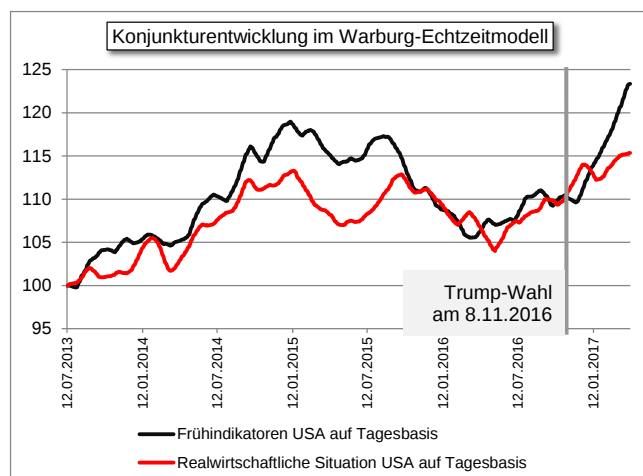


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

USA: Schwacher Jahresauftakt, aber stärkeres Wachstum absehbar – Immobilienmarkt stützt

Während seit der Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten die meisten Frühindikatoren in den USA geradezu nach oben geschneit sind, entwickeln sich die „harten“ Konjunkturdaten zwar positiv, aber im Vergleich zu den Frühindikatoren eher verhalten. Allerdings wäre es ein Fehler zu glauben, dass die Wahl Trumps zum US-Präsidenten den Aufschwung bei den Frühindikatoren erst ausgelöst hat. Wir können vergleichsweise eindeutig herleiten, dass dem nicht so ist, denn seit 2013 hinterlegen wir eine große Anzahl an konjunkturrelevanten Zahlen in Echtzeit in unserer Datenbank und können somit aufgrund der vielen verwendeten Informationen tatsächlich fast auf Tagesbasis die Konjunkturdynamik verschiedener Länder und Regionen beschreiben.

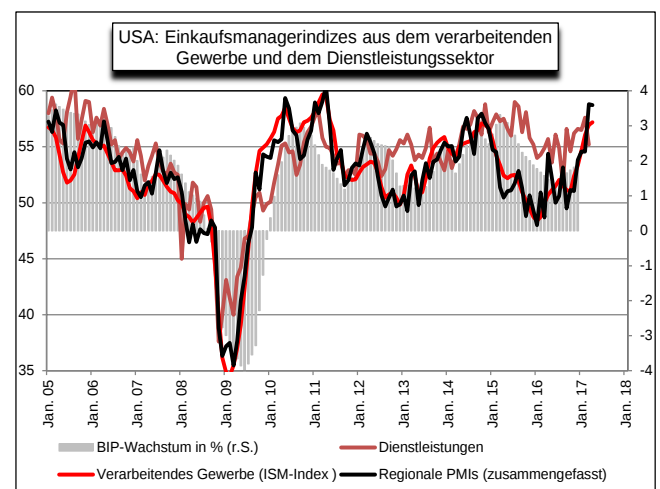
Zwar rauschen diese Daten ein wenig, und man darf angesichts der Natur dieser Zeitreihen nicht erwarten, dass diese einer Sinuskurve gleichen, aber Wendepunkte sind mit diesem Ansatz sehr gut auszumachen. Unsere Modelle legen nahe, dass der konjunkturelle Wendepunkt in den USA schon im Frühjahr 2016 stattgefunden hat, wobei – wie im Lehrbuch – zunächst die Frühindikatoren und etwas später die realwirtschaftlichen Daten den Tiefpunkt durchschritten haben. Seit etwa einem Jahr verbessert sich nun die Realwirtschaft in den USA moderat, aber vergleichsweise kontinuierlich, und dieser Trend wurde durch die Trump-Wahl weder positiv noch negativ beeinflusst. Vermutlich steht der deutliche Anstieg der Frühindikatoren nach der Wahl aber tatsächlich in einem kausalen Zusammenhang mit der Wahl Trumps – ob sich diese massive Verbesserung in der Stimmung aber letztlich in vollem Umfang in der Realwirtschaft niederschlägt, ist noch nicht absehbar.



