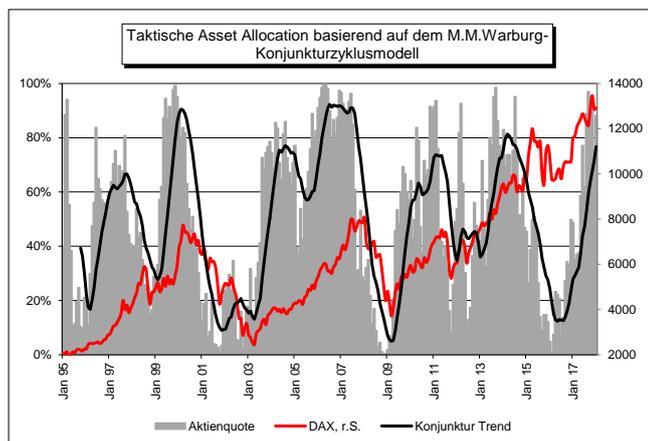


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Aktienmärkte: Korrektur, aber kein dauerhafter Einbruch

Anfang der Woche ist es an den US-Börsen zu einem massiven Kurseinbruch gekommen. Der Dow Jones verzeichnete am Montag zwischenzeitlich einen Rückgang von fast 1.600 Punkten und beendete den Tag mit einem Minus von 4,6 Prozent. Dies war der größte Tagesverlust seit August 2011. Auch die anderen US-Indizes gerieten stark unter die Räder und rissen weitere Börsenplätze mit in die Tiefe. Die positive Kursentwicklung der ersten Handelswochen fand damit ein jähes Ende.

Paradoxerweise findet diese Korrektur zu einem Zeitpunkt statt, in dem die globalen Konjunkturdaten so stark sind wie seit langem nicht mehr. Die US-Wirtschaft wächst mit rund drei Prozent, die Eurozone mit einer Rate von 2,5 Prozent, Japan mit zwei Prozent, und auch in fast allen Schwellenländern haben sich die Wirtschaftsdaten zuletzt kontinuierlich verbessert. Unser Warburg-Konjunkturzyklusmodell liegt bei Werten von über 90 Prozent und signalisiert damit, dass die Voraussetzungen für höhere Aktienkurse weiterhin gegeben sind. Mit anderen Worten: Die Börsenampel steht immer noch auf grün. Die derzeitige Kursschwäche hat unseres Erachtens nach somit nichts mit den fundamentalen Rahmendaten zu tun. Auch auf der Unternehmensseite sieht es gut aus. So ist der bisherige Verlauf der Berichtssaison in den USA mehr als zufriedenstellend: 80 Prozent der berichtenden Unternehmen haben sowohl die Gewinn- als auch die Umsatzerwartungen übertraffen.



Die auf den ersten Blick plausibelste Erklärung für die aktuelle Kursentwicklung liefert die Sorge der Anleger vor einer Rückkehr der Inflation. Dies könnte die Notenbanken, insbesondere die US Federal Reserve, zu einer restriktiveren Geldpolitik zwingen als bislang angenommen. So begann der Ausverkauf am vergangenen Freitag nach einem guten US-Arbeitsmarktbericht, der einen stärker als erwarteten Anstieg der Stundenlöhne zeigte. Diese lagen im Januar um 2,9 Prozent über ihrem Vorjahreswert. Dies bedeutet allerdings nicht, dass daraus automatisch ein stärkerer Preisauftrieb resultiert. Der wäre vor allem dann zu erwarten, wenn die verfügbaren Einkommen der Verbraucher nachhaltig ansteigen würden, da in diesem Fall –

theoretisch – die Güternachfrage das Angebot übersteigen könnte. Im Januar sind zwar die Stundenlöhne gestiegen, die Zahl der gearbeiteten Wochenstunden ist jedoch gesunken, sodass sich in den Portemonnaies der Verbraucher insgesamt nur wenig tun dürfte. Da der stärkere Anstieg der Stundenlöhne bislang nur in einigen wenigen Branchen zu beobachten ist, halten wir die Inflationssorgen für übertrieben.

