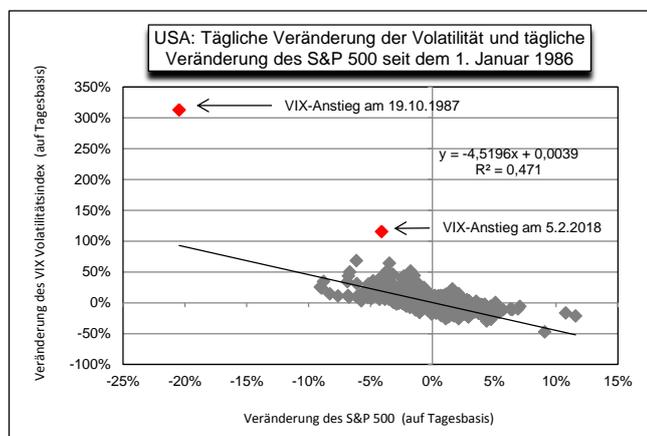


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Mehr Inflation, höhere Zinsen: Viel Lärm um nichts?

Der „Vola-Crash“ vom 5. Februar steckt vielen Anlegern immer noch in den Knochen. Den S&P 500 erwischte es mit einem Minus von 4,1% zwar kräftig, doch ist dieser Kursverlust im historischen Vergleich nicht rekordverdächtig. Deutlich heftiger traf es dagegen den Volatilitätsindex VIX. Dieser verzeichnete an diesem Tag mit 116 Prozent den prozentual zweithöchsten Anstieg der Indexgeschichte. Noch stärker stieg die Volatilität bislang nur am „Schwarzen Montag“, dem 19. Oktober 1987, an. Der Vorgänger des heutigen VIX legte an diesem Tag um mehr als 300 Prozent zu, und beim S&P 500 kam es mit einem Kursrückgang von 21 Prozent an diesem Tag zu einem wahren Crash. Seit 30 Jahren besteht ein enger Zusammenhang zwischen dem Aktienindex S&P 500 und dem Volatilitätsindex VIX: Steigt der VIX um 1 Prozent an, sinkt der S&P 500 im Durchschnitt um rund 0,25 Prozent und umgekehrt. Am 5. Februar dieses Jahres bestand dieser enge Zusammenhang jedoch nicht. Entweder hätte der S&P 500 bei einem Volatilitätsanstieg von 115 Prozent um mehr als 25 Prozent nachgeben müssen, oder die Volatilität hätte bei einem Rückgang des S&P 500 von gut 4 Prozent um nicht einmal 20 Prozent ansteigen dürfen. Dies zeigt aus unserer Sicht, dass die Marktverwerfungen in erster Linie technischer Natur waren und nicht fundamental zu begründen sind.



Sucht man dennoch fundamentale Gründe für den Kurssturz, wird immer wieder das Thema Inflation und die damit verbundene Angst vor steigenden Zinsen genannt. Insbesondere in den USA nimmt die Sorge vor höheren Preissteigerungsraten zu. Dies liegt zum einen an der guten Konjunktur, die, so die Befürchtung, durch die beschlossenen Steuersenkungen und höheren Staatsausgaben möglicherweise überhitzen könnte und zum anderen an der niedrigen Arbeitslosigkeit, die möglicherweise zu höheren Lohnabschlüssen führt. Könnten die Unternehmen ihre höheren Kosten auf die Preise überwälzen, entstünde mehr Inflation. Auch die US-Notenbank beschäftigt sich mit diesen beiden Themen, wie das gerade veröffentlichte Protokoll der FOMC-Sitzung von Ende Januar zeigt. Nachdem die Notenbank im Dezember 2017 ihre Wachstumsprognose

für das reale Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr von 2,1 auf 2,5 Prozent angehoben hatte, wurde nun signalisiert, dass man aufgrund der Steuersenkungen sowie des starken globalen Wirtschaftswachstums bei einem gleichzeitig schwächeren US-Dollar die Wachstumsaussichten noch etwas positiver beurteilt. Zudem wurde die Inflationsprognose etwas angehoben, wobei die für die Notenbank entscheidende Inflationsgröße erst im Jahr 2020 die Marke von zwei Prozent erreichen dürfte. Konkrete Zahlen wurden aber nicht genannt, hier wird man sich noch bis zur nächsten Fed-Sitzung am 20. und 21. März gedulden müssen. Alles in allem sprechen die Rahmenbedingungen also dafür, dass die US-Notenbank die Zinsen in diesem Jahr weiter graduell erhöhen wird.