Aber selbst wenn dem nicht so ist, ist unseres Erachtens trotzdem ein positiver Ausblick auf die kommenden Quartale gerechtfertigt. Das von der regionalen Notenbank in Atlanta entwickelte BIP-Prognosemodell, das auf einer Vielzahl von aktuellen Wirtschaftsdaten beruht, lässt für das erste Quartal 2017 nur eine Wachstumsrate von 0,6 Prozent erwarten. Viele Ökonomen befürchten deshalb,

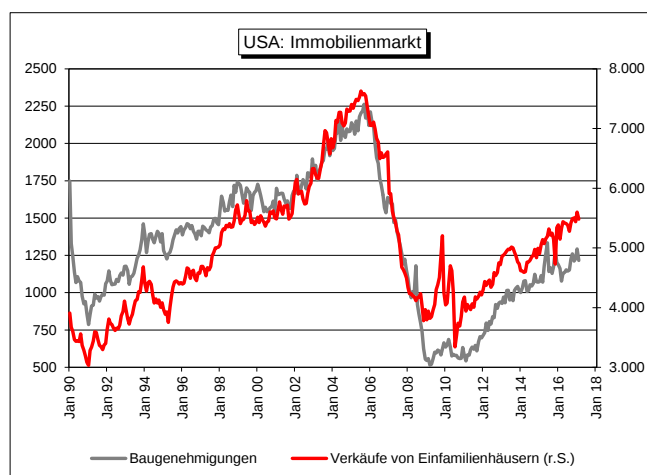
dass es sich bei der aktuellen Entwicklung nur um eine Art Erwartungsblase handeln könnte, aus der unweigerlich Luft entweichen muss. Allerdings sind die Ergebnisse des Atlanta-Fed-Modells in den letzten Monaten mehrfach deutlich revidiert worden, was die Konfidenz in die Prognosegüte nicht gerade bestärkt hat. Ein alternatives Modell der New Yorker Fed, das im Unterschied zu dem der Atlanta Fed neben reinen realwirtschaftlichen auch Stimmungsindikatoren einbezieht, prognostiziert dagegen eine Wachstumsrate von 2,8 Prozent für die ersten drei Monate des Jahres 2017.

Kurzfristige Abweichungen zwischen Frühindikatoren und realen Konjunkturdaten hat es zudem auch in der Vergangenheit schon häufig gegeben, allerdings nähern sich beide Datenreihen recht schnell aneinander an. Wir haben diverse Regressionsgleichungen zwischen dem BIP-Wachstum und verschiedensten Frühindikatoren berechnet, die alle ein reales Wirtschaftswachstum von knapp drei Prozent im ersten Quartal erwarten lassen. Kommt es in den nächsten Wochen nicht zu einer deutlichen Korrektur bei den vorlaufenden Indikatoren (Einkaufsmanagerindizes, Konsumentenvertrauen, Leading Indicator, etc.), dürfte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal also kräftig erholen. Wir plädieren an dieser Stelle auch dafür, die in Washington teilweise zu beobachtende „Reality Show“ der Regierung nicht zu ernst zu nehmen. In den kommenden Monaten wird es sicher noch die eine oder andere Überraschung geben, während Trump sich langsam daran gewöhnt, in die Rolle eines Präsidenten hineinzuwachsen. Am Ende aber zählen Fakten und keine Showeffekte. Und selbst wenn beispielsweise von Infrastrukturprojekten positive Nachfrageeffekte ausgehen mögen, so werden diese teilweise auch wieder durch negative Nachfrageeffekte kompensiert, die sich aus geplanten Einschnitten im Sozialsystem ergeben. Bis hier wirklich eine klare Richtung zu erkennen ist, dürfte noch einige Zeit vergehen; so ist man als Anleger gut beraten, sich nicht zu sehr von den politischen Nachrichten irritieren zu lassen und einfach auf die Zahlen zu schauen – und die sind nach wie vor gut.



