

## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### Konjunktur auf des Messers Schneide

Konjunkturforschung ist manchmal mehr eine Kunst als eine Wissenschaft. Auch wenn Volkswirte seit weit über einhundert Jahren versuchen, den Konjunkturzyklus zu verstehen, so tappen sie - wenn man ganz ehrlich ist - immer noch ein wenig im Dunkeln. Selbstverständlich sind heute viele Faktoren bekannt, die zu Aufschwüngen oder Abschwüngen führen, jedoch ist eine daraus abgeleitete Prognose über die Länge und Heftigkeit einer Entwicklung nach wie vor nur bedingt möglich. Erschwert wird die Sache dadurch, dass es „den“ Konjunkturzyklus gar nicht gibt. In vielen Lehrbüchern findet sich zwar die Aussage, wonach ein typischer kompletter Konjunkturzyklus mit Boom und Rezession i.d.R. sieben Jahre dauert, aber so einfach ist es leider nicht. Denn kein Zyklus verläuft gleichmäßig und verlässlich wie eine Sinuskurve, sondern erinnert oftmals eher an das EKG eines Patienten mit unregelmäßigem Herzschlag.

So ist es durchaus möglich, dass zwischen zwei signifikanten Rezessionen auch eine oder zwei temporäre konjunkturelle Eintrübungen zu beobachten sind, die oftmals durch Störungen im Lagerzyklus hervorgerufen werden und in etwa einer unkritischen Herzrhythmusstörung gleichkommen. Etwas ähnliches kann beobachtet werden, wenn zwischen zwei extremen Boomphasen temporäre Phasen einer überdurchschnittlich hohen wirtschaftlichen Aktivität auftreten, die beispielsweise durch eine übertrieben expansive Fiskal- oder Geldpolitik verursacht wurden. Das Problem liegt nun darin, dass zum Zeitpunkt einer atypischen konjunkturellen Entwicklung nie mit hinreichender Sicherheit gesagt werden kann, ob es sich um ein unauffälliges temporäres Phänomen oder den Beginn einer signifikanten Entwicklung in die eine oder andere Richtung handelt.

In genau so einer Situation befindet sich derzeit die Weltwirtschaft. Seit einigen Monaten haben sich viele relevante Konjunkturindikatoren so stark verschlechtert, dass sich nun Notenbanken, Regierungen und Wirtschaftsforschungsinstitute veranlasst sehen, ihre Prognose für das laufende und das nächste Jahr leicht nach unten zu revidieren.

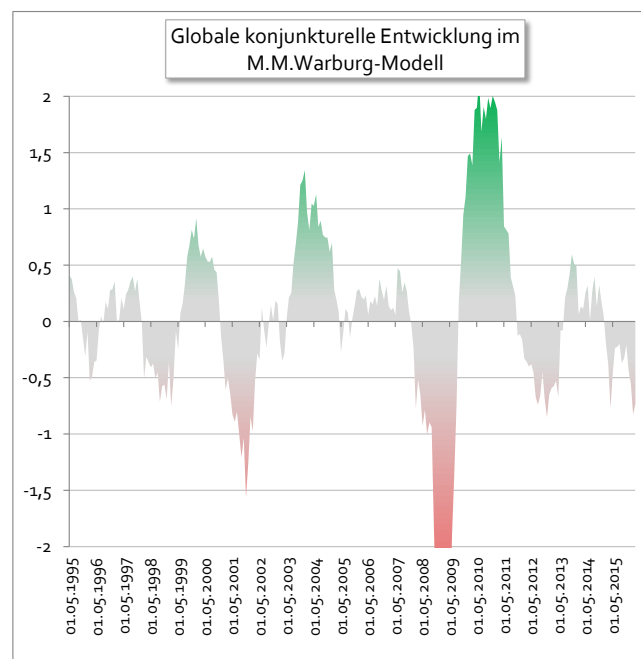
Doch wie stark haben sich die Indikatoren tatsächlich verschlimmert? Diese Frage ist gar nicht so leicht zu beantworten, wie man denken könnte. Denn es gibt schlichtweg nicht den einen entscheidenden Indikator, der diese Frage für die Weltwirtschaft beantworten könnte. Natürlich könnte man behelfsmäßig das globale BIP-Wachstum zu Rate ziehen, doch leider sind diese Daten erst mit einer erheblichen Zeitverzögerung verfügbar und werden danach noch so oft und so stark revidiert, dass eine Analyse in „Echtzeit“ damit unmöglich ist.

