



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

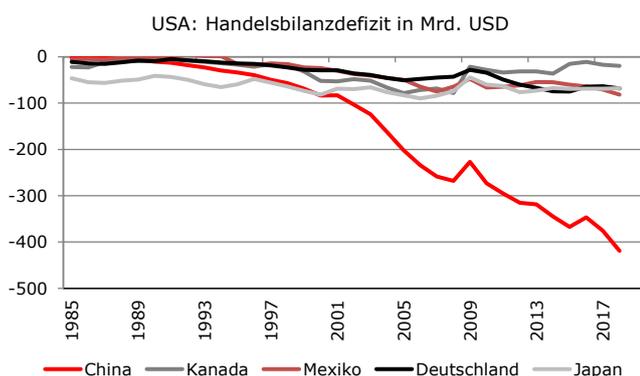
18. April 2019

Auf Rekordjagd

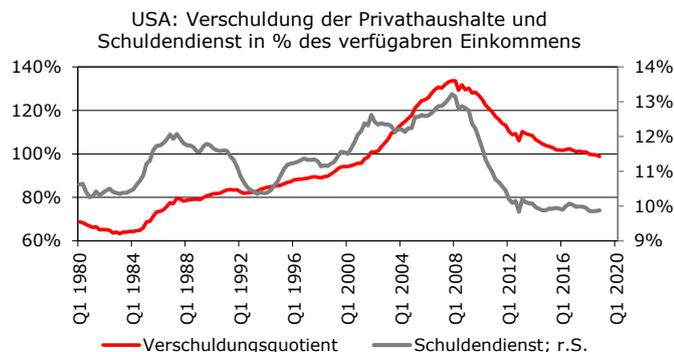
Im Unterschied zu den meisten anderen Ländern ist die US-Wirtschaft im Jahr 2018 stärker gewachsen als es 2017 der Fall war. Das reale Bruttoinlandsprodukt wuchs mit einer Rate von 2,9 Prozent und erreichte damit fast Donald Trumps Wunschgröße von drei Prozent. Und Trump wäre nicht Trump, wenn er mit der US-Notenbank nicht gleich auch einen Schuldigen parat hätte, der Schuld daran trägt, dass es mit seinem „Wachstumsversprechen“ nicht ganz geklappt hat. Dass sich die USA mit ihrer wirtschaftlichen Entwicklung vom Rest der Welt abkoppeln konnten, lag vor allem an zwei Dingen: Zum einen an der Steuerreform, die die Unternehmen steuerlich deutlich entlastet hat. Dies hat dazu beigetragen, dass viele Firmen neue Jobs geschaffen haben, womit der fiskalische Impuls von den Unternehmen auf die Konsumenten übertragen wurde. Und zum anderen wirkten sich die von Trump angezettelten Handelsstreitigkeiten der USA mit China, Mexiko, Kanada und anderen Ländern in erster Linie auf exportorientierte Volkswirtschaften wie die Eurozone, Japan und viele Schwellenländer negativ aus, nicht aber auf die USA selbst.

Denn für die USA als „große“ Volkswirtschaft spielt die Binnennachfrage die entscheidende Rolle für das Wirtschaftswachstum und nicht der Außenhandel. Somit wird es in diesem Jahr darauf ankommen, ob der private Verbrauch, auf den rund 70 Prozent der gesamten US-Wirtschaftsleistung entfällt, weiter wachsen wird. Zwar hat auch in den USA die Konjunkturdynamik in den letzten Monaten abgenommen, dennoch deuten die Indikatoren derzeit nicht darauf hin, dass es 2019 zu mehr als nur zu einer moderaten Wachstumsverlangsamung kommen wird.

