der Lehman-Krise 2008/2009 schon häufiger gegeben. Fast immer fielen sie in die Wintermonate. Auch dieses Jahr ist wohl teilweise extremes Winterwetter ein wesentlicher Faktor, vor allem im Osten der USA, der industriellen Kernregion. Dazu kamen Streiks in den Häfen der Westküste. Ein neuer Faktor dürfte die Dollarstärke sein. Sie entstand durch die divergierende Politik der Fed und der EZB: EZB-QE versus Spekulation auf die erste Zinserhöhung in den USA. Der US-Dollar hat gegenüber dem Euro seit Jahresbeginn um 13 % aufgewertet. Zwar machen Exporte nur 13 % des US-BIP aus, doch im verarbeitenden Gewerbe und vor allem bei größeren Firmen liegt der Anteil viel höher.

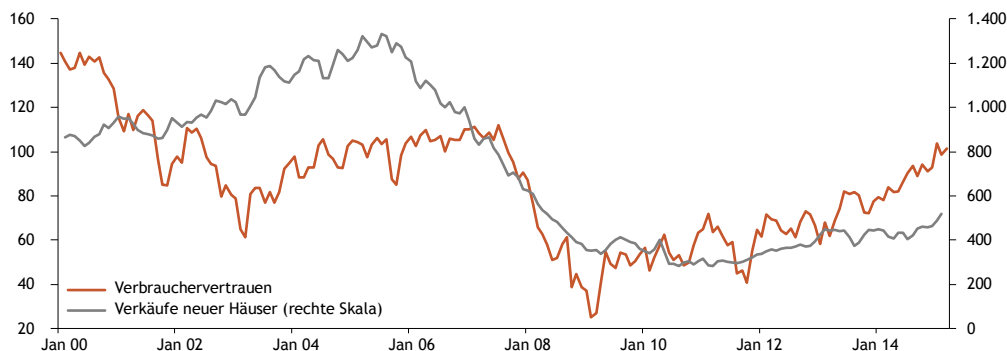
*Gelegentliche, kurze  
Abkühlungen nicht unüblich*



Es gibt auch Positives zu berichten. Das Verbrauchervertrauen hat nach beinahe acht Jahren fast wieder den Vorkrisenstand erreicht (Abbildung 2, orange Linie). Das billige Öl verringert die Energierechnung der amerikanischen Haushalte dieses Jahr wohl um etwa 150 Mrd. US-Dollar oder 1 % des BIP. Zusätzlich stützt die stark gesunkene Arbeitslosigkeit das Verbrauchervertrauen. Am Immobilienmarkt zeigen sich nach langer Seitwärtsbewegung erste Anzeichen von mehr Schwung. Die Zahl der Verkäufe neuer Häuser konnte wohl auch wegen wieder gesunkener Hypothekenzinsen um 16 % über den Durchschnitt des vierten Quartals 2014 steigen (Abbildung 2, graue Linie). Mehr noch als eine gute Performance der Aktienmärkte trägt ein starker Immobilienmarkt zum gefühlten Wohlstand der Haushalte bei. Dadurch steht die Ampel für starke Zuwächse im amerikanischen Konsum für dieses Jahr und 2016 auf Grün.

*Verbrauchervertrauen  
auf dem Vormarsch,  
Immobilienmarkt mit  
neuem Schwung?*

**Abb. 2: USA - Verbrauchervertrauen und Hausverkäufe**



Verbrauchervertrauen: in Punkten, Verkäufe neuer Häuser: in Tausend. Quellen: Conference Board, US Census Bureau.

Der fundamentale Ausblick für die US-Wirtschaft bleibt also positiv. Angetrieben durch das billige Öl, Niedrigstzinsen sowie die Abwesenheit nennenswerter staatlicher Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen wird die US-Wirtschaft dieses Jahr um 2,7 % zulegen. Dies ist wegen des schwachen Starts etwas weniger als wir Ende letzten Jahres annahmen. 2016 sollte das Wachstum ähnlich hoch ausfallen. Die Arbeitslosigkeit nimmt weiter ab, so dass Lohnerhöhungen ebenfalls wahrscheinlicher werden. Investitionen werden ein Wachstumsmotor sein, nur der Außenhandel dürfte wegen der Dollarstärke ein Weilchen stottern.

*Fundamentaler  
Ausblick positiv*

Die Risiken sind begrenzt. Die Fed wird alles tun um zu vermeiden, dass ihre Zinspolitik den Aufschwung abwürgt. Mit einer Inflationsrate bei aktuell -0,1 % gibt es auch keinen Grund für überstürzte Zinserhöhungen, so dass sie ihre Geldpolitik auf die Wirtschaftslage zuschneiden kann. Von der Politik ist auch wenig Störfeuer zu erwarten. Zwar könnte es im Spätsommer wieder zu heißen Diskussionen zwischen der demokratischen Regierung und dem republikanischen Kongress über eine höhere Schuldengrenze für den Staatshaushalt kommen. Doch bisher konnten die Republikaner nie aus diesen Konflikten politischen Gewinn schlagen, sodass wir im Vorwahljahr einen recht zügigen Kompromiss erwarten. Angesichts der deutlich verbesserten Haushaltslage – das Gesamthaushaltsdefizit wird in diesem Jahr wohl weiter unter 4,3 % vom BIP fallen – dürfte Sparpolitik für den Wähler kein wichtiges Thema sein.

*Heimische Risiken begrenzt*

## Eurozone: Putin-Effekt verblasst

(Cornelia Koller)

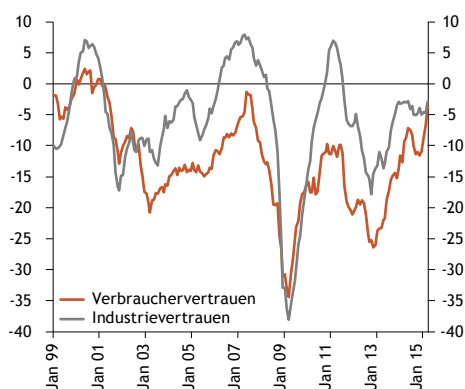
Die Konjunktur der Eurozone löst sich mehr und mehr aus dem Schatten des Krieges in der Ukraine und kommt stärker als erwartet in Schwung. Nachdem das BIP im vierten Quartal 2014 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal und 0,9 % gegenüber dem Vorjahr gewachsen ist, könnte die konjunkturelle Dynamik zu Jahresbeginn 2015 noch etwas zugelegt haben. So haben sich die Vertrauensindikatoren auf breiter Front verbessert: Die Einkaufsmanagerindizes aus verarbeitendem Gewerbe und Dienstleistungsbereich befinden sich seit Ende 2014 in einem Aufwärtstrend und liegen nun schon seit rund zwei Jahren über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Auch das von der EU-Kommission ermittelte Industrier Vertrauen hat sich in den letzten Monaten stabilisiert. Vor allem das Konsumentenvertrauen zog mit Blick auf Inflation und Zinsen kräftig an (Abbildung 3).

*Putin-Effekt verblasst*

Auch wenn der kurzfristige Ausblick durch die Unsicherheiten über Griechenland und den Ukraine-Konflikt noch leicht überschattet wird, erwarten wir, dass sich das Wachstum im Jahresverlauf 2015 festigen wird. Denn die Konjunktur erhält gleich von drei Seiten kräftigen Rückenwind: durch den stark gefallen Ölpreis, den günstigen Wechselkurs und vor allem durch die vertrauensbildenden Maßnahmen der Europäischen Zentralbank mit ihrer extrem expansiven Geldpolitik. So hat die EZB ihre Zinsen auf 0,05 % gesenkt und zusätzlich umfangreiche unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen zur Ankurbelung der Kreditvergabe beschlossen. Mindestens bis September 2016 will sie pro Monat Anleihen im Umfang von 60 Mrd. Euro ankaufen, darunter seit Anfang März nun auch Staatsanleihen.

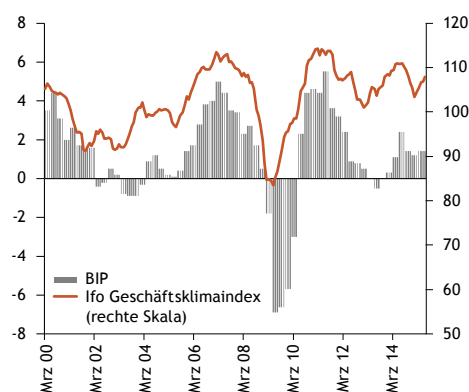
*Dreifacher Rückenwind für die Konjunktur durch EZB, ...*

**Abb. 3: Euroland - Stimmungsindikatoren**



In Punkten. Quelle: EU Kommission.

**Abb. 4: Deutschland - BIP & Ifo Index**



BIP: Veränderung gegenüber Vorjahr in %, Ifo Geschäftsklima: in Punkten. Quellen: Statistisches Bundesamt, Ifo.

Die niedrigeren Finanzierungskosten für die Unternehmen können helfen, die Investitionstätigkeit anzuregen. Vor allem aber wirken die in den letzten Monaten kräftig gefallenen Ölpreise sowie die allmählich abnehmende Arbeitslosigkeit positiv auf den Konsum, der zudem von der niedrigen oder sogar negativen Inflationsrate begünstigt wird. Des Weiteren tragen die Strukturanpassungen und Haushaltskonsolidierungen der

*... Ölpreise und Wechselkurse*



Reformländer Spanien, Irland und Portugal immer mehr Früchte und die restriktive Fiskalpolitik nähert sich ihrem Ende. Nicht zuletzt wird die Exportwirtschaft sowohl von der Abwertung des Euro als auch von der Zugkraft der Weltwirtschaft profitieren.

Vor allem für das exportorientierte Deutschland wirkt das Zusammenspiel von Ölpreisrückgang, schwachem Euro und niedrigen Zinsen derzeit wie ein großes Konjunkturprogramm. So hat Deutschland mit dem Abflauen des Putin-Schocks die Wachstumspause vom Sommer/Herbst 2014 inzwischen weit hinter sich gelassen und im vierten Quartal 2014 mit einem Wachstum von 0,7 % gegenüber dem Vorquartal deutlich mehr Fahrt aufgenommen als vorausgesagt. Wir erwarten nun, dass sich die Wachstumsdynamik im ersten Quartal 2015 in ähnlicher Größenordnung fortsetzen und auch im weiteren Jahresverlauf robust bleiben wird. Hierfür spricht, dass sich Deutschlands aussagekräftigster Frühindikator, das Ifo-Geschäftsklima, in den letzten sechs Monaten in Folge verbessert hat und das GfK-Konsumklima auf den höchsten Stand seit über 13 Jahren gestiegen ist (Abbildung 4).

Der Konsum wird auch 2015 Wachstumspfeiler sein: Die Beschäftigung nimmt zu, die Löhne steigen, die Inflation ist gering (März: 0,3 %) und das Zinsniveau ist niedrig. Darüber hinaus sollte sich der Investitionsstau weiter auflösen, da die Unternehmen von den gesunkenen Kosten durch niedrigere Öl- und Energiepreise stark profitieren. Zudem wird die Baukonjunktur weiter vom niedrigen Zinsniveau angeschoben. Des Weiteren sollten die Exporte von der moderaten Konjunkturbelebung des Euroraums, dem robusten Wachstum in den USA und in Großbritannien sowie durch China und andere Schwellenländer weiteren Rückenwind erhalten. Hilfestellung wird dabei der schwache Euro leisten.

Ein Risiko für unseren Konjunkturausblick bleibt das russische Vorgehen in der Ukraine. Allerdings hat die hieraus resultierende Unsicherheit zuletzt etwas abgenommen, auch wenn ein neuer russischer Großangriff eine erhebliche Gefahr bleibt. Auch die Krise in Griechenland zählt zu den wesentlichen Risiken. Die Wahrscheinlichkeit für einen Austritt Griechenlands aus der Eurozone liegt bei etwa 30 %. Die Lage könnte sich jederzeit zuspitzen. Allerdings ist Europa für mögliche Turbulenzen jetzt weit besser gerüstet als zuvor. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognosen für Deutschland und die Eurozone nach oben revidiert. Die energische Geldpolitik der EZB stützt die Konjunktur. Für den Euroraum erwarten wir für dieses Jahr nun ein BIP Wachstum von 1,4 % (verglichen mit 0,9 % in unserem Ausblick 2015 vom Dezember 2014). Deutschland wird 2015 voraussichtlich um 1,9 % (1,2 %) wachsen (siehe auch unsere Wachstumsprognosen Tabelle 2, S. 7).