Aus diesem Grund haben wir schon vor vielen Jahren ein eigenes Konjunkturzyklusmodell aufgebaut, in dem viele verschiedene Daten zu einem Gesamtmodell verdichtet werden. Auch hier liegt der Teufel wieder im Detail: Es gibt keinen Standardansatz zur Verdichtung verschiedener Daten; dazu kommt, dass einige Konjunkturzeitreihen Trends aufweisen, andere aber nicht. Selbstredend existie-

ren aber auch keine Standardansätze zur Trendbereinigung, denn dazu müsste man wissen, wie lange ein Trend dauert, was aber selbst im Rückblick auf eine abgeschlossene Periode kein einfaches Unterfangen und am aktuellen Rand sogar fast unmöglich ist.

Daher macht es Sinn, plausible Annahmen zu treffen, mit einer Vielzahl von denkbaren Spezifikationen zu arbeiten und dann eine Gleichgewichtung der Einzelergebnisse vorzunehmen. Und da einzelne konjunkturrelevante Zeitreihen wiederum einem hohen statistischen Rauschen unterliegen, müssen diese Berechnungen mit einer sehr hohen Anzahl verschiedener Zeitreihen durchgeführt werden. Da wir die globale Konjunkturdynamik abbilden wollen, haben wir insgesamt 150 konjunkturrelevante Zeitreihen ausgewählt und diese jeweils so gewichtet, dass die Summe der Gewichte für die Zeitreihen einzelner Länder dem prozentualen Gewicht des Landes am Welt-BIP entspricht.

Ein derart spezifiziertes Konjunkturmodell kommt zu dem Ergebnis, dass die Weltwirtschaft seit Februar 2015 eine konjunkturelle Entwicklung aufweist, die unter dem Trend der vorherigen Jahre liegt. Der aktuelle Umfang der Abweichung beträgt – gemessen in Standardabweichungen – 0,75. Dieser Wert ist für sich genommen vollkommen unspektakulär und unkritisch. Eine heftige Krise liegt in dieser Systematik erst vor, wenn der Wert deutlich unter minus eins fällt, was sowohl im Jahr 2002 als auch im Jahr 2008 der Fall war.



Der aktuell zu beobachtende Wert entspricht eher dem Rückgang, der auch schon beispielsweise in den Jahren 1996, 1998 oder 2012 beobachtet werden konnte. Rückblickend waren das Zeiträume, in denen die Weltwirtschaft nicht in eine Rezession gefallen ist, sondern nur temporäre Schwächephasen aufwies, die auch nur mit begrenzten Verlusten an den Kapitalmärkten einhergingen. Sind diese

Jahre deswegen ein gutes und plausibles Referenzszenario für die aktuelle Situation?

Aus unserer Sicht spricht einiges dafür. Die Gründe sind primär volkswirtschaftlicher Natur. Eine scharfe Krise kann nur entstehen, wenn eine systemische Schieflage besteht. So wie bei einem Menschen aus einem Schnupfen nur dann eine Lungenentzündung wird, wenn das Immunsystem angeschlagen ist, so wird aus einer temporären konjunkturellen Schwäche nur dann eine Rezession, wenn es weitere belastende Faktoren gibt, die sich schädlich auf die Funktionsweise des Wirtschaftslebens auswirken. Im Jahr 2000 war dies ein dramatisch überbewerteter Aktienmarkt, der zu einer historisch fast einmaligen Blase führte. Als die Blase platzte, kam es zu erheblichen negativen Vermögenseffekten, einer steigenden Sparquote, einer fallenden Konsumquote sowie einer allgemeinen Verunsicherung mit rückläufiger Investitionsneigung.