Obwohl sich der Konsum seit Ende letzten Jahres deutlich schwächer entwickelt als es zuvor der Fall war, spricht dennoch vieles dafür, dass sich der private Verbrauch in den kommenden Monaten wieder erholen wird. Die Zuwachsrate der Einzelhandelsumsätze, die im Sommer vergangenen Jahres noch mehr als sechs Prozent betrug, lag im Februar bei nur noch zwei Prozent, wobei sich die Abschwächung quer über alle Segmente des Einzelhandels zieht. Dank des boomenden Arbeitsmarktes gibt es jedoch mehr Jobs als je zuvor, sodass auch die Löhne stärker ansteigen. Da die verfügbaren Einkommen mit einem jährlichen Zuwachs von mehr als vier Prozent stärker angestiegen sind als die Konsumausgaben, haben sich die US-Amerikaner ein verhältnismäßig dickes Polster an Ersparnissen zugelegt. Überhaupt ist festzustellen, dass die US-amerikanischen Privathaushalte finanziell äußerst robust dastehen. Dies liegt zum einen daran, dass die Schulden im Verhältnis zum Einkommen so niedrig sind wie es zuletzt 2001 der Fall gewesen ist. Zum anderen, und das ist noch wichtiger, ist der Schuldendienst, also der An-



teil von Zinsen und Tilgungen am verfügbaren Einkommen, mit weniger als zehn Prozent so gering wie selten zuvor – der US-Notenbank sei Dank. Zumindest von den Privathaushalten geht also keinerlei Risiko für eine neue Krise aus.



Eine neue Rezession ist von daher für die USA im Moment nicht in Sicht. Damit ist es sicher, dass der gegenwärtige Wirtschaftsaufschwung, der im Juni 2009 begann, im Juni 2019 mit dann 121 Monaten Wachstum einen neuen Rekord aufstellen wird. Der bisher längste Aufschwung in der jüngeren US-Geschichte fand von März 1991 bis Februar 2001 statt. Aus Anlegersicht lässt sich damit eine ganz wichtige Botschaft verbinden: Solange es absehbar zu keiner Rezession kommt, solange sollte man sich nicht zu defensiv aufstellen.

Dies ist auch der Hauptgrund für die sehr gute Wertentwicklung an den Aktienmärkten, die seit Jahresbeginn zu beobachten ist. Kam es aufgrund der Sorge vor einer starken wirtschaftlichen Abschwächung vor allem bei Aktien mit einem sehr starken Konjunkturbezug (Zykliker) im vierten Quartal 2018 zu prozentual zweistelligen Kursverlusten, waren diese umgekehrt die großen Gewinner des Jahres 2019. Mittlerweile haben die US-Indizes ihre im Herbst 2018 aufgestellten Rekorde nahezu erreicht, und wir halten es für wahrscheinlich, dass die Indizes weiter ansteigen werden. Nicht nur die US-Wirtschaft, auch der US-Aktienmarkt steht also vor einem neuen Rekord. Das dürfte dann auch andere Börsen mitziehen. Selbst wenn sich die globale Wirtschaft schwächer entwickelt als es 2018 der Fall gewesen ist, befindet sie sich nicht mehr im freien Fall. Vor allem die besseren Konjunkturdaten aus China deuten darauf hin, dass die eingeleiteten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen Früchte tragen. Zwar ist nicht alles Gold, was im Reich der Mitte an Wirtschaftsdaten glänzt, doch dürfte die dort zu beobachtende Stabilisierung über kurz oder lang auch der Eurozone, Japan und vielen Schwellenländern zu Gute kommen.

Neben den besseren (oder weniger schlechten) Konjunkturdaten sollte der Aktienmarkt zudem von der Berichtssaison für das erste Quartal profitieren. Die Zahl der Unternehmen, die ihre Quartalsergebnisse bereits berichtet haben, ist noch gering, dennoch ergibt sich schon ein recht deutliches Bild. So zeigt sich für die USA, dass es im Vergleich zum Vorquartal wieder mehr Unternehmen gelingt, die Gewinnerwartungen zu übertreffen. Beim S&P 500 und dem Nasdaq 100-Index haben bisher rund 80 Prozent der Firmen die Ertragsprognosen übertroffen, in Q4 2018 lag dieser Wert nur bei gut 70 Prozent. Bei den Umsätzen ist der Anteil der positiven Überraschungen dagegen mit rund 50 Prozent deutlich niedriger als im Vorquartal bzw. im langjährigen Durchschnitt. Dies ist ein untrügerisches Signal dafür, dass sich die Konjunktur abgeschwächt hat. In Europa haben bislang nur wenige Unternehmen ihre Bücher geöffnet. Die sehr kleine Stichprobe zeigt wie in den USA, dass die positiven Gewinnüberraschungen überwiegen und zudem auch die Umsatzzahlen besser als erwartet ausfallen.