*Deutschland:  
Ölpreisrückgang und  
Euroschwäche beflügeln*

*Konsum bleibt Zugpferd,  
aber auch Investitionen und  
Exporte ziehen an*

*BIP-Prognosen nach oben  
revidiert; Putin-Effekt bleibt  
aber Risiko*

## Großbritannien: Konsum bleibt Wachstumsmotor

(Cornelia Koller)

Die britische Wirtschaft hat zum Jahresende 2014 erneut etwas von ihrer starken Wachstumsdynamik des ersten Halbjahres abgegeben. Der BIP-Anstieg schwächte sich leicht auf 0,6 % gegenüber dem Vorquartal ab. Während der binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungssektor seinen beachtlichen Expansionskurs fortsetzte, konnte sich die exportorientierte Industrie den geopolitischen Spannungen und der eingetrübten Eurokonjunktur nicht länger entziehen, was schließlich in einen Rückgang der Investitionstätigkeit mündete. Gleichwohl wies die britische Wirtschaft 2014 mit einem BIP-Zuwachs von 2,8 % die höchste Dynamik aller G7-Länder auf.

*Wachstumsdynamik vorübergehend etwas schwächer*

Auch Anfang 2015 dürfte das Wachstum mit Blick auf die Aufwertung des Pfunds gegenüber dem Euro sowie die Unsicherheit durch die Anfang Mai stattfindenden Parlamentswahlen etwas schwächeln. Wir haben unsere BIP-Prognose für 2015 daher von 2,9 % auf 2,6 % revidiert. Der private Verbrauch beschleunigt sich dagegen weiter: Dieser erhält neben der wachsenden Beschäftigung kräftigen Auftrieb durch die stark gefallen Ölpreise und durch die sinkende Inflation. Zudem profitieren Hausbesitzer und Hypothekenschuldner weiter vom niedrigen Zinsniveau.

*Konsum bleibt Wachstumsmotor*

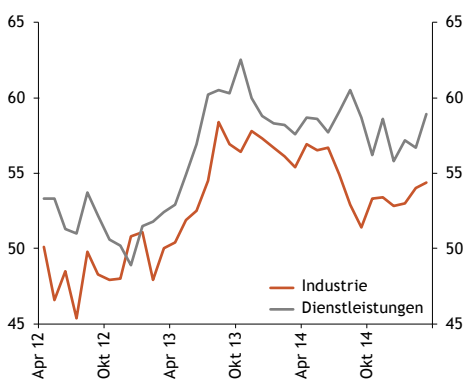
Der Einkaufsmanagerindex für Dienstleistungen wies zuletzt den stärksten Anstieg seit August 2014 auf. Aber auch sein Pendant für das verarbeitende Gewerbe kletterte im März auf den höchsten Stand seit acht Monaten (Abbildung 5). Der Schatten des Ukraine-Konflikts verblasst und die Eurokonjunktur zieht allmählich an, sodass sich auch Exporte und Investitionen wieder verbessern können.

*Stimmungsindikatoren ziehen an*

Die Bank of England dürfte die Zinsen ungeachtet der robusten Konjunktur und der fallenden Arbeitslosigkeit (aktuell: 5,6 %) noch bis Anfang 2016 bei 0,5 % belassen. Spielraum hierfür geben das starke Pfund und die Inflation, die mit aktuell 0 % weit unter ihrem Ziel von 2 % liegt und in den nächsten Monaten negativ werden könnte.

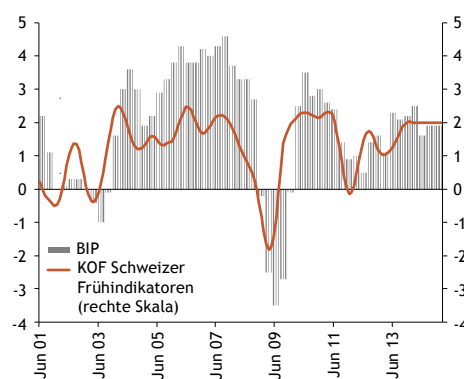
*Bank of England wird Zinsen noch bis Anfang 2016 bei 0,5 % belassen*

**Abb. 5: Großbritannien-Einkaufsmanagerindizes**



In Punkten. Quelle: Markit.

**Abb. 6: Schweiz - BIP & KOF Frühindikator**



BIP: Veränderung gegenüber Vorjahr in %, KOF: in Punkten.  
Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaftsangelegenheiten, KOF.



## Schweiz: Anstieg des Franken belastet

(Cornelia Koller)

Die Aufhebung des Mindestkurses von 1,20 Franken je Euro zu Jahresanfang durch die Schweizerische Nationalbank wird zu deutlichen konjunkturellen Bremsspuren führen. So verteuert der starke Franken die Exporte und schwächt die Konkurrenzfähigkeit der Schweizer Wirtschaft. Wir erwarten allerdings lediglich eine vorübergehende Wachstumsdelle und keinen langanhaltenden Wirtschaftsabschwung. So sollten die aufgehellten Konjunkturperspektiven für die Eurozone und der Aufschwung in den USA und Großbritannien einen Teil der währungsbedingten Exporteinbußen auffangen können. Darüber hinaus wird die anhaltende Zunahme der Bevölkerung (Netto-Zuwanderung) konjunkturstützend wirken. Dennoch werden vor allem die exportorientierten Industriezweige sowie der Tourismus die aufwertungsbedingte Last zu tragen haben. Nachdem die Wirtschaft im vergangenen Jahr (BIP: +1,9 %) erstmals seit 2010 überwiegend Wachstumsimpulse durch die Handelsbilanz mit Waren und Dienstleistungen erhalten hatte, wird der Beitrag der Handelsbilanz in diesem Jahr wohl wieder negativ ausfallen.

2015 dürfte die Konjunktur daher wieder mehrheitlich durch die Binnenwirtschaft getragen werden. So bekommt die Konsumnachfrage durch die Frankenaufwertung über verbilligte Importe zusätzlichen Schwung. Der starke Franken spiegelt sich bereits deutlich in der Entwicklung der Verbraucherpreise wider. Nachdem die Inflationsrate seit September 2014 durch den kräftigen Rückgang der Ölpreise ohnehin wieder in den negativen Bereich zurückgefallen war (Dezember: -0,3 %), verstärkte sich die deflationäre Tendenz seit Jahresanfang 2015 weiter: Die Verbraucherpreise lagen im März um 0,9 % unter dem Vorjahr. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Inflationsprognose 2015 kräftig zurück genommen: von +0,3 % auf nun -0,7 %.

Nach dem Aufheben des Mindestkurses haben sich die Stimmungsindikatoren deutlich eingetrübt. So ist das KOF-Konjunkturbarometer in den ersten beiden Monaten des Jahres um neun Punkte gefallen. Im März wurde die Lage von Industrie und Exportwirtschaft dann jedoch nicht mehr ganz so pessimistisch eingeschätzt und es kam zu einem leichten Anstieg, wenn auch auf niedrigem Niveau (Abbildung 6). Nun bleibt abzuwarten, ob diese Stabilisierung Bestand hat. Wir haben der kräftigen Aufwertung des Schweizer Franken Rechnung getragen und unsere BIP-Prognose für das laufende Jahr von 2 % auf 1,1 % und für 2016 von 2,2 % auf 1,6 % nach unten revidiert.

Die Schweizerische Nationalbank wird vorerst bei ihrer abwartenden Haltung bleiben und die weitere Entwicklung des Wechselkurses, den sie für deutlich überbewertet hält, und dessen Einfluss auf die Verbraucherpreise beobachten. Die Leitzinsen werden für den Dreimonats-Libor somit bei -1,25 % bis -0,25 % bleiben.

*Aufwertung des Schweizer  
Franken hinterlässt  
konjunkturelle Bremsspuren  
bei Exporten und Tourismus*

*Konsum profitiert dagegen  
durch billigere Importe*

*Stimmungsindikatoren  
eingetrübt*

*Geldpolitik vorerst  
unverändert*



## Japan: Abenomics droht zu scheitern

(Wolfgang Pflüger)

Die seit dem Herbst 2012 verfolgte, Abenomics genannte Politik zur Revitalisierung der japanischen Wirtschaft scheint auf halbem Wege stecken zu bleiben oder gar ganz zu scheitern. Die enormen Anstrengungen aus nochmaligen Konjunkturprogrammen und einer extrem expansiven Geldpolitik entfalten nicht die erhofften Wirkungen.

*Abenomics ohne dauerhafte Wirkungen?*

Der Yen hat wie angestrebt deutlich an Außenwert eingebüßt. Gegenüber dem US-Dollar waren es in zweieinhalb Jahren etwa 30 %, was den japanischen Unternehmen mit hohen Auslandsgeschäftsanteilen Rekordgewinne beschert. Der Nikkei-Aktienindex hob ab und kletterte Anfang April auf den höchsten Stand seit April 2000. Außerdem hat sich die Leistungsbilanz erheblich verbessert. Die Exporte nahmen zu. Der Ölpreisverfall entlastete die Importseite. Nach der geplanten Wiederinbetriebnahme einiger Atomkraftwerke könnten sogar wieder Überschüsse und somit ein positiver Wachstumsbeitrag für die japanische Wirtschaft erzielt werden.

*Erfolg: Exporte und Aktienkurse steigen*

Nichtsdestotrotz ist für die wirtschaftliche Gesundung und das Ende des Deflationszeitalters eine dauerhafte Belebung der Binnennachfrage entscheidend. Diese hat sich nach der Mehrwertsteuererhöhung des letzten Jahres noch nicht wieder eingestellt. Die Löhne steigen nur um 1 %; die Verbraucher halten ihr Geld zusammen und geben daher weniger aus als vor einem Jahr. Also planen die Unternehmen, ihre Investitionen in dem gerade begonnenen Fiskaljahr zu kürzen. Das Geschäftsklima ist mit 50,3 Punkten auf den niedrigsten Stand seit Juni 2014 gefallen.

*Aber: die Inlandsnachfrage bleibt problematisch*

Entsprechend schwach entwickeln sich die Verbraucherpreise. Die Inflation dürfte im Sommer sogar wieder negativ werden. Die Notenbank rechnet mit -0,5 % im Vorjahresvergleich, bleibt aber bei ihrem Inflationsziel von 2 %. Daher ist mit einer abermaligen Ausweitung ihrer Wertpapierankäufe zu rechnen. Bei den bisherigen „Erfolgen“ ist durchaus Skepsis angebracht, ob ein solches Vorgehen diesmal Wirkung zeigen wird. Viel wichtiger scheint ein mutiges Umsetzen der zahlreichen angekündigten Strukturformen. Von einer daraus resultierenden Wirtschaftsbelebung sind wir aber wohl noch Jahre entfernt. Ob die Investoren so viel Geduld mit der japanischen Administration haben werden, ist aus Kapitalmarktsicht die große Frage.

*Notenbank verfehlt ursprüngliches Inflationsziel*



## China: Weniger Wachstum wird zum Normalfall

(Wolfgang Pflüger)

Chinas Wirtschaft bewegt sich weiter auf ein neues Normalmaß zu. Damit ist mehr qualitatives und weniger quantitatives Wachstum gemeint: mehr ökologische und produktionstechnische Effizienz, mehr privater Verbrauch und Dienstleistungen, weniger Schwerindustrie sowie eine verringerte Exportabhängigkeit. Auf dem Weg dorthin bleibt die politische Führung schwerpunktmäßig bei einer strikten Korruptionsbekämpfung, erhöhten Umweltschutzanforderungen und der Schließung von Überkapazitäten in Staatsunternehmen.

Das kostet wie schon im Vorjahr Wachstum. Offiziell soll das BIP daher in 2015 um etwa 7 % zulegen (nach 7,4 % in 2014). Während des ersten Quartals wurde diese Zielvorgabe exakt erreicht. Bemerkenswert war allerdings die breit angelegte Schwäche. Das Wachstum der Industrieproduktion verlangsamte sich von 9,8 % im Dezember 2014 auf 6,4 % im März dieses Jahres. Bei den Einzelhandelsumsätzen ging es von 11,9 % auf 10,2 % zurück. Die Häuserverkäufe verfehlten ihr Vorjahresniveau um 9,2 %, die Baubeginne sackten um 18,4 % ab und schließlich unterschritten die Exporte im März den Vorjahresstand um 15 %. Chinesische Exportunternehmen leiden zunehmend unter den seit Jahren zweistellig steigenden Lohnkosten und der engen Bindung der Landeswährung an den US-Dollar. Letzteres führte zu einer erheblichen Aufwertung des Yuan. Vor diesem Hintergrund sind immer noch 7 % Wachstum erstaunlich und mit einigem Vorbehalt zu betrachten. Denn die landesweite Energieerzeugung gab während des ersten Quartals um 0,1 % gegenüber dem Vorjahr nach. Im März waren es sogar 3,7 % weniger. Das passt nicht zusammen!