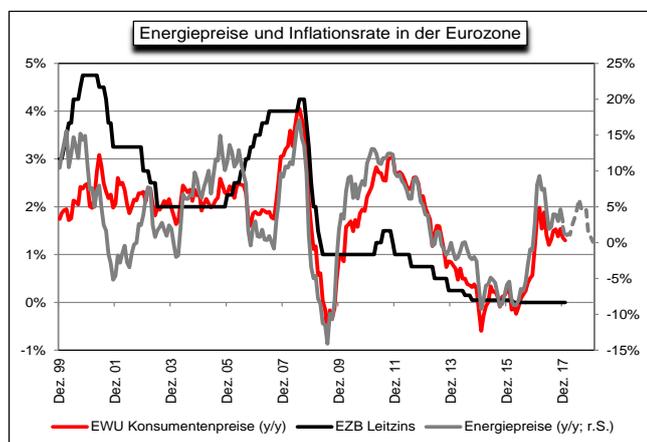
Doch genau hier beginnt der Kampf der Worte, denn was genau bedeutet „graduell“? Bislang hat die Zentralbank für das Jahr 2018 drei Zinserhöhungen in Aussicht gestellt. Einige Marktteilnehmer befürchteten aber nach den jüngsten Daten, dass die Zinsen in diesem Jahr sogar vier Mal erhöht werden könnten. Wir selbst finden allerdings im Sitzungsprotokoll hierfür keine Hinweise. Der letzte „Dot Plot“ aus dem Dezember, der zeigt, wo die einzelnen FOMC-Mitglieder im Laufe der nächsten Jahre den Leitzins erwarten, spricht eine klare Sprache: Von den 16 Befragten hielten 12 maximal drei Zinserhöhungen für wahrscheinlich, drei Teilnehmer gingen von vier und einer sogar von fünf Zinserhöhungen aus. Auf der nächsten FOMC-Sitzung müssten also mindestens vier Notenbankler ihre Zinsmeinung nach oben anpassen. Ein Blick auf die Veränderungen in früheren „Dot Plots“ zeigt aber, dass so deutliche Anpassungen von Sitzung zu Sitzung unwahrscheinlich sind. Von daher gehen wir davon aus, dass sich auch im März eine Mehrheit der FOMC-Teilnehmer für drei Zinserhöhungen aussprechen wird. Der Blick auf die Fed Funds Futures zeigt, dass dies auch der Mehrheitsmeinung des Marktes entspricht: gut 35 Prozent der Marktteilnehmer rechnen derzeit mit weniger als drei Zinserhöhungen, knapp 40 Prozent erwarten drei Zinsschritte, und rund 25 Prozent gehen von mehr als drei Zinserhöhungen aus.

Eine Veränderung der geldpolitischen Einschätzung wäre nur dann zu erwarten, wenn die Fed eine deutliche Beschleunigung des Preisauftriebs erwarten würde. Davon gehen wir aber nicht aus. Zwar sind im Januar die durchschnittlichen Stundenlöhne im Vergleich zum Vorjahr um 2,9 Prozent und damit so stark wie zuletzt im Sommer 2009 angestiegen. Gleichzeitig ist die Zahl der gearbeiteten Wochenstunden jedoch gesunken, sodass in den Portemonnaies der meisten Verbraucher im Januar sogar weniger Geld als im Vormonat angekommen ist. Ein von höheren Lohnkosten ausgelöster allgemeiner Preisanstieg wäre aber nur dann zu erwarten, wenn die Privathaushalte mehr Geld zur Verfügung hätten, das sie auch ausgeben könnten. Doch ein stärkerer Anstieg der Löhne ist bislang nur in einigen wenigen Branchen zu beobachten. Beispielsweise liegen die Stundenlöhne in der Finanzbranche um 4,2 Prozent und die Wochenlöhne sogar um 5,0 Prozent über ihrem Vorjahreswert, wobei der Anteil dieser Branche mit knapp sechs

Prozent an der gesamten Beschäftigung nicht sonderlich groß ist. Dagegen sind die Stundenlöhne im Einzelhandel, dessen Anteil an der Gesamtbeschäftigung fast elf Prozent beträgt, nur um 2,2 Prozent und die Wochenlöhne sogar nur um 1,2 Prozent höher als vor einem Jahr.