Ähnlich wie bei den Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe, im Dienstleistungssektor und bei den Verbrauchern hat sich auch im Immobiliensektor die Stimmungslage in

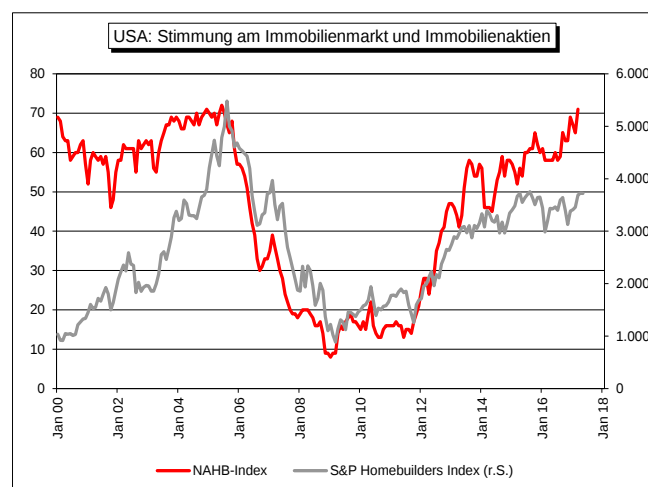
den vergangenen Monaten weiter verbessert. Der NAHB-Index, der monatlich gemeinsam von der National Association of Home Builders und Wells Fargo ermittelt wird und auf einer Umfrage von etwa 400 Bauunternehmen beruht, erreichte im März mit 71 Punkten das höchste Niveau seit Juni 2005. Der Index ist so konstruiert, dass sich bei 50 Punkten Optimisten und Pessimisten die Waage halten. Seinen historischen Höchststand verzeichnete der Index mit 78 Punkten im Dezember 1998, seinen Tiefstand mit acht Punkten im Januar 2009. Den Kollaps des amerikanischen Immobilienmarktes hat der Indikator treffsicher und auch frühzeitig angezeigt; schon im Mai 2006 fiel er unter die 50-Punkte-Marke, im Laufe des Jahres 2007, als die meisten Anleger noch nichts von der drohenden Subprime-Krise ahnten, lag er die meiste Zeit nur zwischen 20 und 30 Punkten. Die derzeitige Botschaft des Indikators ist von daher klar und eindeutig: Obwohl der Aufschwung am US-Immobilienmarkt nach der schweren Krise der Jahre 2008 bis 2011, als die Preise aus der Spitze heraus um teilweise rund 40 Prozent einbrachen (in Städten wie Detroit, Las Vegas, Miami oder Phoenix fiel der Rückgang sogar noch stärker aus), schon vergleichsweise lange anhält, ist ein Ende der positiven Entwicklung noch nicht in Sicht.



Auch wenn die Immobilienpreise in den vergangenen vier Jahren wieder kräftig gestiegen sind, kann noch nicht von einer sich neu bildenden Blase gesprochen werden. Gemessen am S&P Case-Shiller-Wohnimmobilienpreisindex liegen die Preise immer noch um fast zehn Prozent unter dem Höchststand des Sommers 2006. Die (annualisierte) Zahl der verkauften neuen Einfamilienhäuser hat sich zwar im Vergleich zum Tiefpunkt im Februar 2011 gut verdoppelt, dennoch liegt der Wert mit zuletzt 592.000 Einheiten weit unter dem Rekordwert von fast 1,4 Millionen neuen Häusern, der im Sommer 2005 erzielt wurde. Ähnlich sieht es bei den Verkaufszahlen existierender Häuser aus, auch hier liegt der aktuelle Wert immer noch mehr als 20 Prozent tiefer als es 2005 der Fall war. Die immer noch niedrigen Verkaufszahlen dürften auch der Grund dafür sein, dass sich die Baugenehmigungen nur langsam erholen. Alles in allem sind die Immobilienmarktaktivitäten in den USA im Moment also bestenfalls als durchschnittlich zu bewerten. Dies wird auch daran deutlich, dass der Anteil der Bauinvestitionen am US-BIP immer noch weniger als vier Prozent ausmacht, während der langjährige Mittelwert (seit 1950) bei rund fünf Prozent liegt.