Den aktuellen Schwächetendenzen stellt sich die Notenbank mit bislang zwei Leitzinssenkungen entgegen. Die Liquiditätsspielräume der Geschäftsbanken wurden erweitert, Eigenkapitalanforderungen bei dem Erwerb von Zweitimmobilien gelockert. Die Regierung zieht wie üblich Infrastrukturinvestitionen (Verkehr, Energie, Wasserversorgung) vor und plant ein Anheben der Staatsausgaben um 10,6 %. Letzteres soll den Ausgabenrückgang vieler Provinzregierungen ausgleichen. Diese sind überwiegend hoch verschuldet und sehen sich ihrer bisherigen Haupteinnahmequelle beraubt: den Erlösen aus Grundstückverkäufen. In Anerkennung der anhaltenden Wirtschaftsprobleme gestand Premier Li ein, dass das Wachstumsziel nur unter äußersten Mühen zu erreichen sei. Dabei schloss er eine gezielte Währungsabwertung zur Exportankurbelung aber dezidiert aus.

Da die bisherigen gezielten Stützungsmaßnahmen wenig Erfolg hatten, erwarten wir kurzfristig einen verstärkten Einsatz geldpolitischer Instrumente: mehr Liquidität, niedrigere Zinsen. So soll auch den deflationären Tendenzen Einhalt geboten werden. Denn die Verbraucherpreise steigen mit zuletzt 1,4 % sehr langsam. Die Erzeugerpreise fallen sogar absolut und das seit knapp drei Jahren. Insgesamt erwarten wir keinen unkontrollierten Konjunkturreinbruch. Das Wachstumsziel sollte knapp erreicht werden, um dann in 2016 weiter auf 6,7 % oder leicht darunter nachzugeben.

*Wachstumsverlangsamung  
wird zum Normalfall*

*Breit angelegte  
Wirtschaftsschwäche  
im ersten Quartal*

*Bisherige  
Belebungsmaßnahmen  
zu zögerlich*

*Notenbank wird  
Geldschleusen weiter öffnen*



## Indien: Wachstum mit statistischer Hilfe

(Wolfgang Pflüger)

Eines der Wahlversprechen des seit Mai letzten Jahres amtierenden indischen Ministerpräsidenten Modi war, das Land aus seiner Wachstumslethargie zu befreien. Zum Zeitpunkt seiner Regierungsübernahme wuchs die Wirtschaft mit einer Jahresrate von 4,6 %. Drei Monate später waren es 5,7 %, zuletzt sogar 7,5 %. Dahinter verbirgt sich kein Reformfeuerwerk, sondern veränderte statistische Erfassungsmethoden, die zu einer höheren (künstlichen oder nominalen) Wertschöpfung führten. Ergebnis: Das indische BIP lag Ende 2013 plötzlich bei gut 2 100 Mrd. US-Dollar und nicht mehr, wie nach alter Berechnung, bei 1 880 Mrd. US-Dollar.

Blickt man hingegen auf die aktuellen Konjunkturindikatoren wie etwa die Industrieproduktion – sie lag zu Beginn dieses Jahres lediglich um 2,6 % über dem Vorjahreswert – oder die Exporte, wo sich von April 2014 bis Februar 2015 ein Miniplus von 1,6 % in Rupien ergab, so sind keine drastisch erhöhten wirtschaftlichen Aktivitäten erkennbar.

Die strukturelle Wachstumsbasis muss verbessert werden. Um ein nachhaltiges höheres Wachstum ohne Tricksereien zu erreichen, bedarf es grundlegender Strukturreformen. Dieses Anliegen wurde Ende Februar in dem ersten von Modis Regierung vorgelegten Haushaltsplan berücksichtigt. Beschlossen wurde unter anderem der Ausbau der Verkehrsinfrastruktur, finanziert durch die Ausgabe spezieller, steuerbefreiter Anleihen. Die Beteiligungsgrenzen für Auslandsinvestoren in Schlüsselindustrien wurden angehoben. Ab dem 1. April 2016 kommt die einheitliche Mehrwertsteuer. Die Unternehmenssteuersätze sinken von 30 % auf 25 %. Das Subventions- und Transferwesen wurde aus Rücksicht auf die 800 Mio. von Armut betroffenen Inder bislang allerdings nur graduell geändert.

Bevor diese Maßnahmen greifen, profitiert Indien in der kurzen Sicht erheblich von den gefallen Energiepreisen. Das Land ist der viertgrößte Öl-Konsument der Erde, ohne nennenswerte Eigenvorkommen. Ein durchschnittlicher Ölpreis von 75 US-Dollar je Fass bedeutet Importersparnisse von circa 35 Mrd. US-Dollar/Jahr. Bei 50 US-Dollar/Fass sind es circa 70 Mrd. US-Dollar. Das Leistungsbilanzdefizit lag in 2014 bei geschätzten 24 Mrd. US-Dollar. Aus einem Defizit könnte so ein Überschuss werden.

Die Notenbank hat den Spielraum der gedrückten Energie- und Verbraucherpreise für zwei Leitzinssenkungen genutzt (von 8 % auf 7,5 %). Die Teuerungsrate hat sich nämlich innerhalb der letzten zwölf Monate mehr als halbiert. Sie liegt mit aktuell 5,2 % allerdings immer noch oberhalb des mittelfristigen Stabilitätsziels von 4 %. Sinkende Preise und abnehmende Kapitalkosten lassen die Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen optimistischer werden, auch dank erster politischer Reformschritte. Mehr Konsum, steigende Investitionen: So kann es wirklich zu einer nachhaltigen Wachstumsbeschleunigung in Richtung 7 % bis 8 % in Indien kommen.

*Wachstumsbeschleunigung  
mit statistischer Hilfe*

*Realwirtschaft hinkt  
noch hinterher*

*Aber: Staatshaushalt mit  
wichtigen Weichenstellungen*

*Niedrige Ölpreise helfen*

*Notenbank mit  
Zinssenkungsspielraum*





## Brasilien: Mit prozyklischer Finanzpolitik in die Rezession

(Wolfgang Pflüger)

Die im Amt bestätigte, linksgerichtete Ministerpräsidentin Rousseff musste das Scheitern ihrer in den vorangegangenen vier Jahren betriebenen Wirtschaftspolitik eingestehen. Rezessive Tendenzen und gleichzeitig beschleunigt steigende Preise, ein wachsendes Haushaltsdefizit, zunehmende Auslandsverschuldung und das erste Handelsbilanzdefizit seit 14 Jahren – so konnte es nicht weitergehen. Es drohte unter anderem eine Bonitätsherabstufung der Staatsanleihen auf „Junk“ – wörtlich übersetzt: „Schrott“.

*Bisherige Wirtschaftspolitik ist gescheitert*

Die Notenbank und der neu ernannte Finanzminister Levy traten auf die Bremse. Seit Oktober hat die Banco do Brasil den Leitzins um 175 Basispunkte auf 12,75 % angehoben. Ein weiterer Anstieg wird erwartet. Im März stiegen die Verbraucherpreise mit einer Jahresrate von 8,1 % so schnell wie zuletzt vor zwölf Jahren. Das ist aktuell vor allem eine Folge der Währungsschwäche. Alleine in diesem Jahr hat der Real bereits 17 % gegenüber dem US-Dollar verloren. Er fiel auf ein 10-Jahrestief. Hinzu kommen die staatlichen Abgabenerhöhungen auf Strom, Benzin, Schulgebühren und Nahverkehrspreise.

*Notenbank und Finanzminister treten auf die Bremse*

Mit dem zusätzlichen Streichen von Steuervergünstigungen sowie aller nicht gesetzlich bindender Ausgabentitel um pauschal 30 % strebt Levy eine Reduzierung der Neuverschuldung an. In diesem Jahr wirkt ein solcher Politikansatz prozyklisch: Er belastet kurzfristig die ohnehin schwache Konjunktur – so richtig er mittelfristig auch sein mag. In einer prompten Reaktion ist das Verbrauchervertrauen auf ein 10-Jahrestief gefallen. Die Einkaufsmanagerindizes zeigen Abkühlung an. Die Korruptionsvorwürfe gegenüber dem staatlichen Energiekonzern Petrobras waren ebenfalls nicht förderlich. Die Bevölkerung ist aufgebracht; es kommt zu Protesten und Streiks. Außerdem leidet Brasilien unter dem Verfall der Rohstoffnotierungen. Das Leistungsbilanzdefizit liegt wieder bei knapp 4 % des BIP. Fast wöchentlich werden die Wachstumserwartungen für das Land reduziert. Derzeit erwarten wir ein Schrumpfen der BIP in 2015 um 1,0 % (nach +0,2 % in 2014).

*Rezessionstal wird tiefer*

Dazu kommt Gefahr durch hohe Auslandsschulden. Zwar ist die staatliche Auslandsverschuldung mit gut 15 % des BIP kein Problem. Unternehmen und Privatpersonen haben allerdings Währungsverbindlichkeiten in Höhe von etwa 400 Mrd. US-Dollar angehäuft. Die gesamten Auslandsschulden liegen bei 540 Mrd. US-Dollar oder 159 % der Währungsreserven. Auch wenn viele schlechte Nachrichten bereits in den Preisen enthalten sind, ist es für erste neue Investments wohl dennoch etwas früh.

*Gefahr durch hohe Auslandsschulden*

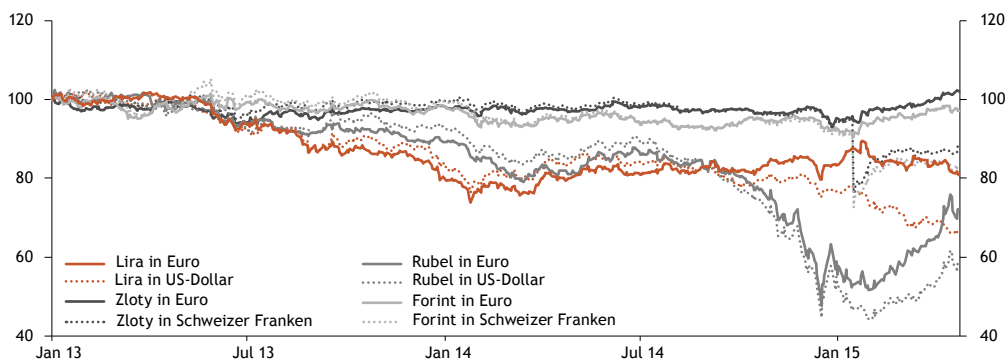
## Osteuropa: Die Divergenz geht weiter

(Wolf-Fabian Hungerland)

Während die kleineren osteuropäischen Volkswirtschaften (zum Beispiel Polen und Ungarn) ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber globalen Konjunkturschwankungen weiter verbessern, sind die größten Volkswirtschaften Türkei und Russland zunehmend anfällig gegenüber Entwicklungen der globalen Finanzmärkte. Darüber hinaus kämpft die Türkei gegen eine konjunkturelle Abkühlung und Russland gegen eine voll ausgewachsene Rezession. Die von uns im September erwartete Zinswende in den USA und damit verbundene, neue globale Liquiditätslage dürften diese Divergenz verstärken, auch wenn höhere amerikanische Zinsen bereits weitgehend antizipiert werden.

*Kleine und große Volkswirtschaften des Ostens entwickeln sich auseinander*

**Abb. 7: Osteuropa - Währungen**



Index = 100 zu Beginn. Quelle: Bloomberg.

Ein Blick auf Währungsentwicklung macht die Unterschiede deutlich (Abbildung 7). Trotz der Aufwertungsrallye über die letzten Wochen hat der Rubel über die letzten zwei Jahre fast 40 % gegenüber dem US-Dollar eingebüßt. Dahinter stecken vor allem das billige Öl sowie der Krieg in der Ukraine und die sich daraus ergebenden volkswirtschaftlichen Folgen. Wir erwarten, dass der Rubel dauerhaft schwächer notieren dürfte als noch vor zwei Jahren. Die türkische Lira hingegen litt und leidet vor allem unter Vertrauensverlusten in die türkische Innen-, Wirtschafts- und Geldpolitik.