Selbst wenn die Löhne in den USA in den nächsten Monaten stärker steigen würden, muss sich dies nicht zwangsläufig auf die Inflationsrate auswirken. Der Korrelationskoeffizient, der den Zusammenhang zwischen der Jahresveränderungsrate der PCE Inflationsrate, dem für die US-Notenbank entscheidenden Inflationsmaß, und der Jahresveränderungsrate der Wochenlöhne misst, beträgt etwa 0,5. Zudem scheint es so zu sein, dass die Veränderungsrate der Wochenlöhne der Inflationsrate folgt und ihr nicht vorausläuft. Das könnte darauf hindeuten, dass der jüngste Anstieg der Löhne eine nachlaufende Reaktion auf den temporären Preisdruck ist, der zu Beginn des Jahres 2017 zu höheren Inflationsraten beigetragen hat. Da der ölpreisbedingte Anstieg der Konsumentenpreise aber seit dem Frühjahr letzten Jahres wieder nachgelassen hat, könnte sich auch der Anstieg der Löhne in den kommenden Monaten wieder zurückbilden.

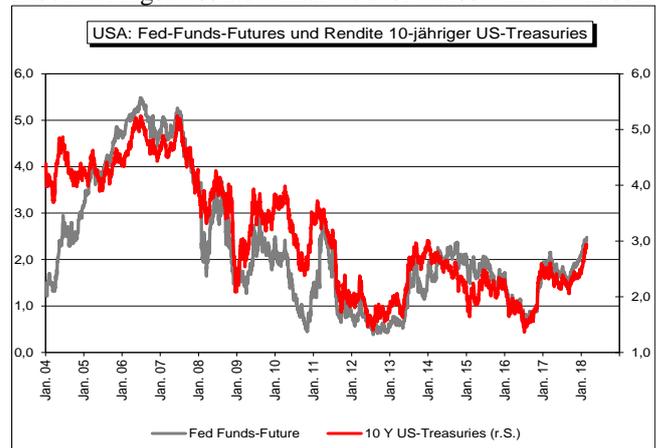
Ähnlich wie die Entwicklung der Stundenlöhne, wurden auch die in der vergangenen Woche veröffentlichten Konsumentenpreise (CPI-Index), die im Januar 2018 um knapp 2,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr angestiegen sind, von einigen als Vorbote für eine weiter zunehmende Inflation gewertet. Dabei entspricht dieser Wert genau dem Durchschnitt der vergangenen 12 Monate. Anfang 2017 lag die Inflationsrate in der Spitze zwischen 2,4 und 2,8 Prozent, ehe sie in den Sommermonaten auf deutlich unter 2 Prozent sank. Der relativ starke monatliche Preisanstieg von gut 0,5 Prozent im Januar 2018 gegenüber Dezember 2017 ist das Ergebnis eines über alle wesentlichen Ausgabenkategorien zu beobachtenden Preisanstiegs, der allerdings durch einige Sonderfaktoren beeinflusst worden zu sein scheint. So hat der Wintersturm „Bomb Cyclone“ zusammen mit dem ohnehin zu beobachtenden Ölpreisanstieg zu deutlich höheren Energiepreisen beigetragen. Und auch der Anstieg der Nahrungsmittelpreise dürfte etwas mit den Wetterkapriolen zu tun haben. Von daher gibt es gute Gründe, die dafür sprechen, dass sich der starke Preisanstieg des letzten Monats nicht fortsetzen wird.