Eine ähnliche systemische Schieflage konnte 2007 beobachtet werden, als immer mehr faule US-Immobilienkredite verbrieft und damit weltweit handelbar gemacht wurden. So wurde aus einem eigentlich lokalen Problem (viel zu hohe US-Hauspreise mit einer viel zu hohen Fremdfinanzierung) ein globales Problem, als die Investoren der verbrieften Immobilienkredite mit fallenden Hauspreisen und platzenden Finanzierungen konfrontiert wurden. Die damit einhergehende Bankenkrise führte zu einer kollabierenden Kreditvergabe und verstärkte damit die beginnenden Konjunkturschwäche. Im Ergebnis musste die Welt die schärfste Rezession nach Ende des zweiten Weltkrieges erleben.

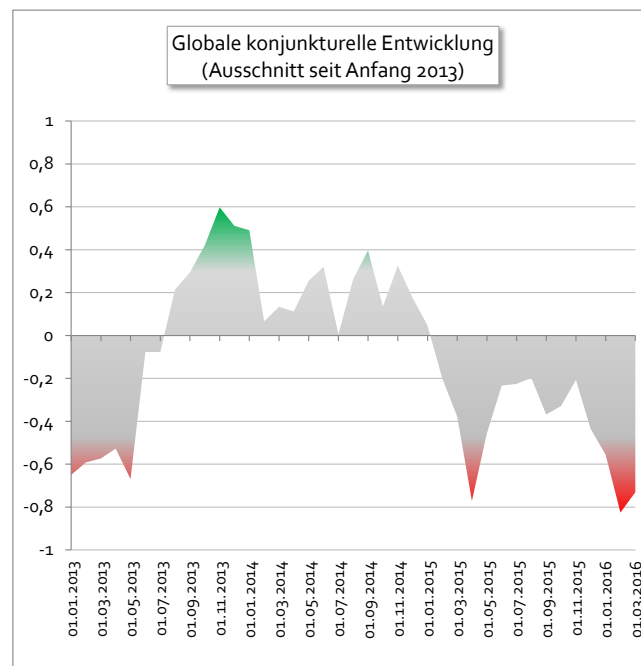
Aktuell können wir nicht erkennen, dass eine ähnliche systemische Schieflage droht wie in den beiden großen Krisen des letzten Jahrzehnts. Aus diesem Grund würden wir der These, dass es sich aktuell nur um eine temporäre Schwächephase ohne Rezessionspotenzial handelt, eine Wahrscheinlichkeit von über 60% beimessen. Dies mag als gute Nachricht gewertet werden, doch für eine komplette Entspannung ist es zu früh. Der Grund liegt darin, dass wir zwar diesmal nicht mit einer großen systemischen Schieflage konfrontiert sind, aber mit einer Vielzahl kleiner Krisen und Problemfelder.

Dazu gehört die aktuell angespannte geopolitische Situation, eine beginnende Überschuldung Chinas, ein ungewisser Ausgang in der kommenden US-Präsidentenwahl, unzureichende wirtschaftliche Reformen in vielen Ländern der Eurozone sowie die beginnende Einsicht, dass die Geldpolitik an ihre natürlichen Grenzen zu stoßen scheint. Dies geht einher mit einer unzureichenden Ertragslage bei vielen europäischen Banken sowie einer diffus und teilweise handlungsunfähig wirkenden Politik auf europäischer Ebene. Gleichzeitig befinden sich Länder wie Brasilien schon jetzt in der schwersten Rezession seit Jahrzehnten, und niedrige Rohstoffpreise werden inzwischen mehr zur Belastung als zur Entlastung, da die ökonomische Substanz vieler Staaten und Unternehmen durch die niedrigen Rohstoffpreise nach und nach aufgezehrt wird.