*Wechselkurse verdeutlichen Divergenz: Rubel und Lira viel volatiliter ...*

Anders sieht es bei den EU-Staaten Polen und Ungarn aus: Die Präsidentschafts- und Parlamentswahlen (Mai bzw. Oktober) in Polen haben weit weniger konjunkturelles Störpotenzial. Auch der bisweilen schrille wirtschaftspolitische Diskurs in Ungarn überrascht am Währungsmarkt kaum jemanden mehr. Einzig der „Franken-Schock“ im Januar ließ die hoch in Schweizer Franken verschuldeten Volkswirtschaften kurz den Atem anhalten – mehr aber auch nicht. Dennoch besteht das größte Problem Polens und Ungarns weiter in einer immer noch hohen Fremdwährungsverschuldung der privaten Haushalte und der daraus entstehenden Binnenmarktschwäche. Ungarns Wirtschaft wird dieses Jahr außerdem langsamer als noch 2014 wachsen, was vor allem an ausklingenden fiskalischen und geldpolitischen Stimuli liegt. Doch die steigende Nachfrage aus der Eurozone sowie expansive Geldpolitik dürften Polen und Ungarn in der zweiten Jahreshälfte relativ stabiles Wachstum bescheren.

*... als Zloty und Forint*



## Russland: Rubel-Rallye verdeckt Strukturschwäche

(Wolf-Fabian Hungerland)

Im Vergleich zum Jahresbeginn – als Russland mitten in einer Währungskrise steckte – hat der Rubel schon wieder rund 18 % gegenüber dem US-Dollar und etwa 33 % gegenüber dem Euro gewonnen. Auch die Zinsen sowie die Prämien für Kreditausfallversicherungen von Staatsanleihen fallen seit einigen Wochen. Die Situation auf dem Interbankenmarkt hat sich ebenfalls entspannt. Hinzu kommt, dass sich der Ölpreis stabilisiert hat und damit die stark vom Ölexport abhängige russische Volkswirtschaft wieder geringeren Turbulenzen ausgesetzt ist. Außerdem drückt die Notenbank aufs Gaspedal, während die Inflation (zuletzt 16,9 %!) bislang noch nicht fallen wollte: Der Leitzins steht nach noch 17 % im Dezember aktuell schon wieder bei 14 % – und wir erwarten, dass er weiter gesenkt wird, wenn die Inflation nicht weiter steigt.

*Russische Wirtschaft  
fängt sich...*

Ist das Schlimmste also vorbei? Währungsseitig vermutlich schon. Wir rechnen damit, dass sich der Wechselkurs bis zum Jahresende zwischen 55 und 65 Rubel pro US-Dollar einpendeln wird – unter zwei Annahmen: Der Ölpreis bricht nicht wieder ein und der Ukraine-Konflikt eskaliert nicht weiter. Die Zeiten, in denen der Wechselkurs bei um die 30 Rubel pro US-Dollar notierte, sind aber definitiv vorbei: Seit November orientiert sich die russische Geldpolitik nicht mehr an einem stabilen Rubelkurs, sondern an der Preisentwicklung. Größere stützende Maßnahmen sollten also in Zukunft ausbleiben. Stattdessen wird sich die strukturelle Schwäche der russischen Wirtschaft in einem langfristig schwächeren Rubel niederschlagen.

*...aber die Rubel-Rallye  
verdeckt die weiterhin  
vorhandene Strukturschwäche*

Derweil dürfte sich Russland seit Januar in einer Rezession befinden. Kapitalabflüsse, durch die westlichen Sanktionen ausbleibendes Kapital sowie mangelhafte Investitionen und Reformen lasten auf den Unternehmen. Restriktivere Kreditvergabe, hohe Inflation und fallende Reallöhne trüben die Verbraucherstimmung ein. Wir erwarten für 2015 insgesamt einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um bis zu 4 %.

*Russland in der Rezession*

Die Lage in der Ostukraine bleibt zudem weiter gefährlich. Insbesondere ein Angriff auf die Hafenstadt Mariupol durch die pro-russischen Separatisten könnte die Situation eskalieren lassen. Auch der Streit über einen Kredit in Höhe von 3 Mrd. US-Dollar mit der Ukraine und einen für diesen von Kiew geforderten Schuldenschnitt birgt Eskalationspotenzial. Darüber hinaus entscheidet die EU Ende Juni, ob die Sanktionen gegen Russland gelockert werden sollen. Sollte die Lage in der Ostukraine nicht eskalieren, ist es wahrscheinlich, dass einige Sanktionen Ende 2015 auslaufen werden.

*Lage in der Ostukraine  
weiter gefährlich*



## Türkei: Politik als ausgewachsener Störfaktor

(Wolf-Fabian Hungerland)

2014 wuchs die türkische Volkswirtschaft lediglich um 2,9 %, also 0,1 % weniger als wir in unserem bereits verhaltenen Ausblick für die Türkei im Dezember noch erwarteten. Es festigt sich das Bild: Die türkische Volkswirtschaft kommt nicht aus den Schwierigkeiten. Auch die Lira schwächelt und die innenpolitische Lage kommt vor den Parlamentswahlen am 7. Juni nicht zur Ruhe. Wir erwarten außerdem, dass sich die makroökonomische Gemengelage auch nach den Wahlen nicht substantiell ändern wird: Wir rechnen mit einem Wachstum von insgesamt etwa 3,2 % für 2015 – die Zeiten von 5 % Wachstum und mehr sind also vorbei.

Hinter dieser für türkische Verhältnisse mauen Prognose steckt vor allem die Politik. Seitdem der ehemalige Premierminister Erdogan letztes Jahr ins Präsidialamt wechselte, sich aber weiter in die Tagespolitik einmischt und dazu versucht, die politische Macht in seiner Person zu konzentrieren, leidet das Vertrauen in die Volkswirtschaft. Zunächst das Investorenvertrauen: Gegenüber dem US-Dollar hat die Lira seit Jahresbeginn rund 14 % an Wert eingebüßt, binnen der letzten zwölf Monate sogar 21 %. Außerdem stiegen die Rendite auf Staatsanleihen sowie die Ausfallversicherungsprämien zuletzt wieder.

Auch Haushalte und Unternehmen sind nicht gerade in Aufbruchsstimmung. Das Verbrauchervertrauen fällt ebenso wie der Einkaufsmanagerindex, während die Arbeitslosigkeit steigt. Hinzu kommt, dass die Exporte durch die schwache Lira nicht wie erwartet anziehen. Infolgedessen klafft das Leistungsbilanzdefizit weiter – trotz des „Geschenks“ des niedrigen Ölpreises, der die großen Energieeinfuhren massiv verbilligte.

Schließlich steht die türkische Notenbank weiter unter Druck. Obwohl die Inflation (zuletzt 7,6 %) gar nicht und die Kerninflation (7,1 %) nur langsam fiel, und dabei noch weit vom 5 %-Ziel der Notenbank entfernt ist, fordern Erdogan und diverse Regierungsmitglieder weiter Zinssenkungen. Am 22. April beließ die Notenbank zwar ihre Zinsen bei unverändert 7,5 %. Die meisten Analysten rechneten und rechnen immer noch mit einer Zinserhöhung, um die Lira zu stützen. Wir erwarten jedoch, dass es bis zum Sommer eher noch einer Senkung bis zu 50 Basispunkte kommen wird – der politische Druck ist einfach zu groß.

Vertrauensbildende Maßnahmen sind nicht zu erwarten. Erdogan will eine Verfassungsänderung durchdrücken, die das politische System der Türkei fundamental ändern würde – und zwar in Richtung Präsidialdemokratie (ähnlich der in Frankreich). Für die Türkei wäre das keine gute Entwicklung, da wichtige „checks and balances“, also gegenseitige Kontrollen von Verfassungsorganen des Staates, geschliffen würden. Einen Sieg der regierenden AK-Partei halten wir dennoch für wahrscheinlich. Dass aber Erdogan die für die Verfassungsänderung notwendige Zweidrittel-Mehrheit erreicht, halten wir mit einer 30/70-Chance für eher unwahrscheinlich. Nichtsdestoweniger wird die Türkei auch nach den Wahlen politisch unruhig bleiben, was sich wiederum auch in den Konjunkturzahlen widerspiegeln wird.

*Türkei enttäuscht  
Wachstumserwartungen*

*Politik als Hauptstörfaktor:  
Ausländische Investoren ...*

*... wie auch heimische  
Haushalte und Unternehmen  
sind pessimistischer*

*Geldpolitik weiter unter  
politischem Druck*

*Vertrauensbildende  
politische Maßnahmen  
nicht zu erwarten*

## FINANZMÄRKTE

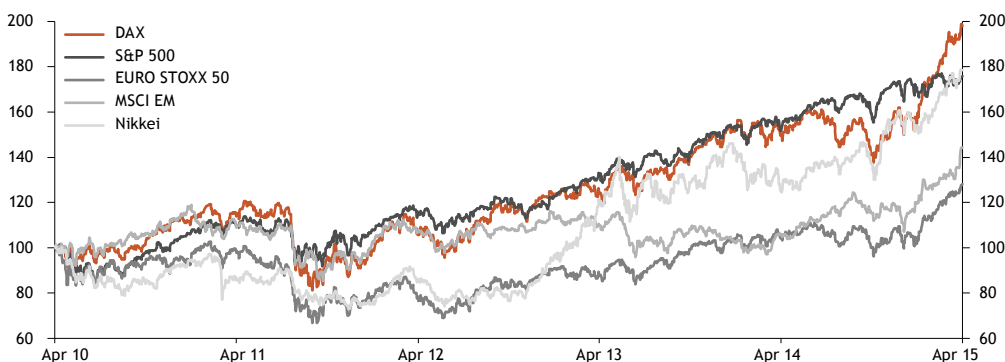
### Aktien: Folgt der Rallye eine Katerstimmung?

(Peter Reichel)

Die Aktienmärkte laufen bisweilen weiter nach oben. Eine günstige Entwicklung bei den Wechselkursen, anhaltend niedrige Rohstoff- und Energiepreise sowie die äußerst expansive Geldpolitik der EZB bei gleichzeitiger Abwesenheit von neuen, bedeutenden und negativen Nachrichten verhalfen den europäischen Aktienmärkten in den letzten Monaten zu neuem Schwung (Abbildung 8). Weniger profitierte hingegen der amerikanische Aktienmarkt, der in heimischer Währung vielmehr auf der Stelle trat. Die Emerging Markets haben sich seit Jahresanfang gut geschlagen und übertreffen insgesamt die Wertentwicklung der entwickelten Länder. Auch Japan hat ein neues Hoch erklommen, welches zuletzt vor 15 Jahren erreicht wurde.

*Aktienmärkte schraubten sich zuletzt weiter nach oben*

**Abb. 8: Aktienmärkte - DAX, EUROSTOXX 50, S&P 500, MSCI EM & Nikkei Index**



Index = 100 zu Beginn. Quelle: Bloomberg.

Positive makroökonomische Rahmenbedingungen in Europa, die zuletzt eine Wachstumsbeschleunigung in der Eurozone wahrscheinlicher machen, sowie die Erwartung auf höhere Unternehmensgewinne ließen Anleger höhere Kurse für Aktien akzeptieren. Auch die Aussicht auf eine später als erwartete US-Leitzinserhöhung wirkte unterstützend auf die Märkte. Ungeachtet dessen sind die Bewertungen ebenfalls angesprungen und sind für sich genommen als teuer einzuschätzen. Der Konsensmeinung nach besteht zu Aktien keine Alternative, da Anleihen noch deutlich teurer erscheinen. Spätestens wenn die breite Anlegermasse von weiter steigenden Kursen überzeugt ist oder nicht damit rechnet, dass Aktien in nächster Zeit eine spürbare Korrektur erfahren, heißt es vorsichtig oder zumindest jetzt vorsichtiger zu werden.