Auch im globalen Kontext ist Inflation kein Thema: In der Eurozone lag die Inflationsrate im Januar 2018 bei 1,3

Prozent; ein noch niedrigerer Wert war zuletzt im Dezember 2016 zu verzeichnen. Die Veränderung der Preissteigerungsrate ist in den vergangenen zehn Jahren in erster Linie von den Energiepreisen beeinflusst worden, die einen Anteil von knapp zehn Prozent am Warenkorb haben. Darüber hinaus sind vor allem die Nahrungsmittelpreise mit einem Gewicht von knapp 20 Prozent dafür verantwortlich, dass die Inflationsrate nicht auf einem noch tieferen Niveau liegt. Die beiden größten Komponenten im Verbraucherpreisindex, Industriegüter mit gut 26 Prozent und Dienstleistungen mit knapp 45 Prozent, sind dagegen seit langer Zeit äußerst stabil. Sollte der Ölpreis in den kommenden Monaten auf seinem derzeitigen Niveau bleiben – wofür im Moment eine Menge spricht – wird die Inflationsrate in den Sommermonaten jedoch leicht ansteigen. Dies ist auf einen Basiseffekt zurückzuführen, der aber schon im Herbst wieder nachlassen wird. Es könnte von daher sein, dass die Preissteigerungsrate in der Eurozone die Marke von zwei Prozent in diesem Jahr für eine gewisse Zeit knapp erreicht, als nachhaltig wird sich dieser Anstieg aber wohl nicht erweisen.

Insofern sollte auch der Renditeanstieg der vergangenen Wochen nicht viel weiter gehen. In den USA ist eine gewisse Inflationshysterie ausgebrochen, die dazu geführt hat, dass die Rendite für 10-jährige US-Treasuries fast auf drei Prozent angestiegen ist. Uns würde es auch nicht überraschen, wenn diese Marke in der nächsten Zeit erreicht oder überschritten wird. Eine Regression mit dem erwarteten US-Leitzins als erklärende Variable für die Treasury-Rendite lässt einen Anstieg in Richtung 3,2 Prozent als Obergrenze erwarten. Aber auch dann sollte man nicht in Panik verfallen. Der im Moment fast überall zitierte und als bedrohlich beschriebene „rasante“ Renditeanstieg von fast 60 Basispunkten seit Jahresbeginn verliert an Wirkung, wenn man sich die Entwicklung am US-Rentenmarkt in den vergangenen Jahren anschaut: Nach der Wahl von Donald Trump im November 2016 sind die US-Renditen zwischenzeitlich um mehr als 80 Basispunkte angestiegen. 2015 stiegen die Renditen zwischen Ende April und Mitte Juni ebenfalls um 60 Basispunkten an. 2013, ausgelöst durch das „Taper Tantrum“ des damaligen US-Notenbankpräsidenten Bernanke, stieg die Rendite zwischen Mai und September sogar von 1,63 auf 2,97 Prozent an. Fast in jedem der letzten 20 Jahre gab es Entwicklungen, die der derzeitigen mindestens entsprechen haben. Angst sollte man davor also nicht haben.

