



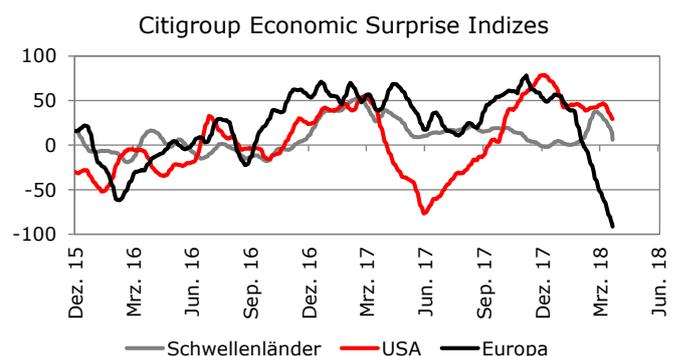
## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

19. April 2018

### Schwächere Frühindikatoren: Vorboten einer wirtschaftlichen Krise?

Die Aktienmärkte sind in diesem Jahr ordentlich durchgeschüttelt worden. Zunächst sorgten Inflationssorgen für steigende Zinsen und eine Diskussion um den weiteren Weg der Geldpolitik der amerikanischen Notenbank. Dann sorgte US-Präsident Trump mit der Einführung von Strafzöllen auf Stahl und Aluminium sowie der Ankündigung von Einfuhrbeschränkungen für chinesische Waren für Aufregung. Und schließlich gab es in den vergangenen Wochen eine Reihe enttäuschender Konjunkturdaten, die den Börsianern die Stimmung verderben. Dank der im Handelsstreit versöhnlich klingenden Töne aus Peking und der bislang sehr guten Ergebnisse der US-Berichtssaison haben sich die Kurse zuletzt wieder erholen können. Die weitere Entwicklung wird aber vor allem vom Konjunkturszenario bestimmt werden. Nachdem die Weltwirtschaft 2017 überraschend kräftig wuchs, haben sich die Perspektiven für das Jahr 2018 zuletzt etwas eingetrübt. So verzeichneten fast alle wichtigen konjunkturellen Frühindikatoren Rückgänge. Vor allem in der Eurozone haben die meisten Wirtschaftsdaten enttäuscht. Dies gilt vor allem für die Frühindikatoren, aber auch die realwirtschaftlichen Daten hielten nicht den Erwartungen stand. Besonders deutlich wird dies an dem von der Citigroup täglich ermittelten Economic Surprise Index, der die Entwicklung der veröffentlichten Daten im Vergleich zu den Erwartungen misst. Fast zeitgleich mit dem beginnenden Rücksetzer am Aktienmarkt ging dieser Index Ende Januar in den Sinkflug über. Ebenso wie die schwachen realwirtschaftlichen Daten hat der Rückgang von Frühindikatoren, wie den Einkaufsmanagerindizes oder dem Ifo-Geschäftsklimaindex, Zweifel der Investoren an der wirtschaftlichen Dynamik geweckt. Insbesondere in

Deutschland haben fast alle wichtigen Konjunkturdaten seit Jahresbeginn den Rückwärtsgang eingelegt, sei es die Industrieproduktion, die Einzelhandelsumsätze oder die Ausfuhren. Eine plausible Antwort auf die Frage zu finden, worauf diese plötzlich auftretende Schwäche beruht, fällt jedoch schwer. Abrupte Veränderungen im Konjunkturzyklus wurden in der Vergangenheit in erster Linie durch exogene Schocks (z.B. bei starken Veränderungen der Rohstoffpreise) oder durch eine restriktivere Geld- bzw. Fiskalpolitik ausgelöst. Doch diese Faktoren können dieses Mal nicht zur Erklärung der derzeitigen Entwicklung beitragen, da es hier in den vergangenen Monaten nur wenig Bewegung gegeben hat.



Angesichts der von der US-Administration ins Spiel gebrachten Möglichkeit eines Handelskrieges finden wir es wenig überraschend, dass die Frühindikatoren negativ reagiert haben. Auch wenn wir davon ausgehen, dass es sich hierbei um eine verhandlungstaktische Maßnahme von Donald Trump handelt, dem es wohl vor allem darum geht, seine Partner oder auch Gegner mit viel Druck an den Verhandlungstisch zu bekommen, schüren diese Dinge die Unsicherheit. Unsicherheit wirkt sich

# Konjunktur und Strategie

aber fast immer negativ auf die Erwartungen aus. Insofern müssen sowohl die Frühindikatoren, in denen die Erwartungen der Unternehmen abgefragt werden, als auch die Aktienkurse, die ebenfalls auf der zukünftigen Entwicklung von Unternehmensgewinnen, Cash Flows oder Dividenden beruhen, negativ reagieren.