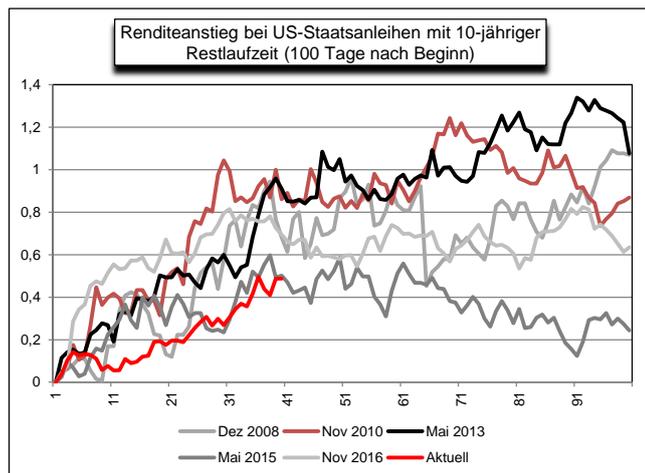
USA: Durchschnittliche Stundenlöhne gegenüber Vorjahr				
	Jan 15	Jan 16	Jan 17	Jan 18
TOTAL PRIVATE, sa.	2,2%	2,5%	2,4%	2,9%
TOTAL PRIVATE, nsa.	2,2%	2,5%	3,2%	2,2%
GOODS-PRODUCING	1,7%	2,4%	2,8%	2,3%
MINING & LOGGING	0,1%	4,2%	1,4%	0,3%
CONSTRUCTION	2,5%	2,1%	3,2%	2,9%
MANUFACTURING	1,3%	2,6%	2,7%	1,9%
DURABLE GOODS	0,8%	2,5%	2,3%	1,8%
NONDURABLE GOODS	2,2%	2,7%	3,9%	2,0%
PRIVATE SERVICE-PROVIDING	2,3%	2,6%	2,3%	3,0%
TRADE, TRANSPORT & UTILS	2,0%	2,1%	2,3%	2,3%
WHOLESALE TRADE	1,4%	2,4%	3,2%	0,9%
RETAIL TRADE	3,5%	2,2%	1,5%	2,2%
TRANSPORT & WAREHOUSING	0,4%	1,3%	2,0%	3,2%
UTILITIES	1,3%	4,9%	3,0%	1,9%
INFORMATION	3,4%	4,4%	4,1%	3,7%
FINANCIAL ACTIVITIES	2,5%	3,1%	1,7%	4,2%
PROF & BUSINESS SERVICES	2,8%	2,7%	2,3%	3,0%
EDUCATION & HEALTH SERV	1,7%	2,2%	1,7%	3,0%
LEISURE & HOSPITALITY	3,4%	3,1%	4,3%	3,3%
OTHER SERVICES	2,0%	2,7%	3,2%	3,1%
Mittelwert	2,0%	2,8%	2,7%	2,5%
Median	2,0%	2,6%	2,5%	2,6%

Zudem ist der Zusammenhang zwischen der Lohnentwicklung und der Inflationsrate in den USA in den vergangenen Jahren nicht besonders eng gewesen. Der für die US-Notenbank entscheidende Inflationsindikator, die Jahresveränderungsrate des Personal Consumption Expenditure (PCE) Index, lag im Dezember 2017 bei 1,7 Prozent. Die sogenannte Kernrate (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) betrug sogar nur 1,5 Prozent. Bei über zwei Prozent lag diese Inflationsgröße zuletzt im Jahr 2012, Werte von mehr als drei Prozent wurden zuletzt vor 25 Jahren erreicht. Auch die Vermutung, dass die gute globale Konjunktursituation zwangsläufig zu höheren Inflationsraten führen muss, lässt sich im Moment nicht belegen. So ist die durchschnittliche Inflationsrate von fast 70 Ländern seit dem Frühjahr 2017 von 2,9 Prozent auf zuletzt 2,5 Prozent gesunken. Auch in den USA zeigen die verschiedenen Preisstatistiken einen Rückgang der Inflation seit dem vergangenen Frühjahr.