*Vorsicht bleibt Trumpf*

Mit Blick auf die kommenden Monate wird einmal mehr die Kommunikation seitens der amerikanischen und europäischen Notenbanken entscheidend sein. Zum einen wird der Zeitpunkt sowie das Ausmaß und die Geschwindigkeit einer US-Leitzinserhöhung ein wesentlicher Treiber für die Aktienmarktentwicklung sein. Dabei rechnen wir zwar mit einer vorsichtigen und bedachten US-Zinspolitik. Jedoch dürfte bei weiter steigenden Aktienkursen die Gratwanderung der Fed mit dem Risiko höherer Schwankungs-

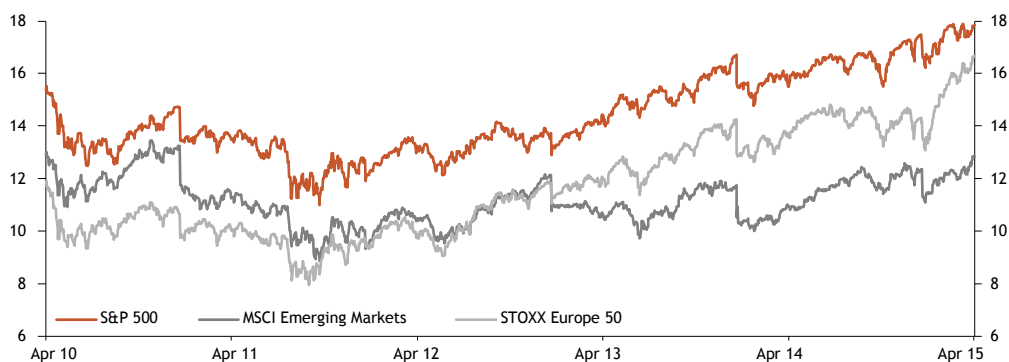
*An den Notenbanken hängt viel vom Wohl oder Übel an den Aktienmärkten ab*

intensität immer herausfordernder werden. Zum anderen wird der Inflationsentwicklung in Europa weiterhin eine hohe Bedeutung beikommen, aus der interpretiert werden wird, wie lange die EZB beabsichtigt europäische Anleihen aufzukaufen.

Für europäische Aktien sehen die volkswirtschaftlichen Vorzeichen günstig aus, vorausgesetzt die bekannten Problemfelder Griechenland sowie der Krieg in der Ukraine eskalieren nicht weiter. Die Unternehmen werden von günstigen Wechselkursen sowie von niedrigen Energiekosten profitieren. Jedoch sollte die derzeitige positive Dynamik in den zukünftig erwarteten Unternehmensgewinnen aufgrund von Basiseffekten im Jahresverlauf tendenziell abnehmen und bereits weitestgehend eingepreist sein. Sollte der Euro wieder spürbar aufwerten und/oder die Energiepreise wieder anziehen, dürfte sich dies auch insgesamt eher belastend auf die Gewinnerwartung der Unternehmen auswirken. Die aktuellen Bewertungen verdeutlichen, dass die Aktienmärkte bereits eine Menge positiver Entwicklungen vorweggenommen haben (Abbildung 9). Auch andere Bewertungskennzahlen, wie EV/EBITDA oder das Preis-Buch-Verhältnis, belegen, dass Aktien im Vergleich der letzten Jahre eher teuer sind, wenngleich sie aktuell noch nicht historisch hohe Bewertungsspitzen aufweisen. Mit weiter steigenden Kursen erhöht sich zumindest das Rückschlagpotenzial.

*Vieles scheint in Europa eingepreist – die Gefahr eines zwischenzeitlichen Rückschlags steigt*

**Abb. 9: Ausgewählte Kurs-Gewinn-Verhältnisse**



Basierend auf den geschätzten Unternehmensgewinnen des laufenden Geschäftsjahres. Quelle: Bloomberg.

In den USA scheint sich das Wirtschaftswachstum hingegen seit Jahresanfang abgekühlt zu haben. Zwar mögen der harte Winter im Nordosten der USA, die Dürre im Westen sowie Streiks an einzelnen Häfen das Wirtschaftswachstum gebremst haben. Jedoch dürften die niedrigen Energiepreise das Konsumverhalten der US-Bürger positiv beeinflussen und die US-Wirtschaft in den kommenden Monaten stützen. Da der US-Aktienmarkt – im Gegensatz zur US-Volkswirtschaft – aufgrund vieler Energieunternehmen von eben diesen verstärkt abhängt, werden sich die insgesamt positiven Effekte eher in Grenzen halten. Der aufwertende US-Dollar belastet viele börsengehandelte, exportorientierte US-Unternehmen. Daher rechnen wir insgesamt weiterhin mit einem Margendruck bei den US-Unternehmen. Eine geringe bis moderate Wachstumsdynamik sowie die Aussicht auf eine näher rückende Zinserhöhung in den USA dürften bei derzeit relativ hohen Bewertungsniveaus das weitere Aufwärtspotenzial für die kommenden Monate begrenzt halten.

*Der US-Aktienmarkt hat nur begrenztes Aufwärtspotenzial*



Die makroökonomische Entwicklung in den Schwellenländern fällt gemischt aus: Zahlreiche große Volkswirtschaften lassen eine Wachstumsdynamik vermissen. Allen voran Chinas Wachstumsraten dürften auch zukünftig schrittweise geringer ausfallen. Brasilien und Russland bilden mit einer Stagnation beziehungsweise einer Rezession die Schlusslichter. In der Mehrzahl können viele kleinere Schwellenländer ihr Wachstumstempo allerdings mehr oder weniger halten. Die Entwicklung der Unternehmensgewinne war in den letzten Monaten enttäuschend. Entweder belasteten niedrige Rohstoff- und Energiepreise oder der wachsende Wettbewerb drückte auf die Gewinnmargen und die Profitabilität. Zwar erscheinen die Bewertungen insgesamt günstiger als in vielen Industrieländern, jedoch schwebt das Damoklesschwert der US-Leitzinserhöhung mit dem Risiko von Kapitalabflüssen über den Schwellenländern. Wir rechnen zwar nicht damit, dass letztere insgesamt in den kommenden Monaten stark unter Druck geraten werden, denn vieles scheint bereits eingepreist und die Bewertungsniveaus sind historisch betrachtet noch nicht allzu teuer. Jedoch dürften insbesondere die Länder leiden, die anhaltend hohe Leistungsbilanzdefizite aufweisen oder bereits hoch bewertet sind. Dazu könnten Südafrika und Indonesien ebenso wie die Philippinen und Malaysia zählen. Aber auch bei heiß gelaufenen Märkten wie China ist eine jederzeitige Korrektur nicht auszuschließen. Für die kommenden Monate rechnen wir damit, dass die Schwellenländer gegenüber den etablierten Aktienmärkten keine Outperformance erzielen werden. Dabei bleibt Asien angesichts der insgesamt stabilen makroökonomischen Parameter sowie des vergleichsweise hohen Wachstums weiterhin die attraktivste Schwellenlandregion.

*Die Börsen in den Schwellenländern weisen in der Summe wenig Auf- und Abwärts-potenzial auf – Asien bleibt favorisiert*

Japan entwickelt sich weiterhin sehr zufriedenstellend. Die derzeitige qualitative und quantitative Lockerung seitens der Bank of Japan (BoJ) mit offen gehaltenem Ende unterstützt den Markt. Nachdem die volkswirtschaftlichen Daten zuletzt schwächer als erwartet ausfielen, wächst die Hoffnung auf eine Ausweitung des Anleihekaufprogramms seitens der Notenbank. Aber auch die fortschreitende Ausrichtung des größten japanischen Pensionsfonds in Richtung einer höheren Aktienquote, steigende Unternehmensgewinne und Wettbewerbsvorteile aufgrund des niedrigen Yen, insbesondere gegenüber vielen asiatischen Währungen, machen japanische Aktien interessant. Ebenso sind die mittelfristigen Ausblicke günstig: Bessere Corporate Governance-Regeln sind in Aussicht gestellt und auch die Regierung beabsichtigt, wichtige Strukturreformen umzusetzen. Wenngleich die Aussichten verheißungsvoll erscheinen, sind japanische Aktien allerdings auch keine Schnäppchen mehr.

*Japanische Aktien sollten sich auch weiterhin positiv entwickeln*

Derzeit scheinen bereits viele mikro- und makroökonomische Faktoren an den Märkten eingepreist. Die expansive Notenbankpolitik seitens der EZB und der BoJ unterstützt das augenblickliche positive Sentiment. Investoren sind relativ gelassen, solange keine neuen kapitalmarktrelevanten Negativmeldungen auftreten. Allerdings mahnen die bereits hohen Bewertungen von Aktien sowie das Sentiment zur Vorsicht. Das Enttäuschungspotenzial ist nicht unerheblich – das Chance-Risiko-Verhältnis asymmetrisch und eher ungünstig. Für die kommenden Monate rechnen wir mit einer zunehmenden Volatilität.

*Vorsicht ist mehr denn je geboten*

## Anleihen: EZB startet Ankauf von Staatsanleihen

(Cornelia Koller)

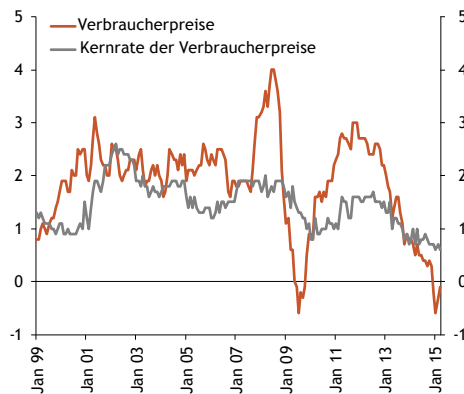
Vorherrschender Treiber an den europäischen Rentenmärkten ist die unkonventionelle Geldflut der Europäischen Zentralbank. Im März hat die EZB ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten auf monatlich 60 Mrd. Euro ausgedehnt – dies wird mindestens bis September 2016 fortgeführt. Neben dem Kauf von Kreditverbriefungen (Asset-Backed Securities) und gedeckten Schulverschreibungen (Covered Bonds) kauft sie nun erstmals auch Staatsanleihen in großem Umfang an.

*EZB kauft erstmals  
Staatsanleihen in großem Stil*

Hinter der Entscheidung, noch stärkere unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, stand die Furcht vor einer deflationären Entwicklung. Angesichts der schwachen konjunkturellen Lage, verbunden mit hoher Arbeitslosigkeit und der drastisch gefallen Ölpreise, liegt die Inflationsrate aktuell weit unter dem von der EZB angestrebten Ziel von „nahe, aber knapp unter 2 %“ – seit Dezember 2014 liegt sie sogar im negativen Bereich. Zwar ist die Inflation seit Jahresanfang (Januar: -0,6 %) bis März wieder etwas gestiegen, blieb im Jahresvergleich mit -0,1 % aber weiter negativ. Auch in Deutschland war die Inflationsrate erstmals seit September 2009 zu Jahresbeginn negativ (Januar: -0,4 %). Inzwischen liegt sie aber wieder im positiven Bereich (März: +0,3 %; Abbildung 11). Für den Jahresdurchschnitt 2015 erwarten wir eine leicht positive Inflationsrate von 0,2 % für den Euroraum und von 0,3 % für Deutschland.

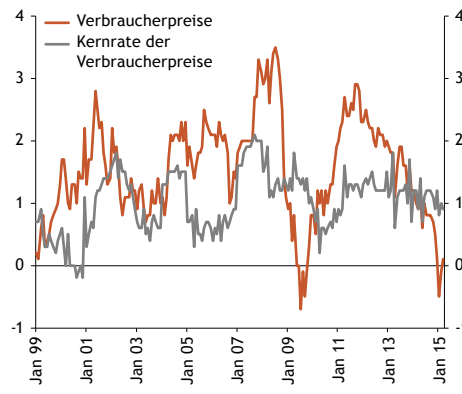
*Grund: Deflationsorgen*

**Abb. 10: Eurozone -  
Verbraucherpreise**



Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Eurostat.

**Abb. 11: Deutschland -  
Verbraucherpreise**

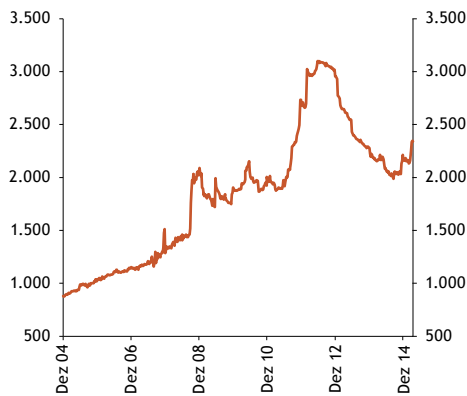


Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Destatis.

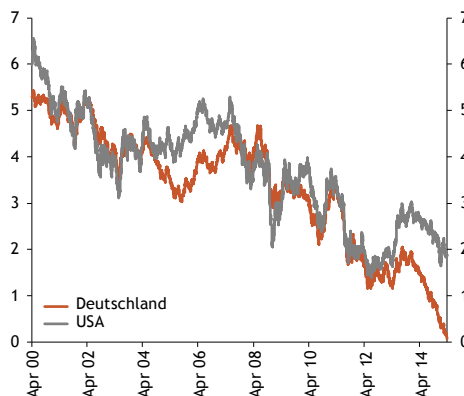
Die EZB möchte mit Ankaufprogramm die Inflationserwartungen erhöhen, die Kreditversorgung von Unternehmen und Haushalten verbessern sowie durch ein anspringendes Ausgabeverhalten der Unternehmen und Verbraucher letztlich die Konjunktur anregen. Der schwache Wechselkurs hilft zudem, Inflation zu „importieren“. Dabei beabsichtigt die EZB, ihre Bilanzsumme (aktuell: 2,35 Bio. Euro) durch die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen wieder an ihre Größenordnung von Anfang 2012 (gut 3 Bio. Euro) heranzuführen (Abbildung 12).