Der wesentlichste Unterschied im Vergleich zur Immobilienblase von damals besteht aber vor allem in der Verschuldungssituation der Privathaushalte. Diese hatten sich in der Erwartung immer weiter steigender Immobilienpreise und anhaltend niedriger Zinsen bis ins Jahr 2008 mit Hypothekenkrediten geradezu vollgesogen. Das ausstehende Kreditvolumen belief sich in der Spitze auf mehr als zehn Billionen US-Dollar, ein Großteil dieser Kredite war darüber hinaus variabel verzinst, und ein nicht unwesentlicher Anteil war an Personen mit geringem Einkommen und geringer Kreditqualität vergeben: die sogenannten Subprime-Kredite. Nachdem die restriktivere Geldpolitik der US-Notenbank – der US-Leitzins wurde von Sommer 2004 bis Sommer 2006 von 1,0 auf 5,25 Prozent erhöht – zu einem starken Anstieg der variablen Hypothekenzinsen geführt hatte (demgegenüber blieb der Festzinssatz für 30-jährige Hypothekenkredite in diesem Zeitraum so gut wie unverändert), platzte die Blase. Die Zahl der Zwangsvollstreckungen verdreifachte sich auf 4,6 Prozent (heute: 1,5 Prozent), die Zahl der Zahlungsrückstände verdoppelte sich auf 10 Prozent zu (heute: 4,8 Prozent).

Der Schock der Krise sitzt bei den US-Amerikanern immer noch tief, denn das absolute Volumen der Hypothekenkredite ist in den letzten Jahren nur geringfügig angestiegen. Gemessen am verfügbaren Einkommen ist die Immobilienverschuldung in den letzten Jahren sogar von 100 auf knapp 70 Prozent gesunken. Dies ist aus unserer Sicht der wichtigste Grund davon auszugehen, dass sich der Aufschwung am US-Immobilienmarkt noch eine Zeit lang fortsetzen wird. Anleger, die auf diese Entwicklung setzen wollen, können dies entweder über ein Direktengagement mit US-amerikanischen Immobilien tun oder in dem sie auf Aktien US-amerikanischer Bauunternehmen setzen. So hat sich beispielsweise der S&P Homebuilders Index in den vergangenen zwei Jahren trotz der verbesserten fundamentalen Rahmenbedingungen am US-Häusermarkt kaum bewegt. Hier dürfte von daher noch einiges Kurspotenzial vorhanden sein.



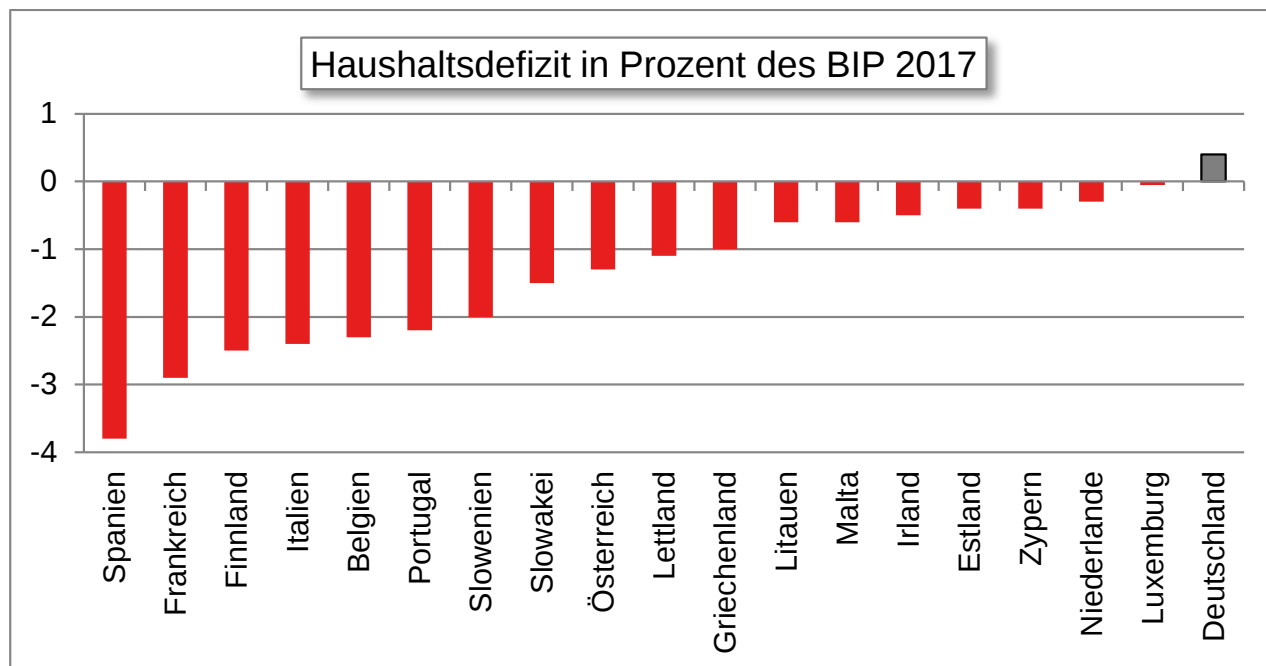
Gleiches gilt auch für US-Reits und in besonderem Maße für Reits in konjunktursensiblen Nutzungsarten, die in der Vergangenheit in besonderem Maße von Aufschwungphasen profitieren konnten. Wie man es auch dreht und wendet: Als Investor kommt man an den USA derzeit kaum vorbei, Trump hin oder her.