Wesentlich schwieriger ist es jedoch, vernünftige Gründe für den in den letzten drei Monaten zu beobachtenden Abriss der realwirtschaftlichen Daten zu finden. So sind die Einzelhandelsumsätze sowohl in den USA als auch in Deutschland seit Dezember 2017 drei Monate in Folge gesunken und das, obwohl beide Volkswirtschaften einen Beschäftigungsboom mit höheren Löhnen und Gehältern verzeichnen. Auch die deutschen Exporte sind zuletzt drei Monate in Folge nicht gewachsen, und die Industrieproduktion verzeichnete im Februar den stärksten Rückgang seit Sommer 2015. Da die Aufträge in den vergangenen Monaten aber stark zugenommen haben und diese noch nicht alle abgearbeitet sind (dies zeigt sich am sogenannten Book-to-Bill-Verhältnis, also der Relation von Aufträgen und Produktion), dürfte die Industrieproduktion schon bald wieder zunehmen. In diesem Fall ist auch eine Erholung der Exporte wahrscheinlich. So gibt es einen sehr engen Gleichlauf zwischen den Aufträgen aus dem Ausland und den Ausfuhren. Während die Aufträge im Februar um mehr als zehn Prozent über dem Vorjahreswert lagen, nahmen die Ausfuhren nur um gut zwei Prozent zu. In der Vergangenheit wurde eine derart große Lücke schnell wieder geschlossen, sodass im März oder spätestens im April mit einer positiven Gegenbewegung bei den deutschen Exporten zu rechnen ist.



Zwar ist es als Ökonom unbefriedigend, wenn man sich als Meteorologe betätigen muss, doch dürfte sich das Winterwetter tatsächlich auf viele Wirtschaftsbereiche negativ ausgewirkt haben. Sowohl Baumärkte, aber auch Bekleidungsgeschäfte werden in den vergangenen

Monaten weniger Umsatz gemacht haben als sonst zu dieser Jahreszeit üblich. Zudem haben sich in Deutschland in diesem Winter deutlich mehr Menschen mit einem Grippevirus infiziert als in den Vorjahren, sodass der Krankenstand zeitweise ungewöhnlich hoch war. Und nicht zuletzt haben eine Reihe von Streiks die wirtschaftliche Aktivität in einzelnen Branchen und das öffentliche Leben stark behindert. Kurzfristig können volkswirtschaftliche Zeitreihen durch solche Sondereffekte stark beeinflusst werden (insbesondere dann, wenn diese auch noch zeitlich parallel auftreten), von Dauer ist ihr Einfluss aber nicht.

Größere Sorgen um die wirtschaftliche Lage Deutschlands und der Eurozone müsste man sich dann machen, wenn es in den beiden größten Volkswirtschaften der Welt, in den USA und China, zu einer größeren konjunkturellen Schwächephase käme. Zwar haben sich auch in diesen beiden Ländern einige Frühindikatoren in der letzten Zeit abgeschwächt, im Vergleich zur Eurozone fiel dieser Rückgang aber wesentlich moderater aus. Zudem kann wohl auch diese Entwicklung vornehmlich auf die mögliche Gefahr eines Handelskrieges zurückgeführt werden. China hat in dieser Woche bereits die Zahlen zum Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2018 veröffentlicht. Mit 6,8 Prozent blieb die konjunkturelle Dynamik unverändert hoch. Da das Abbremsen des Immobilienmarktes weit gediehen ist und es schon erste Anzeichen für eine erneute Beschleunigung gibt, dürfte die konjunkturelle Dynamik in China auch in den kommenden Quartalen hoch bleiben. Und auch in den USA spricht fast alles für eine Beschleunigung und gegen eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums. Angesichts der beschlossenen Steuerreform sowie einer noch expansiveren Fiskalpolitik wäre alles andere überraschend. Insofern bleibt zu konstatieren, dass ungeachtet der gegenwärtigen Schwächetendenzen auch in der Eurozone in der nächsten Zeit wieder mit besseren Wirtschaftsdaten zu rechnen ist. Eine neue Wirtschaftskrise zeichnet sich noch nicht ab.

Und was ist mit dem schwachen Economic Surprise Index für die Eurozone? Zum einen weist dieser eine Tendenz zur Mean Reversion auf, sodass der Tiefpunkt so gut wie erreicht sein dürfte. Zum anderen hat dieser kaum Relevanz für das Wirtschaftswachstum. In den USA tauchte der Index beispielsweise im Laufe des zweiten Quartals 2017 kräftig ab, das BIP-Wachstum nahm hingegen kräftig zu.