Aus dieser Perspektive befindet sich die Weltwirtschaft eben doch in einer prekären Situation. Mit etwas Glück ist das Schlimmste fast vorbei, doch reicht vermutlich nur ein

kleiner Funke, um dieses leicht positive Szenario in ein negatives Szenario kippen zu lassen. Dies ist auch der Grund, warum wir nach wie vor nicht für eine offensive Gangart in der taktischen Allokation votieren. Denn die Erfahrung zeigt, dass in einer solchen Situation neue schlechte Nachrichten deutlich negativere Auswirkungen an den Kapitalmärkten haben als gute Nachrichten auf der positiven Seite. Mathematisch könnte man in dieser Situation von einem leicht negativen Erwartungswert sprechen; zwar ist die Wahrscheinlichkeit für einen positiven Ausgang höher als für eine negative Entwicklung, doch bei einem negativen Ausgang ist der Verlust viel höher als der Gewinn im positiven Fall.

Da Ostern aber auch ein Fest der Hoffnung ist, wollen wir kurz vor dem Osterfest an dieser Stelle nicht verschweigen, dass es seit einigen Tagen noch ein paar Gründe mehr gibt, ein klein wenig optimistischer in die Zukunft zu schauen. So haben zuletzt einige US-Daten auf der positiven Seite überrascht. Da die USA nach wie vor die Konjunkturlokomotive für die westliche Welt sind, ist dies durchaus von Bedeutung. Und auch wenn eine Schwalbe noch keinen Frühling macht, so macht es auch keinen Sinn, die Schwalbe komplett zu negieren, wenn sie zu sehen ist. Erfreulich ist zudem, dass sich die zuletzt etwas besseren Daten sogar schon in unserem Konjunkturmodell niederschlagen. Legt man eine „Lupe“ auf den aktuellen Zeitraum, dann lässt sich für den letzten Monat eine marginale Verbesserung erkennen. Je nach Spezifikation eines solchen Modells fällt eine solche Verbesserung größer oder kleiner aus, und eine Trendwende ist daraus definitiv nicht abzuleiten; dafür ist das „Rauschen“ eines Modells mit selbst 150 Zeitreihen noch zu hoch.



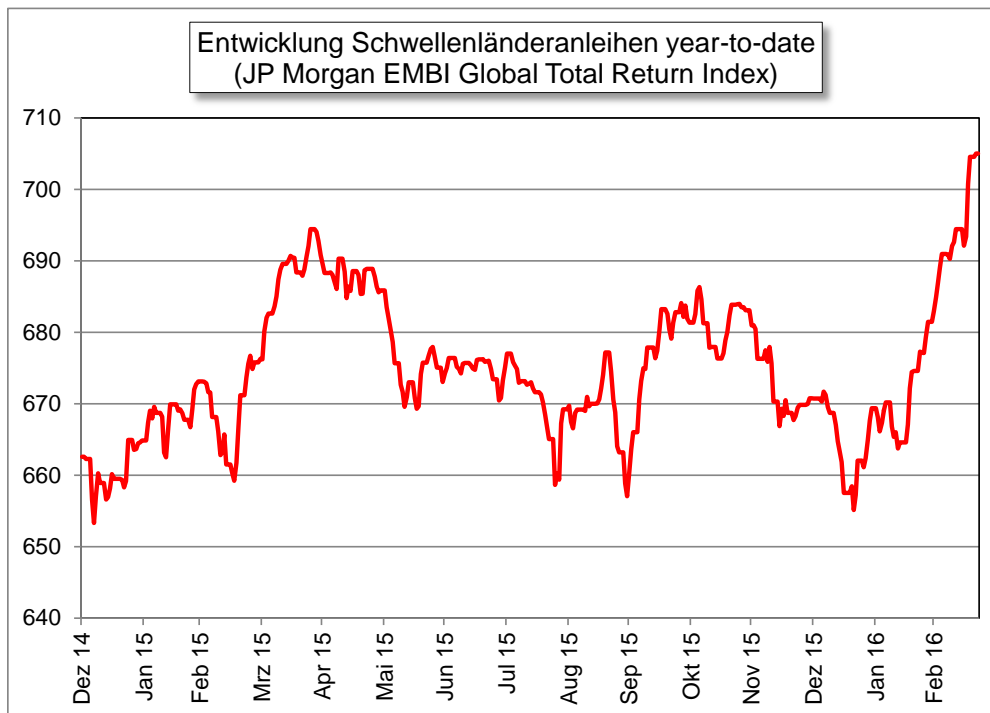
Trotzdem wollen wir gerne hoffen, dass diese Entwicklung als Hinweis für eine nahende Stabilisierung gewertet werden kann. Allerdings sind wir nicht blauäugig und werfen einen sehr wachen Blick auf die Entwicklung der Datenlage, denn vermutlich werden in den kommenden Wochen die Weichen für den Rest des Jahres gestellt.