*Ankaufprogramm soll  
Konjunktur ankurbeln  
und Inflation erhöhen*



**Abb. 12: EZB - Bilanzsumme**

In Bio. Euro. Quelle: Europäische Zentralbank.

**Abb. 13: Deutschland & USA - Renditen 10-jähriger Staatsanleihen**

In %. Quelle: Bloomberg.

*Niedrigzinsphase hält an;  
EZB wird ihre Zinspolitik  
erst ab 2017 wieder  
normalisieren*

Die lockere Geldpolitik der EZB, die Sorge um die finanzielle Zukunft Griechenlands sowie der Krieg in der Ukraine führten zu einem anhaltenden Kapitalzufluss in die Anleihen der sicheren Anlagehäfen. Nach Beginn des Anleihekaufprogramms der EZB fiel die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen unter 0,2 % und notiert aktuell nur noch bei 0,1 % (Abbildung 13). Im Laufzeitbereich bis sieben Jahre sind die Zinsen inzwischen negativ.

Das übergeordnete Bild bleibt aufgrund der ultralockeren Geldpolitik der EZB unverändert durch niedrige Zinsen geprägt. So hält die EZB ihre geldpolitischen Türen mit Blick auf die Deflationsgefahren weit offen und die Zinswende – wohl frühestens Anfang 2017 – liegt in weiter Ferne. Mit Blick auf sich verbessernde Konjunkturperspektiven in der Eurozone und die zu erwartende Zinswende in den USA sollte der Renditerückgang im Verlauf des zweiten Halbjahres 2015 aber ein Ende finden und mittelfristig in einen moderaten Anstieg des Zinsniveaus münden. So ist die US-Notenbank Fed bereits aus der ultralockeren Geldpolitik ausgestiegen und könnte im Spätsommer 2015 ihre Leitzinsen erstmals seit Ende 2008 wieder erhöhen.

*Aber: Erste Zinserhöhung  
der US Notenbank ist  
Absehbar ...*

Dies wird zu einem Anstieg der Kapitalmarktzinsen in den USA führen, dem sich auch die Entwicklung am deutschen Rentenmarkt nicht gänzlich entziehen kann. Wir erwarten daher im späteren Jahresverlauf einen sanften Anstieg der Renditen und sehen bis Ende 2015 für 10-jährige US-Staatsanleihen 2,5 % und für 10-jährige Bundesanleihen 0,6 % voraus.

*... gefolgt von ganz  
leichtem Renditeanstieg  
in Deutschland*

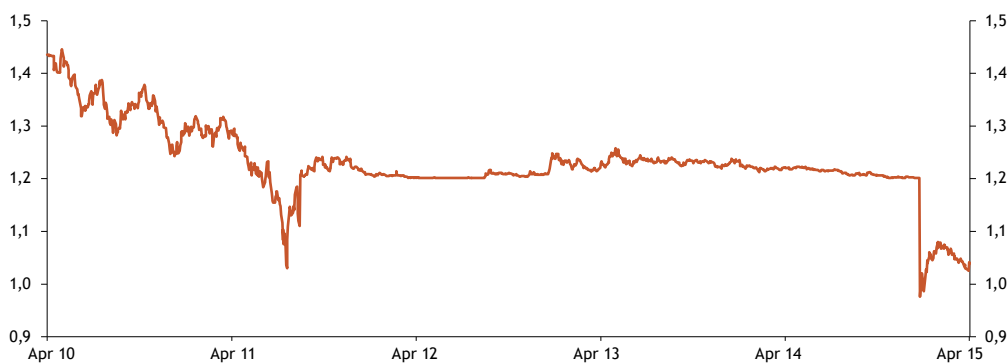
## Währungen: Wettlauf nach unten - aber ohne den Dollar

(Dr. Jörn Quitzau)

Zwei wichtige geldpolitische Entscheidungen haben die Devisenmärkte im ersten Quartal durchgeschüttelt: Zunächst erwischte die Schweizer Nationalbank (SNB) die meisten Marktakteure Mitte Januar auf dem falschen Fuß, als sie die Wechselkursuntergrenze von 1,20 Franken je Euro völlig überraschend aufgab. Nur wenige Tage später gab die Europäische Zentralbank ein umfangreiches Anleihekaufprogramm bekannt. Beide Maßnahmen setzten den Eurokurs massiv unter Druck, gegenüber dem Schweizer Franken stürzte der Euro zunächst regelrecht ab (Abbildung 14). Die Freigabe des Franken-Kurses hatten wir für nahezu ausgeschlossen gehalten, auch der Umfang der EZB-Anleihekäufe hat uns überrascht. Im Ergebnis ist der Eurokurs inzwischen deutlich weiter gefallen, als wir prognostiziert hatten.

*Zwei Überraschungen  
für die Devisenmärkte*

**Abb. 14: Euro in Schweizer Franken**



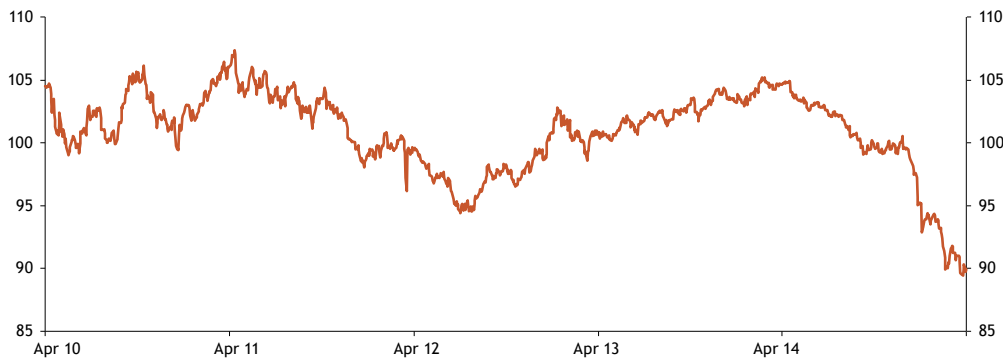
Quelle: Bloomberg.

Auf handelsgewichteter Basis notiert der Euro sogar deutlich niedriger als im Juli 2012 (Abbildung 15). Zu jenem Zeitpunkt hatte es EZB-Präsident Draghi angesichts großer Zweifel an der Überlebensfähigkeit des Euro für nötig gehalten, den Fortbestand der Gemeinschaftswährung mit seinem berühmten „Machtwort“ zu garantieren. Wenn der Euro heute also sogar niedriger notiert als zu der Zeit, als viele Marktakteure den Euro dem Untergang geweiht sahen, dann ist dies ein Indiz dafür, dass der Euro-Pessimismus am Devisenmarkt momentan übertrieben ist.

*Devisenmärkte übertreiben  
den Euro-Pessimismus*

Doch die Situation an den Devisenmärkten ist nicht nur wegen der SNB und der EZB ungewöhnlich. Mehr als 20 Notenbanken (unter anderem jene in Norwegen, Schweden, Kanada, Australien) haben in den ersten Monaten des Jahres ihre Geldpolitik gelockert. Die meisten von ihnen verfolgen damit zumindest nebenbei das Ziel, über eine schwächere Währung die heimische Konjunktur zu stärken. Einige Beobachter sprechen deshalb von einem „Währungskrieg“. Wir halten den Begriff „Abwertungswettlauf“ für passender. Doch nicht alle Notenbanken beteiligen sich an diesem Wettlauf nach unten. Vor allem die amerikanische Fed setzt ihren Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik fort – und hat mit der Aussicht auf die bevorstehende Zinswende den US-Dollar unter mächtigen Aufwertungsdruck gebracht: Der handelsgewichtete US-Dollarkurs hat inzwischen den höchsten Wert seit 2003 erreicht.

*Abwertungswettlauf*

**Abb. 15: Handelsgewichteter Eurokurs**

In Punkten. Quelle: Bloomberg.

Angesichts der geldpolitischen und konjunkturellen Kluft zwischen der Eurozone und den USA ist die Euro-Schwäche leicht zu erklären. Zusätzlich geht von der Euro-Dollar-Parität eine gewisse Anziehungskraft aus. Aus psychologischen Gründen könnte der Euro also noch weiter nachgeben. Gleichwohl erwarten wir für den Jahresverlauf wieder etwas höhere Eurokurse (1,12 US-Dollar je Euro zum Jahresende 2015). Ein Grund ist der Konjunkturaufschwung in der Eurozone, der langsam an Breite gewinnt. Die konjunkturelle Lücke zwischen Europa und den USA hat sich zuletzt wieder leicht geschlossen, auch weil in der letzten Zeit einige US-Daten enttäuschten. Für den Euro könnte es zwei positive Überraschungsmomente geben: Wenn die Fed ihren Zinserhöhungszyklus später beginnt beziehungsweise ihn weniger beherzt als erwartet fortsetzt oder wenn die EZB das Staatsanleihenankaufprogramm vorzeitig reduziert. Beides ist derzeit nicht wahrscheinlich, aber auch keineswegs ausgeschlossen.

Der Schweizer Franken ist weiter stark. Zwar gab der Franken nach dem Kurssprung unmittelbar nach der Wechselkursfreigabe sukzessive nach und der Euro konnte bis zur Marke von 1,08 steigen, doch seit Ende Februar legt der Franken wieder zu (Abbildung 14). Je näher die Parität kommt, desto wahrscheinlicher werden punktuelle Interventionen der SNB – erste Anzeichen dafür gibt es bereits. Allerdings dürften sie nur temporär wirken. Die Trendwende zugunsten des Euro muss von einer sichtbar stärkeren Eurozone ausgehen. Wir bleiben optimistisch, dass dies im Jahresverlauf gelingt.

Das Britische Pfund schwankt nach seinem beeindruckenden Aufwärtstrend derzeit zwischen einer starken Konjunktur auf der einen und den Risiken der bevorstehenden Wahl auf der anderen Seite. Bis zur Wahl im Mai dürfte es bei einer Hängepartie ohne klaren Trend bleiben.

Für den japanischen Yen bleibt das Umfeld weiter schwierig. Die extrem lockere Geldpolitik und die hohen Staatsschulden sind eine Bürde. Nur wenn der Regierung substantielle Fortschritte bei den Strukturreformen gelingen, dürfte sich das Bild aufhellen. Die etwas bessere Performance am Devisenmarkt verdankt der Yen vor allem der Schwäche des Euro. Ein echtes Eigenleben hat die japanische Währung derzeit nicht. Wir erwarten im Jahresverlauf etwas schwächere Yen-Kurse.

*Stärkerer Euro erst im weiteren Jahresverlauf zu erwarten*

*Schweizer Franken: Wechselkursgrenze wird halten*

*Britisches Pfund: Warten auf die Wahl*

*Japanischer Yen: ohne Eigenleben*

## Rohstoffe: Beginnende Bodenbildung

(Wolfgang Pflüger)

Der Rohstoffsektor verharrte Anfang April in seinem seit Mitte 2011 begonnenen Abwärtstrend (Abbildung 16). Allerdings gibt es Anzeichen, dass die Notierungen in eine Bodenbildungs- beziehungsweise Stabilisierungsphase eingetreten sind. Die Erholung der Rohölpreise trug hierzu wesentlich bei. Die maßgeblichen Bestimmungsfaktoren für die kommenden Monate sind der Zeitpunkt der amerikanischen Zinswende, die damit verbundene Richtung des US-Dollars und der konjunkturellen Entwicklung Chinas.

*Empfindliche Rückschläge*

**Abb. 16: Bloomberg Commodity Index ohne Agrarerzeugnisse und Zuchttiere**



In US-Dollar. Quelle: Bloomberg.

Öl ist aktuell relativ konstruktiv, Edelmetalle stehen neutral. Industriell genutzte Rohstoffe bleiben unter Druck. Eine Höherstufung aus Anlegersicht bietet sich nach einem Ausbruch aus der vorherrschenden Seitwärtsbewegung an, etwa im zweiten Halbjahr.