Dennoch ist die Rendite für 10-jährige US-Treasuries seit Mitte Dezember 2017 von 2,35 auf 2,85 Prozent angestiegen. Auch andere Staatsanleihen verzeichneten in diesem Zeitraum Kursverluste, so ist beispielsweise die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen von 0,30 auf fast 0,80 Prozent angestiegen. Diese Entwicklung könnte die Annahme widerspiegeln, dass sich die Zeit der global expansiven Geldpolitik langsam ihrem Ende nähert. Für die USA erwarten einige Marktteilnehmer mittlerweile, dass die Fed die Zinsen nicht nur – wie angekündigt – drei Mal in diesem Jahr erhöhen wird, sondern vielleicht sogar vier Mal. Der Blick auf die Fed Funds Futures zeigt allerdings auch, dass dies keineswegs die Mehrheitsmeinung des Marktes ist und sich

die Einschätzungen zuletzt kaum verändert haben: fast 50 Prozent der Marktteilnehmer rechnen mit weniger als drei Zinserhöhungen, gut 30 Prozent erwarten drei Zinsschritte, und weniger als 20 Prozent gehen von mehr als drei Zinserhöhungen aus.

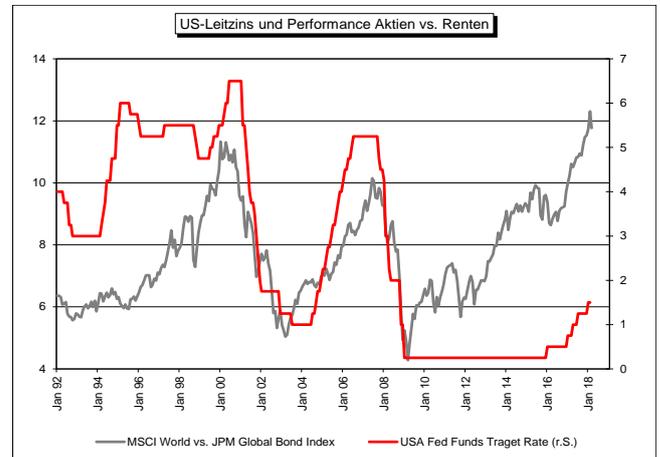
Wirft man einen Blick auf den US-amerikanischen Rentenmarkt, so zeigt sich, dass es seit dem Jahr 2000 in fast jedem Jahr Phasen gegeben hat, in denen die Renditen innerhalb einer relativ kurzen Zeitspanne von 60 Handelstagen um 40 Basispunkte oder mehr angestiegen sind. Nur in den Jahren 2000, 2008, und 2014 war eine solche Entwicklung nicht zu beobachten. Unsere Untersuchungen zeigen zudem, dass es seit dem Jahr 2008 fünf Phasen gab, in denen die Renditen über mehrere Wochen hinweg besonders deutlich angestiegen sind. Dies war zum Beispiel nach dem Beginn der QE-Programme in den USA in den Jahren 2009 und 2011 der Fall oder auch im Mai 2013, nachdem Ben Bernanke das sogenannten „Taper Tantrum“ verursachte. Im Mai 2015 stiegen die Renditen vor allem in der Eurozone kräftig an, nachdem China einen Teil seiner Anleihenbestände veräußerte. Und schließlich kam es nach der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten zu steigenden Renditen.



Im Durchschnitt stieg die Rendite für 10-jährige US-Treasuries während dieser fünf Phasen um gut 100 Basispunkte, die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen legte um rund 70 Basispunkte zu. Und wie reagierten die Aktienmärkte auf die steigenden Renditen? Sowohl der DAX als auch der S&P 500 legten im Durchschnitt dieser Zeiträume um rund sechs Prozent zu. Eine Ausnahme stellt der Renditeanstieg aus dem Jahr 2015 dar: Der DAX verlor in den ersten 100 Tagen nach dem Beginn des Ausverkaufs am Rentenmarkt gut fünf Prozent an Wert. Das lag aber vor allem an zwei exogenen Schocks, die zu einer Verschlechterung der fundamentalen Rahmenbedingungen führten: zum einen an der Abwertung der chinesischen Währung, zum anderen am VW-Dieselskandal.