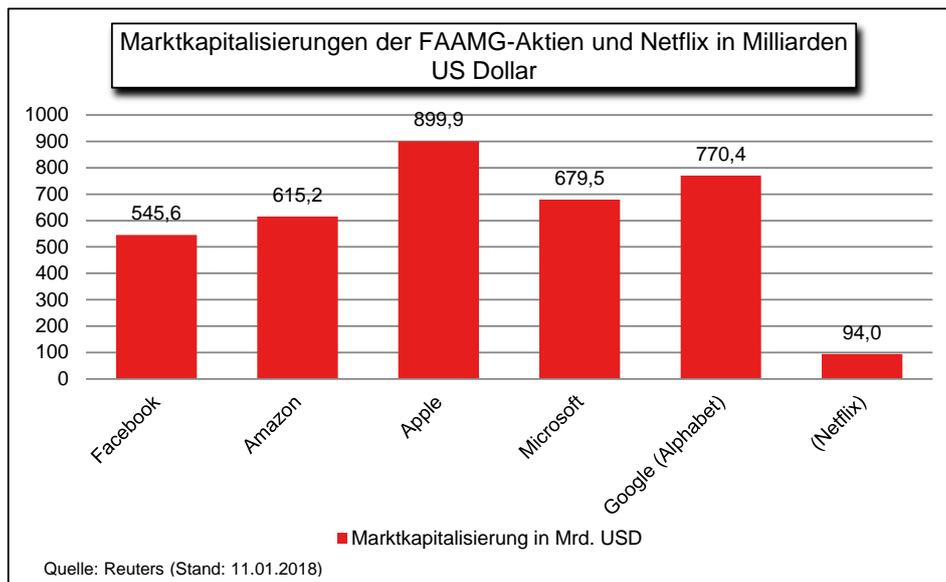


Wochenausblick für die Zeit vom 26. Februar bis 02. März 2018

	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Veröffentlichung
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,0%	0,3%	0,6%	-0,7%	0,5%		27. Februar
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,6%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%		27. Februar
D: GfK Konsumklima	10,8	10,7	10,7	10,8	11,0	10,5	28. Februar
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-13	-21	-30	-24	-18		28. Februar
D: Arbeitslosenquote	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%		28. Februar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	60,6	62,5	63,3	61,1	60,3		1. März
D: Importpreise, m/m	0,6%	0,8%	0,3%	0,4%			1.-2. März
D: Importpreise, y/y	2,6%	2,7%	1,1%	0,6%			1.-2. März
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-1,1%	1,9%	-1,9%	1,6%			2. März
<hr/>							
E-19: M3, y/y	5,0%	4,9%	4,6%	4,8%			27. Februar
E-19: Geschäftsklima	1,44	1,49	1,60	1,54	1,49		27. Februar
E-19: Wirtschaftsvertrauen	113,5	114	115,3	114,7	114,2		27. Februar
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-1,1	0,0	0,5	1,3	0,2		27. Februar
E-19: Industrievertrauen	8,0	8,1	8,8	8,8	8,3		27. Februar
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,4%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%		28. Februar
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%			1. März
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	58,5	60,1	60,6	59,6	58,5		1. März
E-19: Produzentenpreise m/m	0,4%	0,6%	0,2%	0,5%			2. März
E-19: Produzentenpreise y/y	2,5%	2,8%	2,2%	1,6%			2. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Das Phänomen der FAAMG-Aktien



Beschäftigt man sich mit Technologieaktien aus den USA, fallen oftmals zuerst die sogenannten FAANG-Aktien ins Auge. Dieses Akronym umfasst neben den Unternehmen Facebook, Apple, Amazon und Google (jetzt Alphabet) auch Netflix, einen Vorreiter im Bereich der internetbasierten Streamingdienste. Netflix passt jedoch aufgrund seiner vergleichsweise niedrigen Marktkapitalisierung eigentlich gar nicht so gut ins Bild wie andere Softwaregiganten insbesondere Microsoft, weshalb es unseres Erachtens mehr Sinn ergibt, von den FAAMG-Aktien zu sprechen. Diese Technologiewerte waren die „Shooting-Stars“ der letzten Jahre. Gehörten die Unternehmen bis auf Microsoft vor zehn Jahren noch nicht einmal zu den „Top Ten“ der börsennotierten Unternehmen in

den USA, stehen sie heute für die bedeutendsten Börsenwerte weltweit. Insgesamt machen Amerikas „Big Five“ einen Börsenwert von rd. 3,5 Billionen Euro aus. Jedes Unternehmen verfügt über eine Marktkapitalisierung von jeweils mindestens einer halben Billion US-Dollar. Und diese enorme Marktkapitalisierung ist auch nachvollziehbar, schließlich zeichnen sich die Unternehmen vor allem durch disruptive Weiterentwicklungen im Technologiebereich und glänzend hohe Wachstumsraten aus. Das erlaubte es den FAAMG-Unternehmen im abgelaufenen Kalenderjahr 2017, fast 100 Mrd. Euro zu verdienen – und damit mehr als alle 30 DAX-Konzerne zusammen.