**Wochenausblick für die Zeit vom 28. März bis 01. April 2016**

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Inflationsrate, m/m	0,1%	-0,1%	-0,8%	0,4%	0,5%		30. März
D: Inflationsrate, y/y	0,4%	0,3%	0,5%	0,0%	0,0%		30. März
D: Arbeitslose, Veränderung in Tsd., sa	-15	-15	-19	-11	-5		31. März
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%		31. März
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,9	53,2	52,3	50,5	50,4		1. April
E-19: Geldmenge M3, y/y	5,0%	4,7%	5,0%	5,2%			29. März
E-19: Industrievertrauen	-3,3	-2,0	-3,1	-4,4	-3,0		30. März
E-19: Inflationsrate, y/y	0,1%	0,2%	0,3%	-0,2%	-0,1%		31. März
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,8	53,2	52,3	51,2	51,4		1. April
E-19: Arbeitslosenquote	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%			1. April

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Schwellenländeranleihen - Interessantes Risiko- und Renditeprofil**



Auch wenn die fundamentalen Daten der großen Schwellenländer wie Brasilien, Russland, Indien und China (BRIC-Staaten) bisher noch keinen Boden gefunden haben und auch die politischen Risiken u.a. in Brasilien sich aktuell eher noch verstärken, sind wir trotzdem der Meinung, dass es sich lohnt einen Blick auf Schwellenländeranleihen zu werfen. Dies liegt vor allem daran, dass die Rohstoffpreise einen Boden gefunden zu haben scheinen, was sich positiv auf die wirtschaftliche Entwicklung vieler Schwellenländer auswirken sollte. Zudem bleibt das Zinsniveau aufgrund der weiterhin sehr expansiven Geldpolitik der EZB und der nur sehr vorsichtig restriktiver werdenden Geldpolitik der US-Notenbank noch für einen längeren Zeitraum sehr niedrig. Dadurch werden Anleger weiter in Assetklassen „getrieben“, die ein interessantes Risiko- und Renditeprofil aufweisen. Und dies ist bei den Staatsanleihen aus den Schwellenländern auf jeden Fall gegeben. Aktuell beträgt der Renditeaufschlag gegenüber US-

Treasuries über 400 Basispunkte und liegt damit historisch gesehen auf einem sehr attraktiven Niveau. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass die Staatsanleihen aus den Schwellenländern seit Mitte Februar eine Performance von über 6% aufweisen. Bei einem Engagement in den Schwellenländern müssen aber drei Aspekte eng beobachtet werden: Da ist zum einen die Inflationsentwicklung in den USA zu nennen. Sollte die Kerninflation in den USA weiter ansteigen, könnte die US-Notenbank gezwungen sein, die Zinsen doch stärker zu erhöhen als derzeit von uns und vom Markt erwartet wird. Dies hätte höchstwahrscheinlich einen stärkeren US-Dollar zur Folge, was wiederum Druck auf die Währungen in den Schwellenländern ausüben würde. Auch die weitere Entwicklung der Rohstoffpreise wird eine große Rolle für die Entwicklung der Schwellenländer spielen. Und nicht zuletzt bleiben auch die oben angeführten politischen und wirtschaftlichen Risiken auf der Agenda.