Die „im Normalfall“ positive Reaktion des Aktienmarktes auf steigende Zinsen ist wenig verwunderlich, schließlich sind steigende Renditen fast immer auf ein verbessertes wirtschaftliches Umfeld zurückzuführen. Statt Angst vor einer weniger expansiven Geldpolitik zu haben, sollte man sich eigentlich darüber freuen. Denn dies ist ein Signal dafür, dass die Weltwirtschaft langsam zur Normalität

zurückkehrt. Da der ein oder andere aber vielleicht schon gar nicht mehr weiß, wodurch sich diese Normalität auszeichnet, mag diese Übergangphase der Geldpolitik holprig verlaufen. Schließlich neigen Aktienmärkte zum Überschießen, und mancher Anleger lässt sich mehr von Angst und Gier leiten als von kühler Ratio.



Zur Beruhigung der Heißsporne am Aktienmarkt lässt sich aber sagen, dass der Prozess der Normalisierung der Geldpolitik sehr behutsam vonstatten gehen wird. Der neue Fed-Präsidenten Jerome Powell wird keine grundsätzlich andere Geldpolitik betreiben als seine Vorgängerin Janet Yellen. Und weder in der Eurozone, noch in Japan ist eine schnelle Abkehr von der Politik der quantitativen Lockerung in Sicht – und dies wäre eine notwendige Voraussetzung dafür, dass auch diese Notenbanken die Zinsen erhöhen. Der Gouverneur der Bank of Japan, Haruhiko Kuroda, hat in dieser Woche nochmals betont, dass es viel zu früh sei, über eine Abkehr von der lockeren Geldpolitik nachzudenken. Schließlich läge die Inflationsrate mit weniger als einem Prozent immer noch deutlich unter der Zielmarke von zwei Prozent. Ähnlich klingt es bei der Europäischen Zentralbank. Deren Chefvolkswirt Peter Praet hat heute nochmals betont, dass die derzeitige Unsicherheit für den Inflationsausblick noch viel zu hoch sei, um weitere Anpassungen an der Geldpolitik vorzunehmen.

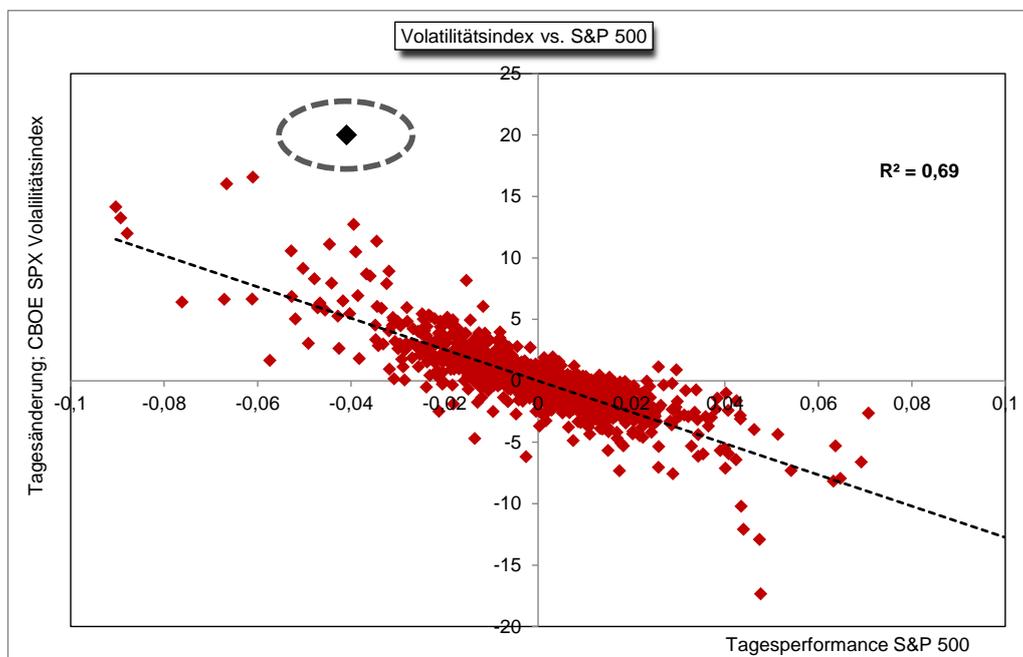
Alles in allem erscheint uns die aktuelle Korrektur nicht der Vorbote einer länger anhaltenden Abwärtsphase zu sein. Da der S&P 500 mittlerweile seit mehr als 15 Monate in Folge nicht mehr gesunken ist, sind es viele Anleger gar nicht mehr gewohnt, dass Kurse auch fallen können, sodass sich die derzeitige Entwicklung ungemütlicher anfühlt als sie es ist. Die lange zu beobachtende rekordniedrige Volatilität (nicht nur am Aktienmarkt, sondern auch in vielen anderen Marktsegmenten) war und ist sicherlich kein Dauerzustand, zumal die Luft für positiv überraschende Konjunkturdaten gefühlt dünner wird. Durch den Kursrutsch der vergangenen Tage ist die Bewertung der Aktienmärkte wieder gesunken. Der S&P 500 ist auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate nun mit einem KGV von 17,4 bewertet, das ist der niedrigste Wert der vergangenen 12 Monate. Das DAX-KGV liegt sogar nur bei 12,6. Die allgemeine Aussage „Aktien sind (zu) teuer geworden“ stimmt so also nicht – das Gegenteil ist der Fall. Auch dies sollte dazu beitragen, dass sich der Ausverkauf nicht weiter fortsetzt.