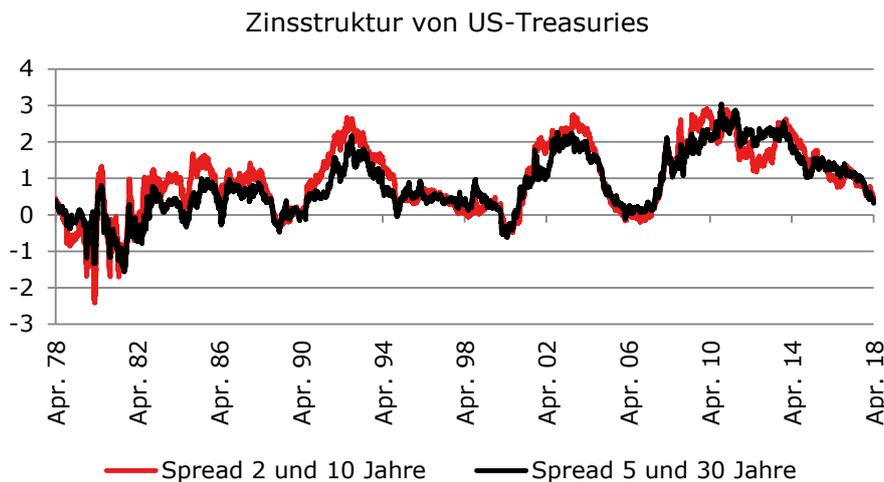
## Wochenausblick für die Zeit vom 23. April bis 27. April 2018

(Achtung, der ifo-Index wird ab April neu berechnet; wir zeigen hier schon die neue Zeitreihe)

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	63,3	61,1	60,6	58,2	58,0		23. April
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	55,8	57,3	55,3	53,9	53,4		23. April
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	104,9	104,7	103,9	103,2	103,0		24. April
D: Ifo-Lageeinschätzung	106,8	108,0	107,7	106,5	106,2		24. April
D: Ifo-Geschäftserwartungen	103,0	101,4	100,2	100,1	99,8		24. April
D: GfK Konsumklima	10,7	10,8	11	10,8	10,9	10,6	26. April
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-30	-24	-23	-19	-15		27. April
D: Arbeitslosenquote	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%		27. April
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	60,6	59,6	58,6	56,6	56,4		23. April
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	56,6	58,0	56,2	54,9	54,5		23. April
E-19: Geschäftsklima	1,6	1,56	1,48	1,34	1,2		27. April
E-19: Wirtschaftsvertrauen	115,3	114,9	114,2	112,6	112		27. April
E-19: Konsumentenvertrauen, final	0,5	1,4	0,1	0,1	-0,1		27. April
E-19: Industrievertrauen	8,8	9,1	8	6,4	6,0		27. April

MMWB-Schätzungen in rot

## Chart der Woche: Verflachung der US-Zinsstrukturkurve setzt sich fort



Seit 1955 gab es in den USA insgesamt neun Rezessionen. Sämtliche Rezessionen konnten durch eine invertierte Zinsstrukturkurve vorhergesagt werden, wobei das zeitliche „lag“ bei etwa 6-24 Monaten gelegen hat. Zuletzt haben sich die Anzeichen verdichtet, dass es erneut zu einer Invertierung der Zinsstrukturkurve kommen kann, die Rendite langlaufender Treasuries also unter die von kurzlaufenden Treasuries sinkt. Betrachtet man die Spreads von 2- und 10-jährigen Treasuries und von 5- und 30-jährigen Treasuries, so zeigt sich, dass diese deutlich zurückgekommen sind und sich diese Bewegung zuletzt sogar beschleunigt hat. Mit 44 und 31 Basispunkten nähert sich die Kurve der Nulllinie. In 2005-2006 hat es gerade einmal sechs Monate gedauert, bis sich die Kurve von 5- und 30-jährigen Treasuries von 30 Basispunkten auf Null verflacht hat. Ähnliches gilt für die Verflachung bei 2- und 10-jährigen Treasuries. Damit könnte die Kurve noch in diesem Jahr invertie-