	Stand 24.03.2016 14:28	Veränderung zum			
		11.03.2016 -1 Woche	17.02.2016 -1 Monat	17.12.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17503	1,7%	6,4%	0,0%	0,4%
S&P 500	2037	0,7%	5,7%	-0,3%	-0,4%
Nasdaq	4775	0,6%	5,3%	-4,5%	-4,6%
DAX	9874	0,4%	5,3%	-8,0%	-8,1%
MDAX	19938	0,6%	5,2%	-4,5%	-4,0%
TecDAX	1599	-1,2%	0,8%	-12,1%	-12,7%
EuroStoxx 50	2987	-2,8%	3,1%	-9,7%	-8,6%
Stoxx 50	2779	-3,0%	0,3%	-10,2%	-10,3%
SMI (Swiss Market Index)	7772	-2,8%	-2,2%	-10,2%	-11,9%
Nikkei 225	16892	-0,3%	6,7%	-12,7%	-11,3%
Brasilien BOVESPA	48786	-1,7%	17,2%	7,8%	12,5%
Russland RTS	843	-0,3%	14,6%	6,4%	11,4%
Indien BSE 30	25338	2,5%	8,4%	-1,8%	-3,0%
China Shanghai Composite	2961	5,4%	3,3%	-17,3%	-16,3%
MSCI Welt (in €)	1631	-0,3%	5,4%	-4,2%	-4,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	822	2,0%	11,5%	0,0%	1,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	163,30	165	-89	497	538
Bobl-Future	131,07	33	-164	22	40
Schatz-Future	111,80	5	-5	27	28
3 Monats Euribor	-0,24	-2	-5	-11	-11
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,30	-2	2	-11	0
3 Monats \$ Libor	0,64	1	2	7	3
Fed Funds Future, Dez 2016	0,60	-7	11	-24	0
10-jährige US Treasuries	1,85	-12	4	-37	-42
10-jährige Bunds	0,16	-12	-11	-44	-47
10-jährige JGB	-0,09	-7	-14	-37	-34
US Treas 10Y Performance	584,81	0,7%	-0,6%	3,3%	3,6%
Bund 10Y Performance	605,11	0,5%	0,4%	4,2%	4,5%
REX Performance Index	483,44	0,5%	0,1%	1,8%	1,9%
Hypothekenzinsen USA	3,68	0	3	-29	-33
IBOXX AA, €	0,90	-6	-19	-36	-39
IBOXX BBB, €	1,94	-6	-46	-30	-33
ML US High Yield	8,53	-9	-117	-38	-37
JPM EMBI+, Index	742	0,9%	4,1%	5,3%	5,3%
Wandelanleihen Exane 25	6669	0,2%	3,3%	-4,1%	-4,2%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	394,20	2,2%	6,3%	7,0%	3,9%
MG Base Metal Index	243,81	0,1%	6,4%	9,1%	5,0%
Rohöl Brent	37,44	-7,1%	12,2%	0,7%	2,5%
Gold	1221,16	-3,0%	0,7%	16,1%	14,9%
Silber	16,04	2,5%	4,0%	17,0%	15,8%
Aluminium	1508,00	-2,8%	-1,0%	1,4%	0,5%
Kupfer	5096,00	2,2%	11,1%	12,2%	8,3%
Eisenerz	54,60	-6,3%	17,9%	38,2%	24,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	401	3,4%	30,6%	-14,9%	-16,1%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1158	0,6%	0,2%	2,9%	2,5%
EUR/ GBP	0,7898	1,9%	1,6%	8,5%	7,2%
EUR/ JPY	125,46	-0,6%	-1,3%	-5,5%	-4,3%
EUR/ CHF	1,0884	-0,6%	-1,4%	0,7%	0,5%
USD/ CNY	6,5126	0,2%	-0,2%	0,5%	0,3%
USD/ JPY	111,39	-2,1%	-2,4%	-9,1%	-7,4%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com  
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com  
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com  
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.