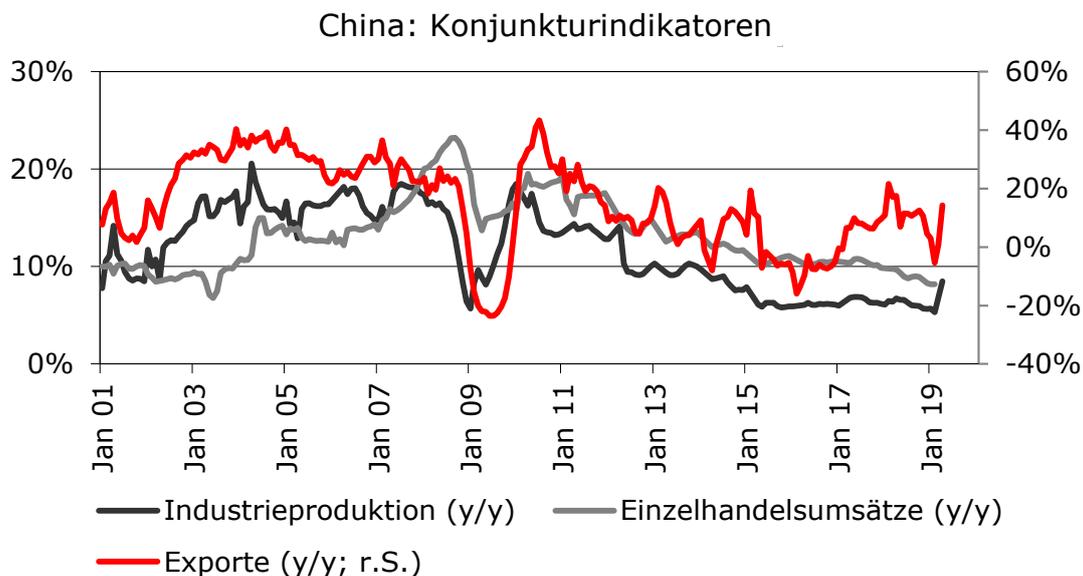
Mit diesem Rückenwind könnte sich die Rallye an den Aktienmärkten weiter fortsetzen. Allerdings hat diese Betrachtungsweise einen Haken: Die Unternehmensanalysten haben ihre Erwartungen für das erste und zum Teil auch für das zweite Quartal kräftig nach unten geschraubt, sie gehen dann aber von einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage aus. Im Moment beruht diese Erwartung allerdings mehr auf Hoffnungen als auf Fakten. Zudem stellt sich die Frage, wie weit die Kurse noch steigen können. Von der Bewertung her ist die Luft für weitere Kursgewinne dünn. Das auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Unternehmensgewinne berechnete KGV des S&P 500 ist von 14,3 zu Jahresbeginn auf zuletzt 17 angestiegen; der langjährige Mittelwert liegt dagegen nur bei 15. Geht man davon aus, dass die Gewinnerwartungen realistisch sind, errechnet sich bei einem KGV von 16 ein Kursziel von 3.000 Punkten, bei einem KGV von 17 eines von knapp 3.200 Punkten. Beim DAX ist das KGV zuletzt auf einen Wert von 12,9 angestiegen. Glaubt man den derzeitigen Gewinnerwartungen, könnte der DAX bei einem unveränderten Bewertungsmultiplikator auf 12.900 Punkte ansteigen. Allerdings sind die Gewinnprognosen sehr optimistisch, da sie für die kommenden beiden Jahre Steigerungsraten von jeweils rund zehn Prozent unterstellen. Bleibt man mit unterstellten Zuwachsraten von fünf und neun Prozent etwas vorsichtiger, errechnet sich ein DAX-Ziel von 12.600 Punkten.