ren, womit die Rezessionswahrscheinlichkeit stark ansteigen würde. Mit den Worten „this time is different“ sollte man immer vorsichtig sein. Dennoch gibt es Argumente dafür, dass die veränderte Zinsstruktur noch keinen Anlass für übermäßige Sorgen geben sollte. Zum einen kann die Verflachung der Zinsstruktur rein technischer Natur sein, da zuletzt besonders Treasuries mit kurzer Laufzeit zur Finanzierung des US-Defizits emittiert wurden. Damit wären die gesunkenen Spreads also nicht Ausdruck eines schlechteren wirtschaftlichen Ausblicks. Zum anderen ist das Zinsniveau derart niedrig, dass steigende kurzfristige Zinsen nicht zu einem konjunkturellen Abschwung führen sollten, wie es bei vergangenen Zinserhöhungen und Verflachungen der Zinsstruktur der Fall war. Auch wenn wir damit vorerst keine Rezessionsgefahr für die USA aus der Zinsstruktur ableiten, werden wir die weitere Entwicklung intensiv beobachten.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	19.04.2018	12.04.2018	16.03.2018	18.01.2018	18.04.2017	29.12.2017
<b>Aktienmärkte</b>	16:31	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24718	1,0%	-0,9%	-5,0%	20,4%	0,0%
S&P 500	2699	1,3%	-1,9%	-3,5%	15,2%	1,0%
Nasdaq	7295	2,2%	-2,5%	0,0%	24,7%	5,7%
DAX	12562	1,2%	1,4%	-5,4%	4,7%	-2,8%
MDAX	26021	1,5%	1,5%	-4,4%	8,2%	-0,7%
TecDAX	2638	1,1%	-1,6%	-1,7%	31,8%	4,3%
EuroStoxx 50	3484	1,2%	1,4%	-3,8%	2,2%	-0,6%
Stoxx 50	3036	-0,2%	0,7%	-6,3%	-2,3%	-4,5%
SMI (Swiss Market Index)	8823	0,6%	-0,7%	-6,7%	3,4%	-6,0%
FTSE 100	7316	0,8%	2,1%	-5,0%	2,4%	-4,8%
Nikkei 225	22191	2,5%	2,4%	-6,6%	20,5%	-2,5%
Brasilien BOVESPA	85851	0,5%	1,1%	6,0%	33,8%	12,4%
Russland RTS	1157	2,9%	-7,7%	-9,5%	7,5%	0,3%
Indien BSE 30	34427	1,0%	3,8%	-2,4%	17,4%	1,1%
China Shanghai Composite	3118	-2,0%	-4,7%	-10,3%	-2,5%	-5,7%
MSCI Welt (in €)	2124	1,1%	-1,1%	-4,4%	-0,2%	-2,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1176	-0,5%	-3,6%	-5,3%	6,0%	-1,6%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	163,14	385	495	256	-54	146
Bobl-Future	130,76	-35	6	-42	-192	-85
Schatz-Future	111,86	-5	-4	-3	-65	-11
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	0	-1	-6	-16	0
3 Monats \$ Libor	2,36	1	15	61	120	66
Fed Funds Future, Dez 2018	2,16	4	6	17	73	0
10-jährige US Treasuries	2,91	7	6	30	73	50
10-jährige Bunds	0,59	8	2	9	42	17
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	1	2	-4	3	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,09	8	8	16	36	22
US Treas 10Y Performance	562,72	-0,1%	0,2%	-1,7%	-3,5%	-3,2%
Bund 10Y Performance	605,39	-0,2%	0,4%	0,4%	-1,8%	-0,3%
REX Performance Index	479,58	-0,2%	0,0%	0,3%	-1,6%	-0,2%
IBOXX AA, €	0,81	-1	4	10	21	13
IBOXX BBB, €	1,39	-1	2	17	0	16
ML US High Yield	6,28	-11	-24	17	11	13
JPM EMBI+, Index	819	-0,1%	0,5%	-1,8%	0,7%	-2,0%
Wandelanleihen Exane 25	7396	0,1%	1,0%	-1,0%	4,5%	0,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	444,35	0,8%	0,1%	1,7%	5,4%	2,8%
MG Base Metal Index	367,03	6,0%	5,2%	2,4%	25,1%	2,3%
Rohöl Brent	74,53	4,0%	12,8%	7,4%	35,5%	11,9%
Gold	1347,91	0,7%	2,5%	1,4%	4,7%	3,4%
Silber	17,23	4,2%	5,8%	1,2%	-5,6%	1,3%
Aluminium	2540,50	6,9%	23,1%	13,2%	35,5%	12,6%
Kupfer	6980,25	2,8%	1,7%	-0,7%	26,0%	-3,1%
Eisenerz	64,69	0,8%	-11,0%	-15,1%	-8,6%	-9,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1124	13,2%	-1,7%	-1,3%	-13,1%	-17,7%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,2377	0,4%	0,6%	1,2%	15,9%	3,2%
EUR/ GBP	0,8697	0,5%	-1,4%	-1,3%	3,8%	-2,0%
EUR/ JPY	132,87	0,6%	2,0%	-2,4%	14,3%	-1,6%
EUR/ CHF	1,1972	0,8%	2,3%	1,9%	12,0%	2,3%
USD/ CNY	6,2755	-0,2%	-0,9%	-2,3%	-8,8%	-3,5%
USD/ JPY	107,24	-0,1%	1,2%	-3,5%	-1,1%	-4,8%
USD/ GBP	0,7029	0,0%	-2,2%	-2,4%	-10,3%	-4,9%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger  
+49 40 3282-2229  
jbottger@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 herein 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.