	Stand 22.02.2018 17:49	Veränderung zum				
		15.02.2018 -1 Woche	19.01.2018 -1 Monat	21.11.2017 -3 Monate	21.02.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	25125	-0,3%	-3,6%	6,5%	21,1%	1,6%
S&P 500	2725	-0,2%	-3,0%	4,9%	15,2%	1,9%
Nasdaq	7218	-0,5%	-1,6%	5,2%	23,1%	4,6%
DAX	12462	0,9%	-7,2%	-5,4%	4,1%	-3,5%
MDAX	26308	1,8%	-4,2%	-1,9%	11,3%	0,4%
TecDAX	2583	1,9%	-4,4%	0,0%	34,6%	2,1%
EuroStoxx 50	3439	1,5%	-5,7%	-3,9%	3,0%	-1,8%
Stoxx 50	3053	0,9%	-6,2%	-3,9%	-1,3%	-3,9%
SMI (Swiss Market Index)	8967	0,6%	-5,7%	-3,8%	4,7%	-4,4%
FTSE 100	7262	0,4%	-6,1%	-2,0%	-0,2%	-5,5%
Nikkei 225	21736	1,3%	-8,7%	-3,0%	12,2%	-4,5%
Brasilien BOVESPA	87004	3,2%	7,1%	16,6%	26,0%	13,9%
Russland RTS	1301	3,1%	2,4%	13,4%	12,0%	12,7%
Indien BSE 30	33820	-1,4%	-4,8%	1,0%	17,6%	-0,7%
China Shanghai Composite	3269	2,2%	-6,3%	-4,2%	0,5%	-1,2%
MSCI Welt (in €)	2118	0,8%	-4,6%	-1,6%	-1,7%	-2,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1210	2,0%	-2,4%	-0,1%	9,4%	1,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	526	248	6	-127	146
Bobl-Future	130,81	31	-47	-98	-332	-80
Schatz-Future	111,92	5	-2	-33	-63	-5
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,26	0	-1	2	-12	0
3 Monats \$ Libor	1,92	5	18	47	87	23
Fed Funds Future, Dez 2018	2,08	3	9	30	47	0
10-jährige US Treasuries	2,92	-1	28	55	49	51
10-jährige Bunds	0,70	-1	20	35	40	28
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	-1	-3	2	-4	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,14	-2	20	27	37	26
US Treas 10Y Performance	556,53	-0,4%	-2,5%	-4,4%	-2,4%	-4,3%
Bund 10Y Performance	593,97	0,4%	-1,5%	-2,8%	-2,4%	-2,2%
REX Performance Index	476,04	0,3%	-0,6%	-1,7%	-2,0%	-1,0%
IBOXX AA, €	0,78	-3	10	12	11	11
IBOXX BBB, €	1,36	-3	16	20	-14	13
ML US High Yield	6,43	-6	30	26	35	28
JPM EMBI+, Index	812	0,0%	-2,4%	-2,0%	2,1%	-2,9%
Wandelanleihen Exane 25	7347	0,0%	-1,9%	-0,4%	5,5%	-0,7%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	442,13	0,2%	1,1%	3,3%	1,9%	2,2%
MG Base Metal Index	359,90	-0,9%	-0,4%	5,4%	16,8%	0,3%
Rohöl Brent	66,32	4,0%	-3,3%	6,2%	16,2%	-0,4%
Gold	1328,78	-1,7%	-0,4%	3,6%	7,6%	1,9%
Silber	16,61	-0,6%	-2,2%	-2,4%	-7,9%	-2,4%
Aluminium	2211,25	2,2%	-0,3%	7,1%	17,9%	-2,0%
Kupfer	7078,00	-0,9%	1,1%	2,9%	17,1%	-1,8%
Eisenerz	77,85	1,4%	1,5%	25,5%	-10,8%	9,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1146	5,2%	1,9%	-17,9%	47,3%	-16,1%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2324	-1,4%	0,6%	5,2%	17,0%	2,8%
EUR/ GBP	0,8840	-0,4%	0,1%	-0,3%	4,6%	-0,4%
EUR/ JPY	131,90	-0,9%	-2,7%	0,0%	10,1%	-2,3%
EUR/ CHF	1,1520	-0,2%	-2,0%	-1,0%	8,3%	-1,6%
USD/ CNY	6,3471	0,0%	-0,9%	-4,3%	-7,8%	-2,4%
USD/ JPY	107,78	1,6%	-2,7%	-4,2%	-5,2%	-4,4%
USD/ GBP	0,7176	0,9%	-0,6%	-5,1%	-10,5%	-2,9%

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.