Wochenausblick für die Zeit vom 22. April bis 26. April 2019

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	102,3	101,1	99,5	98,7	99,6	99,9	24. April
D: Ifo-Geschäftserwartungen	98,8	97,3	94,8	94	95,6	95,8	24. April
D: Ifo-Lageeinschätzung	105,9	105,1	104,5	103,6	103,8	104,0	24. April
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-6,6	-8,3	-7,9	-7,4	-7,2	-7,0	23. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Stabilisierung in China



In den letzten Monaten sah es so aus, als würde die konjunkturelle Dynamik Chinas durch den Handelskonflikt mit den USA und die schlechten Konjunkturdaten in Europa zunehmend abgeschwächt werden. Das Wachstum im vierten Quartal betrug „nur“ noch 6,4 Prozent, die Exporte, die 2018 zunächst noch von Vorzieheffekten profitierten, sind im Februar um 20 Prozent eingebrochen und die Industrieproduktion ist im gleichen Zeitraum um nur noch etwa fünf Prozent gewachsen. Auch der private Konsum hatte an Dynamik eingebüßt und die umfragebasierte Arbeitslosenquote stieg auf über fünf Prozent an. Wie schon in ähnlichen Fällen verkündete die Führung in Peking sich mit milliardenschweren Steuersenkungen und Investitionen gegen eine heraufziehende Flaute zu stemmen, um das Wachstumsziel von 6,0 bis 6,5 Prozent zu erreichen. Und tatsächlich: die volkswirtschaftlichen Daten haben sich für China zuletzt stabilisiert. Neben den Frühindikatoren fielen auch die „harten“ Daten besser als erwartet aus. So ist das BIP in China im ersten Quartal nach offiziellen Zahlen um 6,4 Prozent gewachsen, die Industrieproduktion stieg im März um 8,5 Prozent und der Umsatz

der Einzelhändler um 8,7 Prozent. Wie an gleicher Stelle vor einigen Wochen angemerkt, muss hierbei aber auch berücksichtigt werden, dass die Wirtschaftsdaten aus China aufgrund der Neujahrsfeierlichkeiten zum Jahresanfang häufig zu starken Schwankungen neigen. Deshalb sollten die besseren Daten im März auch nicht ausschließlich mit den Konjunkturmaßnahmen der Regierung erklärt werden. Auch bleiben Fragezeichen zur wirtschaftlichen Lage in China bestehen, was u.a. auch die Arbeitslosenzahlen zeigen. Die chinesische Regierung scheint dies ähnlich zu sehen: so soll aktuell an weiteren Konjunkturmaßnahmen gearbeitet werden, die den Kauf von Autos und Elektronik anheizen sollen. Einerseits sollte sich damit die wirtschaftliche Entwicklung im zweiten Quartal weiter stabilisieren. Andererseits zeigen die Konjunkturmaßnahmen jedoch auch die derzeitige Fragilität der Wirtschaft. Zusätzlich darf nicht vergessen werden, dass die Stabilisierung mit einem weiteren Anstieg der Verschuldung erkauft wird, wodurch die längerfristigen Kreditrisiken weiter ansteigen.