Wochenausblick für die Zeit vom 18. April bis 21. April 2017

	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,3%	0,4%	0,7%	0,2%	0,0%		20. April
D: Produzentenpreise, y/y	0,1%	1,0%	2,4%	3,1%	3,1%		20. April
D: Einkaufsmanagerindex verarb. Gewerbe	54,3	55,6	56,4	56,8	58,3	57,4	21. April
D: Einkaufsmanagerindex Dienstleistungen	55,1	54,3	53,4	54,4	55,6	55,2	21. April
E-19: Konsumentenpreise, m/m	-0,1%	0,5%	-0,8%	0,4%	0,8%		19. April
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,6%	1,1%	1,8%	2,0%	1,5%		19. April
E-19: Kerninflationsrate, m/m	-0,1%	0,4%	-1,4%	0,3%	1,2%		19. April
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%		19. April
E-19: Einkaufsmanagerindex verarb. Gewerbe	53,7	54,9	55,2	55,4	56,2	55,6	21. April
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstleistungen	53,8	53,7	53,7	55,5	56,0	55,5	21. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Nettoneuverschuldung im Euroraum



Auf den ersten Blick scheint die geplante Nettoneuverschuldung der meisten Länder im Euroraum für das Jahr 2017 nicht übertrieben hoch. Der Durchschnitt liegt bei „nur“ 1,5% des BIPs, und einzig Spanien scheint das Maastricht-Kriterium der maximalen Nettoneuverschuldung von drei Prozent zu überschreiten, während Frankreich mit etwas Glück knapp unter dieser Grenze bleiben könnte. Leider ist die Lage auf den zweiten Blick nicht ganz so entspannt und unproblematisch, wie sie zunächst erscheint. Denn die Drei-Prozent-Grenze aus dem Maastrichter Vertrag macht erst Sinn in Kombination mit einer maximalen Verschuldung von 60% relativ zum BIP und einem nominalen jährlichen BIP-Wachstum von ca. 5%. Denn nur dann ist sichergestellt, dass

die Verschuldung langfristig in etwa auf dem Niveau von 60% zum BIP verbleibt. Heute sieht die Lage jedoch anders aus. Die durchschnittliche Verschuldung der Euro-Staaten liegt aktuell bei knapp 91% des BIP, und das zu erwartende nominale BIP-Wachstum dürfte in den kommenden Jahren im Durchschnitt eher bei allenfalls drei Prozent liegen. Bei diesen Rahmendaten ist eine Nettoneuverschuldung von über zwei Prozent zwar noch keine Katastrophe, aber tendenziell immer noch zu hoch. Das ist auch der Grund, warum die EZB bemüht ist, die Zinsen langfristig niedrig zu halten, denn bei einem sehr niedrigen zu zahlenden Coupon auf die ausstehenden Schulden wären letztlich sogar unsolide Verschuldungsniveaus refinanzierbar – Japan lässt grüßen.