Wochenausblick für die Zeit vom 12. Januar bis 16. Februar 2018

	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m	0,1%	0,1%	0,0%	0,3%	0,6%	-0,7%	14. Februar
D: Konsumentenpreise, y/y	1,8%	1,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,6%	14. Februar
E-19: Industrieproduktion, m/m	1,5%	-0,5%	0,4%	1,0%	-0,7%		14. Februar
E-19: Industrieproduktion, y/y	3,7%	3,4%	3,9%	3,3%	3,4%		14. Februar
	Q2 17		Q3 17		Q4 17		
D: BIP, q/q – s.a.	0,6%		0,8%		0,5%		14.02.2018
D: BIP, y/y – s.a.	2,3%		2,8%		2,9%		14.02.2018
E-19: BIP, q/q – s.a.	0,7%		0,7%		0,6%		14.02.2018
E-19: BIP, y/y – s.a.	2,4%		2,8%		2,7%		14.02.2018

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Short Squeeze im VIX



Der Kurssturz an den Börsen am Montag war nicht der einzige Aufreger der Woche. Den S&P 500 erwischte es mit einem Minus von 4,1% zwar kräftig. Dies ist jedoch in den letzten zehn Jahren bereits stolze 24 Mal passiert ist, d.h. alle 109 Handelstage. Deutlich heftiger noch traf es den VIX. Der VIX misst die kurzfristig erwartete Volatilität basierend auf Optionen auf den S&P 500. Am Montag verzeichnete der VIX den absolut und prozentual höchsten gemessenen Anstieg seit Beginn der Indexgeschichte. Und das, nachdem sich der VIX in den Wochen zuvor quasi auf historisch niedrigem Niveau befand. Doch was ist der Grund für diesen heftigen Anstieg der Volatilität? Normalerweise erfolgt ein Anstieg der Volatilität dann, wenn es Unsicherheiten über die Bewertung an den Aktienmärkten gibt. In diesem Fall jedoch muss es noch einen anderen Grund für das Ausmaß der Bewegung gegeben haben. Dies zeigt auch unser Chart der Woche. Der Chart zeigt einen eindeutigen linearen Zusammenhang zwischen den täglichen Änderungen des VIX und der Performance des S&P 500. Im

aktuellen Fall war der Anstieg der Volatilität jedoch wesentlich ausgeprägter als es zuvor mit Kursverlusten des S&P hätte erklärt werden können. Das bedeutet also, dass der VIX ein gewisses Eigenleben geführt haben muss. Vieles spricht dafür, dass die Ursache ein sogenannter „Short Squeeze“ war. Dieser wird dadurch verursacht, dass Akteure, die Volatilität verkauft haben und damit auf einen Rückgang der Volatilität setzen, durch einen Anstieg der Volatilität dazu gezwungen wurden, ihre Positionen einzudecken. Im Falle einiger ETNs (Exchange Traded Notes), die über Futures Volatilität verkauft haben, musste sogar der gesamte Net-Asset-Value ab einer gewissen Verlustschwelle liquidiert werden, was den Anstieg des VIX verstärkte. Das prominenteste Beispiel dafür war der XIV (VelocityShares Daily Inverse VIX Short-Term ETN), bei dem ab einem Tagesverlust von 80% die Option zur Liquidation bestand – welche dann auch ausgeübt wurde. Insgesamt zeigt dies also, dass die Marktverwerfungen eher technischer Natur waren und nicht fundamental.