Überblick über Marktdaten

Stock marktes	As of	Change versus				
	18.04.2019 13:42	11.04.2019 -1 week	15.03.2019 -1 month	17.01.2019 -3 months	17.04.2018 -1 year	31.12.2018 YTD
Dow Jones	26450	1,2%	2,3%	8,5%	6,7%	13,4%
S&P 500	2900	0,4%	2,8%	10,0%	7,2%	15,7%
Nasdaq	7996	0,6%	4,0%	12,9%	9,8%	20,5%
DAX	12201	2,2%	4,4%	11,7%	-3,1%	15,6%
MDAX	25807	2,2%	2,6%	13,5%	-0,3%	19,5%
TecDAX	2803	2,2%	5,1%	11,4%	5,8%	14,4%
EuroStoxx 50	3495	1,7%	3,2%	13,9%	0,5%	16,5%
Stoxx 50	3173	0,5%	1,9%	12,0%	4,3%	15,0%
SMI (Swiss Market Index)	9602	0,6%	1,3%	7,7%	8,9%	13,9%
Nikkei 225	22090	1,7%	3,0%	8,3%	1,1%	10,4%
Brasilien BOVESPA	93285	-1,6%	-5,9%	-2,2%	10,9%	6,1%
Russland RTS	1258	1,0%	5,1%	8,7%	12,2%	18,0%
Indien BSE 30	39140	1,4%	2,9%	7,6%	13,8%	8,5%
China Shanghai Composite	3250	1,9%	7,6%	27,0%	6,0%	30,3%
MSCI Welt (in €)	2161	0,7%	2,9%	10,7%	12,1%	16,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1096	0,9%	4,2%	10,0%	3,4%	15,5%
Bond markets						
Bund-Future	164,30	-128	16	0	496	76
Bobl-Future	132,72	-28	31	-5	156	20
Schatz-Future	111,90	-3	6	-3	-2	-5
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	0	2	0
3M Euribor Future, Dec 2017	-0,31	0	-3	-7	-33	0
3 Monats \$ Libor	2,59	-1	-3	-18	24	-22
Fed Funds Future, Dec 2017	2,30	3	-2	-14	-25	0
10 year US Treasuries	2,57	6	-3	-18	-25	-12
10 year Bunds	0,05	5	-4	-14	-46	-20
10 year JGB	-0,02	5	1	-3	-6	-3
10 year Swiss Government	-0,27	12	12	-5	-29	-3
US Treas 10Y Performance	590,03	-0,7%	0,0%	1,8%	4,4%	1,6%
Bund 10Y Performance	640,63	-0,8%	0,0%	1,6%	5,6%	2,1%
REX Performance Index	490,59	-0,3%	0,2%	0,2%	2,1%	0,6%
US mortgage rate	0,00	0	0	0	0	0
IBOXX AA, €	0,52	4	-6	-36	-27	-36
IBOXX BBB, €	1,39	-1	-19	-64	2	-67
ML US High Yield	6,53	-5	-24	-70	25	-148
JPM EMBI+, Index	836	-0,1%	0,2%	2,7%	2,2%	5,6%
Convertible Bonds, Exane 25	7268	0,0%	1,7%	4,4%	-1,6%	5,4%
Commodities						
CRB Spot Index	425,29	0,2%	1,4%	2,7%	-3,5%	3,9%
MG Base Metal Index	316,79	0,2%	0,2%	7,2%	-10,6%	7,5%
Crude oil Brent	71,80	0,6%	7,3%	17,9%	0,3%	35,1%
Gold	1276,50	-1,5%	-2,0%	-1,2%	-5,0%	-0,4%
Silver	14,97	-0,4%	-2,3%	-3,5%	-10,7%	-3,5%
Aluminium	1834,25	-0,3%	-2,2%	-0,5%	-23,8%	-1,5%
Copper	6537,00	2,3%	1,4%	9,6%	-4,3%	9,9%
Iron ore	92,96	-0,7%	7,9%	24,8%	44,6%	34,3%
Freight rates Baltic Dry Index	767	5,4%	5,1%	-28,8%	-27,1%	-39,7%
Currencies						
EUR/ USD	1,1257	-0,1%	-0,5%	-1,2%	-8,9%	-1,7%
EUR/ GBP	0,8646	0,4%	1,3%	-1,9%	0,2%	-3,7%
EUR/ JPY	125,93	0,5%	-0,2%	1,6%	-4,9%	0,1%
EUR/ CHF	1,1381	0,7%	0,2%	0,6%	-4,4%	1,0%
USD/ CNY	6,7027	-0,3%	-0,2%	-1,1%	6,7%	-2,5%
USD/ JPY	112,07	0,4%	0,5%	2,6%	4,7%	2,3%
USD/ GBP	0,77	0,5%	2,0%	-0,8%	9,9%	-2,1%

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 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.