*Trendwende nicht in Sicht*

**Tab. 3: Rohstoffe - Preise und Jahresveränderung**

	Preis per 24.04.2015 in US-Dollar	Jahresveränderung in %
Bloomberg Commodity-Index	123,66	-6,2
Kupfer	6 025	-5,4
Aluminium	1 830	-2,3
Blei	2 053	8,7
Nickel	12 860	-16,7
Zink	2 222	1,1
Zinn	15 650	-21,1
Gold	1 179	1,5
Silber	15,74	2,1
Palladium	772	-3,6
Platin	1 124	-5,5
Öl (Brent)	63,63	14,6

Bloomberg Commodity-Index ohne Agrarerzeugnisse und Zuchttiere. Quelle: Bloomberg.



Die zwischenzeitlich deutliche Preiserholung beim Rohöl ist fundamental kaum begründbar und trägt daher eher spekulative Züge. Die Internationale Energieagentur (IEA) bezifferte jüngst die für 2015 erwartete globale Ölnachfrage auf 93,6 Mio. Fass/Tag. Das entspricht einem Plus von 1,2 % gegenüber dem Vorjahr. Ende März lag die Fördermenge bei 95,2 Mio. Fass/Tag (+3,9 % gegenüber Vorjahr). Perspektivisch streben kurzfristig Saudi-Arabien und der Irak neue Produktionsrekorde an. Anfang oder Mitte 2016 könnte der Iran nach erfolgreichem Abschluss der Atomverhandlungen seine Exporte verdoppeln. Weltweit sind die Lagerbestände so hoch wie nie zuvor. Alleine in den USA haben sie sich seit Jahresbeginn um 25 % auf 484 Mio. Fass erhöht. Dem stehen eine saisonal bedingt höhere Produktnachfrage (Treibstoffe) in den USA (Beginn der „Driving Season“) bei gleichzeitig nachlassende Fördermengen aus Fracking-Bohrstellen gegenüber. Die IEA schätzt den Rückgang auf etwa 45 000 Fass/Tag ab Juni ein, bezeichnet ihn allerdings als vorübergehend. Dauerhaft deutlich höhere Notierungen könnten sich bei einer Eskalation des Jemen-Konfliktes und einer Sperrung des Arabischen Golfes ergeben. Immerhin tragen die Auseinandersetzungen dort Züge eines Stellvertreterkrieges zwischen dem Iran (schiiitische Muslime) und Saudi Arabien (sunnitische Muslime). Als unser Basisszenario erwarten wir Brent-Notierungen von 60 US-Dollar je Fass per 30. Juni 2015 und von 70 US-Dollar per 31. Dezember 2015.

*Öl: Aktuelles Überangebot  
plus Iran contra  
geopolitische Risiken*

Die langsam nahende US-Zinswende, ein starker US-Dollar und die festen Aktienmärkte haben Gold und die anderen Edelmetalle „gedeckt“. Dabei ist die physische Nachfrage seitens der Notenbanken, aber auch für Münzen und Barren sehr robust. Institutionelle Investoren haben ihre ETF-Bestände seit Jahresbeginn per Saldo ausgebaut. Deutlich höher notieren Gold und Silber in Abwertungswährungen wie Euro oder Yen. Das belegt die Schutzfunktion gegen ausufernde Papiergeldvermehrung und politische Risiken einmal mehr. Wir bleiben moderat positiv gestimmt.

*Gold und Silber  
bieten Schutz*

Die Platin-Metalle litten hingegen unter spürbaren ETF-Abflüssen. Das fundamentale Umfeld hat sich für beide Metalle eingetrübt. Neben dem festen Dollar spielen die rückläufigen Kfz-Absatzzahlen in Brasilien und Russland eine wichtige Rolle. Zudem entspannt sich die Defizitsituation für beide Metalle. Platin fiel zwischenzeitlich auf ein Fünfeinhalb-Jahrestief. Die Aussichten bleiben eingetrübt.

*Platinmetalle leiden unter  
ETF-Abflüssen*

Nachdem die Käufe des chinesischen Strategic Reserve Bureaus ausliefen, gerieten auch die Preise für Industriemetalle wie Kupfer unter Druck. Solange der Bausektor in China schwach bleibt, findet die Schwächephase kein Ende. Viele Metalle leiden zudem unter einem Überangebot. In diesem Bereich steht eine Basisbildung noch aus. Der Trend bleibt hier abwärts gerichtet.

*Industriemetalle in schwacher  
fundamentaler Lage*

## Finanzmarktstrategie

(Peter Reichel)

### Aktien

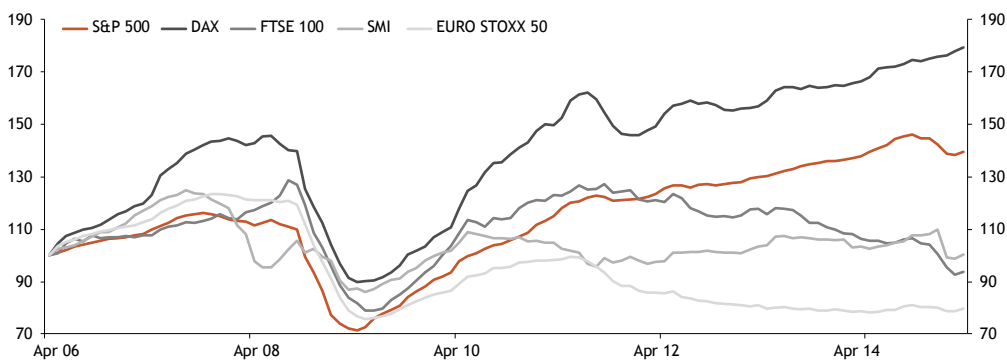
Insgesamt sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen positiv für die Aktienmärkte – sowohl kurz- als auch mittelfristig. In Europa haben sie sich zuletzt spürbar verbessert, in den USA und Japan jüngst eher leicht verschlechtert und in den Schwellenländern ist das Bild gemischt.

*Makrofaktoren  
unterstützen  
Aktienmärkte*

Nach zuvor guten Daten haben die Unternehmensgewinne in den USA, in Großbritannien und in der Schweiz zuletzt an Dynamik verloren (Abbildung 17). Margendruck aufgrund von Wechselkurseffekten sowie teils intensiverer Wettbewerb haben ihre Spuren in der erwarteten Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen hinterlassen. Hingegen konnten europäische Unternehmen ihre Margen etwas ausweiten – unter anderem dank günstiger Wechselkurse. Nun scheinen sich die Gewinnrevisionen der Analysten in den USA, aber auch in den Schwellenländern zu stabilisieren, nachdem sie zuvor eine negative Tendenz aufwiesen. Die Analystenschätzungen fallen für Japan weiterhin positiv aus; auch in Europa gewinnen sie endlich an Dynamik – nach langjährigen negativen Revisionen. Zwar zeigen die Gewinnrevisionen in die richtige Richtung, jedoch erwarten wir mehr Aufschlüsse über die weiteren Gewinnperspektiven aus der derzeit anstehenden Unternehmensberichtssaison zum ersten Quartal.

*Unternehmensgewinne  
stabilisieren sich –  
Gewinnrevisionen in Europa  
mit positiver Tendenz*

**Abb. 17: Gewinnveränderung - S&P500, EURO STOXX 50, DAX, FTSE 100, SMI**



Index = 100 zu Beginn. Quelle: Bloomberg.

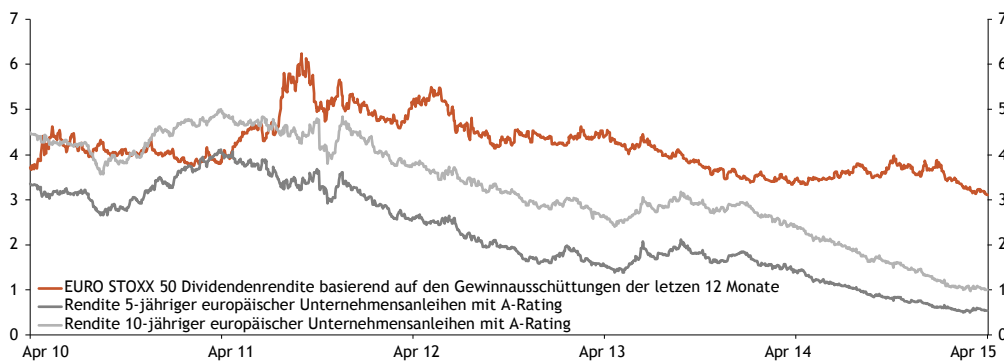
Mit den Aktienkursen sind aber auch die Bewertungen gestiegen. Letztere sind unseres Erachtens bereits sehr weit vorausgelaufen. Aktien preisen derzeit viele dieser durchaus positiven fundamentalen Entwicklungen ein und sind im historischen Kontext und auf Basis unterschiedlicher Bewertungsmodelle für sich genommen teuer. Sollten die Unternehmensgewinne jedoch steigen, wäre der fundamentale Unterbau gefestigt und einer weiteren Expansion von Bewertungsmultiplikatoren stünde kaum etwas entgegen. Dies ist derzeit jedoch weniger wahrscheinlich, da die Stärke der positiven Treiber für Aktien tendenziell abnehmen sollte. Sowohl Basis- als auch weitgehende Einpreisungseffekte werden stärker durchschlagen. Ebenfalls dürfte die näher rückende US-Leitzins-erhöhung höhere Bewertungsmultiplikatoren nur schwerlich rechtfertigen.

*Aktienbewertungen sind  
hoch und geben fundamentale  
Warnsignale*

Allerdings sind Aktien – wenn auch für sich genommen teuer – deutlich günstiger als Anleihen (Abbildung 18). Somit liefern die Dividendenrenditen europäischer Unternehmen weiterhin attraktivere Erträge als Anleihen von europäischen Unternehmen (A-Rating) mit fünf- bzw. zehnjähriger Restlaufzeit.

*Aktien bleiben relativ zu Anleihen günstig bewertet*

**Abb. 18: EURO STOXX 50 Dividendenrendite, Rendite 5- und 10-jähriger europäischer Unternehmensanleihen jeweils mit A-Rating**



In %. Quelle: Bloomberg.

Beinahe im Gleichschritt haben die europäischen Aktienmärkte wichtige Marken erreicht: Der STOXX 600 markiert mit Kursen um 400 bis 410 die Höchstmarken, an denen in den Jahren 2000 und 2007 schmerzhaft Trendwenden begannen. Der EURO STOXX 50 ist mit 3 750 bis 3 800 Punkten kurz davor, seinen seit dem Jahr 2000 gültigen Abwärtstrend nach oben zu durchbrechen. Der SMI nähert sich seinen Rekordhochs aus dem Jahr 2007 und der FTSE 100 schließlich versucht sich seit inzwischen zwei Jahren an dem nachhaltigen Sprung über die Marke von 7 000. Nach der Rallye der vergangenen Monate ist der Abstand zum gleitenden 200-Tage Durchschnitt historisch hoch. Der DAX beispielsweise lag in der Spitze bereits 24 % über diesem Wert, beim STOXX 600 waren es knapp 20 %. Auch wenn die Vergangenheit zeigt, dass eine solche Dynamik kurzfristig zu weiteren Gewinnen führen kann, bezweifeln wir, dass die Marken auch wirklich nachhaltig überwunden werden.

*Technische Signale lassen an nachhaltiger Fortsetzung des Aufwärtstrends zweifeln*

Egal wie wissenschaftlich man Sentimentanalyse betreibt: In einer Marktphase, in der Liquiditätsquoten historisch niedrig sind, Kurse stark steigen und kleinste Korrekturen genutzt werden oder gar nicht mehr auftreten, ist die Risikoaversion der Anleger ganz offenkundig nicht stark ausgeprägt. Die Jagd nach Rendite steht im Vordergrund. Kurzfristig ist das zweifellos positiv, weil es die Rallye stützt. Die Erfahrung zeigt allerdings auch, dass der mittelfristig orientierte Investor in solchen Phasen nur selten gewinnbringende Investments tätigen konnte. Beinahe immer wurden sie durch starke Korrekturen unterbrochen oder – noch schmerzhafter – wie 2000 und 2007 durch eine Trendwende beendet. Egal ob ausgelöst durch Euphorie, übertriebene Gelassenheit, Gier, Anlagenotstand, Unwissenheit oder schlicht Herdenverhalten – wer solche Phasen genutzt hat, um Risiko ab- und Cashpolster aufzubauen, ist damit in der Vergangenheit meist gut gefahren.

*Sentimentanalyse mahnt zu erhöhter Vorsicht*



In Summe deuten die beschriebenen Faktoren auf ein uneinheitliches Bild für Aktien. Allerdings nehmen die Warnzeichen seitens der Bewertung sowie des Sentiments zu. Vorsicht bleibt daher die Devise. Wir empfehlen eine defensive Positionierung bei Aktien und bei weiter steigenden Kursen in die Stärke hinein Gewinne mitzunehmen. Eine kurzfristige Korrektur erscheint überfällig.