	Stand	Veränderung zum			
	12.04.2017 17:28	05.04.2017 -1 Woche	10.03.2017 -1 Monat	11.01.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20601	-0,2%	-1,4%	3,2%	4,2%
S&P 500	2347	-0,2%	-1,1%	3,2%	4,8%
Nasdaq	5867	0,0%	0,1%	5,4%	9,0%
DAX	12162	-0,5%	1,7%	4,4%	5,9%
MDAX	24288	1,2%	4,1%	8,6%	9,5%
TecDAX	2021	-1,0%	2,7%	9,4%	11,6%
EuroStoxx 50	3470	-0,1%	1,6%	4,9%	5,4%
Stoxx 50	3165	0,3%	2,0%	4,0%	5,1%
SMI (Swiss Market Index)	8663	0,3%	-0,1%	2,8%	5,4%
FTSE 100	7352	0,3%	0,1%	0,8%	2,9%
Nikkei 225	18748	-0,6%	-4,4%	-3,2%	-1,9%
Brasilien BOVESPA	63979	-1,2%	-1,1%	2,5%	6,2%
Russland RTS	1078	-6,5%	2,1%	-6,7%	-6,4%
Indien BSE 30	29643	-1,1%	2,4%	9,2%	11,3%
China Shanghai Composite	3274	0,1%	1,9%	4,4%	5,5%
MSCI Welt (in €)	1848	0,7%	0,0%	2,8%	4,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	954	-1,0%	3,0%	6,5%	9,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,26	86	425	-22	-89
Bobl-Future	132,59	31	140	-82	-104
Schatz-Future	112,48	10	20	23	19
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-1	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,29	-1	-9	0	0
3 Monats \$ Libor	1,16	0	3	13	16
Fed Funds Future, Dez 2017	1,21	-3	-6	10	0
10-jährige US Treasuries	2,29	-7	-29	-9	-16
10-jährige Bunds	0,21	-5	-29	5	10
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	-4	-5	-4	-3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,17	5	-14	8	3
US Treas 10Y Performance	576,94	0,6%	2,4%	0,7%	1,3%
Bund 10Y Performance	617,58	0,5%	2,8%	1,2%	0,8%
REX Performance Index	486,80	0,3%	0,8%	0,7%	0,3%
IBOXX AA, €	0,62	-5	-22	-12	-6
IBOXX BBB, €	1,40	-4	-22	-14	-10
ML US High Yield	6,15	-1	-14	-13	-30
JPM EMBI+, Index	806	0,2%	2,0%	3,6%	4,4%
Wandelanleihen Exane 25	7071	0,0%	1,4%	1,7%	2,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	418,91	0,5%	0,6%	-2,1%	-0,4%
MG Base Metal Index	299,09	-1,8%	0,9%	2,7%	6,9%
Rohöl Brent	55,99	2,9%	7,9%	1,6%	-1,3%
Gold	1274,45	2,1%	6,2%	8,0%	10,1%
Silber	18,27	0,2%	7,9%	9,8%	13,8%
Aluminium	1905,25	-2,2%	2,0%	8,1%	11,8%
Kupfer	5739,75	-2,1%	0,4%	0,9%	3,9%
Eisenerz	73,50	-8,7%	-14,5%	-7,5%	-8,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1262	3,2%	16,2%	41,2%	31,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0616	-0,6%	0,1%	1,1%	0,7%
EUR/ GBP	0,8487	-0,7%	-3,1%	-2,2%	-0,6%
EUR/ JPY	116,29	-1,9%	-5,0%	-4,8%	-5,8%
EUR/ CHF	1,0670	-0,4%	-0,7%	-0,5%	-0,6%
USD/ CNY	6,8879	-0,1%	-0,3%	-0,7%	-0,9%
USD/ JPY	109,62	-1,0%	-4,5%	-5,0%	-6,2%
USD/ GBP	0,7997	-0,2%	-2,7%	-3,5%	-1,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.