	Stand 08.02.2018 16:09	Veränderung zum			
		01.02.2018 -1 Woche	05.01.2018 -1 Monat	07.11.2017 -3 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	24802	-5,3%	-2,0%	5,3%	0,3%
S&P 500	2675	-5,2%	-2,5%	3,3%	0,1%
Nasdaq	7052	-4,5%	-1,2%	4,2%	2,2%
DAX	12434	-4,4%	-6,6%	-7,1%	-3,7%
MDAX	25481	-4,1%	-5,7%	-5,4%	-2,7%
TecDAX	2507	-5,0%	-5,1%	-2,0%	-0,9%
EuroStoxx 50	3416	-4,5%	-5,3%	-6,6%	-2,5%
Stoxx 50	3057	-3,9%	-5,4%	-5,2%	-3,8%
SMI (Swiss Market Index)	8911	-4,1%	-6,8%	-3,4%	-5,0%
FTSE 100	7217	-3,6%	-6,6%	-3,9%	-6,1%
Nikkei 225	21891	-6,8%	-7,7%	-4,6%	-3,8%
Brasilien BOVESPA	83182	-2,7%	5,2%	14,9%	8,9%
Russland RTS	1214	-6,1%	-0,5%	5,9%	5,2%
Indien BSE 30	34413	-4,2%	0,8%	3,1%	1,0%
China Shanghai Composite	3262	-5,4%	-3,8%	-4,4%	-1,4%
MSCI Welt (in €)	2101	-3,5%	-4,3%	-3,2%	-2,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1173	-4,5%	-4,0%	-2,5%	-0,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	454	155	-14	146
Bobl-Future	130,19	-33	-147	-178	-142
Schatz-Future	111,81	-3	-14	-49	-16
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,27	0	-2	2	0
3 Monats \$ Libor	1,80	1	10	40	11
Fed Funds Future, Dez 2018	1,29	-76	-64	-39	-1
10-jährige US Treasuries	2,88	11	40	56	47
10-jährige Bunds	0,80	15	36	47	38
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	-2	2	5	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,20	14	36	32	33
US Treas 10Y Performance	561,44	-0,6%	-2,9%	-4,0%	-3,4%
Bund 10Y Performance	596,31	-0,2%	-2,2%	-3,1%	-2,3%
REX Performance Index	475,01	-0,1%	-1,2%	-2,0%	-1,2%
IBOXX AA, €	0,78	2	11	17	10
IBOXX BBB, €	1,32	3	13	26	9
ML US High Yield	6,34	15	28	27	18
JPM EMBI+, Index	823	-1,0%	-1,7%	-0,1%	-1,6%
Wandelanleihen Exane 25	7332	0,0%	-2,0%	-0,9%	-0,9%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	442,03	-0,3%	1,2%	2,7%	2,2%
MG Base Metal Index	359,53	-0,9%	0,1%	3,4%	0,2%
Rohöl Brent	65,24	-5,6%	-3,5%	2,2%	-2,1%
Gold	1313,77	-2,2%	-0,4%	3,1%	0,8%
Silber	16,38	-4,4%	-5,0%	-3,4%	-3,7%
Aluminium	2161,50	-2,8%	-1,2%	2,3%	-4,2%
Kupfer	6836,25	-3,4%	-3,4%	0,6%	-5,1%
Eisenerz	74,49	3,5%	-1,2%	20,9%	4,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1097	-1,5%	-20,0%	-25,7%	-19,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,2264	-1,6%	1,8%	6,1%	2,3%
EUR/ GBP	0,8742	-0,2%	-1,5%	-0,8%	-1,5%
EUR/ JPY	134,28	-1,7%	-1,6%	1,7%	-0,5%
EUR/ CHF	1,1533	-0,6%	-1,9%	-0,2%	-1,4%
USD/ CNY	6,3222	0,4%	-2,6%	-4,8%	-2,8%
USD/ JPY	109,33	-0,1%	-3,3%	-4,1%	-3,0%
USD/ GBP	0,7129	1,5%	-3,3%	-6,3%	-3,6%

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
Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com	Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.