*Wir empfehlen eine defensive  
Aktienausrichtung, denn eine  
Korrektur ist überfällig*

Längerfristig bleibt das Umfeld für Aktien durchaus aussichtsreich, wenn auch die Wertsteigerungspotenziale für die Zukunft geringer erscheinen, als sie in der jüngsten Vergangenheit ausgefallen sind: Zum einen wirken das konjunkturelle Umfeld und die weiterhin expansive Notenbankpolitik der EZB und BoJ, hohe Ausschüttungen von Dividenden oder auch Aktienrückkäufe sowie der internationale Anlagenotstand unterstützend. Zum anderen werden die relativ hohen Bewertungen und die bevorstehende Wende in der US-Zinspolitik einhergehend mit potenziellen Gewinnmitnahmen nach jahrelanger Aufwärtsbewegung das Aufwärtspotenzial begrenzen.

*Längerfristig bleiben die  
Perspektiven für Aktien gut*

Europa bietet zwar immer noch das höchste Wertaufholpotenzial, jedoch sind die Unternehmensgewinne für die Eurozone von über +15 % für 2015 bereits voll eingepreist. Die Risiken um Griechenland sowie um eine neue Eskalation im Krieg in der Ukraine werden dabei unseres Erachtens fast vollständig ausgeblendet. Wir empfehlen Europa aufgrund der jüngsten Rally untergewichtet zu belassen, und erst bei einer Marktkorrektur das Untergewicht zu neutralisieren.

*Europa noch untergewichten*

Die Fed strebt eine Zinserhöhung für das zweite Halbjahr an, weshalb auch die Unternehmensgewinne aufgrund des stärkeren US-Dollars unter Druck kamen und auch bleiben sollten. Auch die Bewertungen erscheinen alles andere als günstig. Jedoch sind die Erwartungen an die laufende Unternehmensberichtssaison sehr niedrig und dürften übertroffen werden. Auch dürfte eine weiter nachlassende Konjunkturdynamik neue Hoffnung auf eine spätere Leitzinswende entfachen. Vor diesen insgesamt ausgeglichenen Faktoren empfehlen wir die USA neutral zu gewichten.

*USA neutral gewichten*

Schwellenländerbörsen haben bereits viele negative Nachrichten eingepreist, allen voran Lateinamerika und Osteuropa inklusive Russland. Auch erscheinen uns die Bewertungen insgesamt nicht allzu hoch. Dennoch stimmt uns hier die Schwäche der konjunkturellen Dynamik insgesamt skeptisch. Ebenso die US-Dollar-Stärke und die anstehende US-Zinswende, die tendenziell zu Mittelabflüssen aus den Schwellenländern führen wird. Daher empfehlen wir, in Emerging Markets untergewichtet zu bleiben. Asien bleibt dabei die bevorzugte Region.

*Schwellenländer  
untergewichten*

Japan profitiert von steigenden Unternehmensgewinnen, einer Reallokation von Anlageklassen großer japanischer Pensionsfonds und von einer expansiven Geldpolitik der BoJ. Langfristig könnten angedachte Reformen das Potenzialwachstum steigern. Ein Übergewicht in japanischen Aktien macht unseres Erachtens Sinn.

*Japan übergewichten*

Bei der Wahl der Branchenschwerpunkte empfehlen wir weiterhin auf Finanzwerte zu setzen. Insbesondere Banken versprechen weiteres Aufwärtspotenzial. Sinkende Finanzierungskosten und Auflösungen von Rückstellungen für Kredite bei einem insgesamt

*Finanzwerte und zyklischen  
Konsum übergewichten*



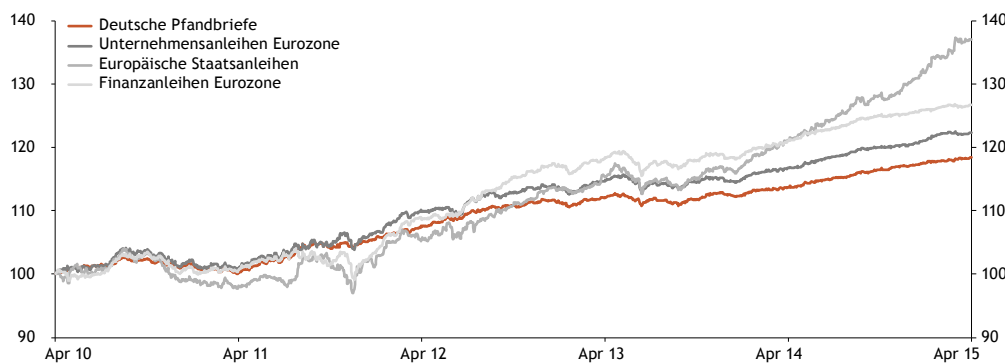
soliden Konjunkturbild lassen die Branche attraktiv erscheinen. Ebenso sind zyklische Konsumwerte attraktiv. Hingegen ist der Pharmabereich relativ teuer. Wir empfehlen hier unterzugewichten. Das gleiche gilt für Unternehmen aus dem Grundstoffsektor.

### Anleihen

Einmal mehr überraschten Anleihen mit einer positiven Wertentwicklung. Vornehmlich europäische Staatsanleihen profitieren vom expansiven Umfeld (Abbildung 19) – jüngst insbesondere von den Anleihekäufen seitens der EZB. Zwischenzeitlich bewegten sich deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von bis zu neun Jahren im negativen Terrain und Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren lieferten weniger als jährlich 0,1 %. Aber auch andere Anleihe-segmente waren gesucht und entwickelten sich positiv.

*Anleihen der Eurozone profitieren weiter von der Notenbankpolitik*

**Abb. 19: Rentenindizes - Ausgewählte Anleihe-segmente**



Index = 100 zu Beginn. Quelle: Bloomberg.

Das EZB-Anleihekaufprogramm, das bis mindestens September 2016 andauern soll, dürfte das Zinsniveau in der Eurozone weiter unter Druck halten. Als Gegenpol wirken jedoch die von der EZB erwarteten zukünftig höheren Inflationsraten sowie die sich verbessernde Konjunktur. Zwar dürfte das niedrige Zinsniveau vorerst erhalten bleiben. Für die kommenden Monate rechnen wir jedoch mit leicht und längerfristig moderat steigenden Zinsen. Wir empfehlen daher eine durchschnittliche Kapitalbindungsdauer bei Anleiheinvestments von knapp über drei Jahren. Diese Zinssensitivität bietet derzeit ein optimales Chance-Risiko-Verhältnis.

*Die Renditen könnten durchaus noch etwas weiter fallen bevor sie steigen*

Sind Anleihen innerhalb einer strategischen Ausrichtung überhaupt noch sinnvoll, wenn eine Zinswende bevorsteht? Unseres Erachtens bleiben Anleihen ein wichtiger Bestandteil eines effizient diversifizierten Portfolios. Mit beherrschbaren Risiken im Investment-Grade-Bereich haben Anleihen über längere Betrachtungszeiträume eine zentrale Bedeutung im Gesamtportfolio: Sie weisen über die längsten Zeiträume günstige Korrelationseigenschaften zu anderen wichtigen Risikoanlageklassen auf. Zusätzlich bieten ausgesuchte Kreditrisiken, auch im Non-Investment-Bereich, innerhalb eines Fondsmantels eine sinnvolle Renditeoptimierung.

*Anleihen bleiben eine wichtige Säule einer effizienten Portfolio-Diversifikation*

Wir empfehlen weiterhin, den Schwerpunkt bei Unternehmensanleihen zu setzen. Ein günstiges konjunkturelles Umfeld sowie auskömmliche Renditevorsprünge gegenüber Staatsanleihen machen diese Anlageklasse interessant, wenngleich die aktuellen Rendi-

*Unternehmensanleihen bleiben relativ das attraktivste Anleihe-segment*



teniveaus zunehmend ausgereizt erscheinen. Auch Finanzanleihen sollten attraktiv bleiben. Staatsanleihen der Euro-Peripherie weisen im Vergleich denen der Kern-Eurozone höhere Renditen auf und sollten von den Anleihekäufen der EZB gesucht bleiben.

Zu Diversifikationszecken und Renditeoptimierung empfehlen wir eine Beimischung folgender Anleihe-segmente im Fondsmantel:

- 1) Euro-gesicherte US-Dollar-Unternehmensanleihen im Crossover-Bereich, die auch nach Absicherungskosten etwas höhere Renditen bieten als europäische Anleihen.
- 2) Hochzinsanleihen mit relativ kurzen Restlaufzeiten.
- 3) Mortgage-Backed Securities mit flexibler Durationssteuerung erlauben neben dem Zinszyklus auch vom stabilen US-Makroumfeld zu profitieren.
- 4) Anleihen der Emerging sowie der Frontier Markets bleiben erfolversprechend.

Neben den einzelnen relativ attraktiven Anlagemöglichkeiten im Anleihe-segment gilt es, die Notenbankkommunikation genau zu verfolgen. Wir erwarten, dass selbst moderate Zinserhöhungen die Volatilität an den Märkten steigen lassen. Dies wird Reallokationen und aktives Durationsmanagement fortwährend erforderlich machen.

### Alternative Investments und Liquidität

Alternative Investments bieten interessante Möglichkeiten zur Risikostreuung. Eine geringe Korrelation einzelner Segmente zu traditionellen Assetklassen trägt zur sinnvollen Risikodiversifikation bei und kann das Gesamtrisiko des Portfolios reduzieren.

Die fundamentalen Aussichten für Gold bleiben angesichts des anhaltenden Liquiditätsangebots seitens der Notenbanken solide. Auch die Inflationserwartungen sollten nicht weiter fallen. Wir empfehlen Gold leicht überzugewichten, weil es in unsicheren Zeiten als sicherer Hafen gesucht bleibt. Von einer mittelfristig soliden Angebots- und Nachfragesituation sollte auch Platin profitieren. Bei den Industriemetallen bremst Chinas nachlassende Nachfragedynamik. Wir erwägen eine Bodenbildung abzuwarten und empfehlen daher aktuell, Industriemetalle untergewichtet zu belassen.

Nachdem sich die Notierungen in etwa halbiert haben, suchen die Preise für Öl nach einem neuen Gleichgewicht. Der starke US-Dollar und die expansive US-Förderung belasten. Libysche Lieferausfälle, Kämpfe im Jemen und die im Sommer startende „Driving Season“ in den USA könnten dagegen stützen. Ohne spürbare Förderkürzungen bleibt eine Trendwende jedoch unrealistisch. Eine volatile Seitwärtsentwicklung bleibt für die kommenden Monate das wahrscheinliche Szenario. Ein antizyklisches Investment erachten wir derzeit wegen anhaltend hoher Rollkosten als unattraktiv.

Unter Korrelations- und Portfoliostabilitätsaspekten bleibt Liquidität als Anlageklasse wichtig. Liquidität ist als Manövriermasse derzeit eine kostengünstige Option, bei Marktschwäche opportunistisch und antizyklisch Investments vorzunehmen.

*Eine sinnvolle Beimischung weiterer Segmente erhöht die Renditemöglichkeiten*

*Höhere Volatilität macht Reallokationen und aktives Durationsmanagement notwendig*

*Alternative Investments bieten bedeutende Diversifikationsvorteile*

*Gold und Platin bleiben aussichtsreich; Industriemetalle derzeit noch uninteressant*

*Öl bleibt volatil*

*Liquidität bleibt zentraler Baustein eines diversifizierten Portfolios*



## FINANZMARKTPROGNOSEN

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2015
USA	10 Jahre	1,91	2,50
Europa	10 Jahre	0,16	0,60

Währungen		Aktuell	Prognose Ende 2015
USA	EUR/USD	1,09	1,12
Europa	EUR/CHF	1,04	1,12
Japan	EUR/YEN	129	137
Großbritannien	EUR/GBP	0,72	0,70

Aktien		Aktuell	Prognose Ende 2015
USA	S&P 500	2 118	2 150
Europa	DAX	11 811	12 000
	EURO STOXX 50	3 714	3 750
	FTSE 100	7 071	7 100

Rohstoffe (in US-Dollar)		Aktuell	Prognose Ende 2015
Öl (Brent)		65	70
Gold		1 179	1 300

Stand 24.04.2015. Quelle: Bloomberg, Berenberg.



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und / oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und / oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. Für den Eintritt der in der Präsentation enthaltenen Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks, der – auch teilweisen – Vervielfältigung sowie der Weitergabe der Studie sind ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: April 2015

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)