



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

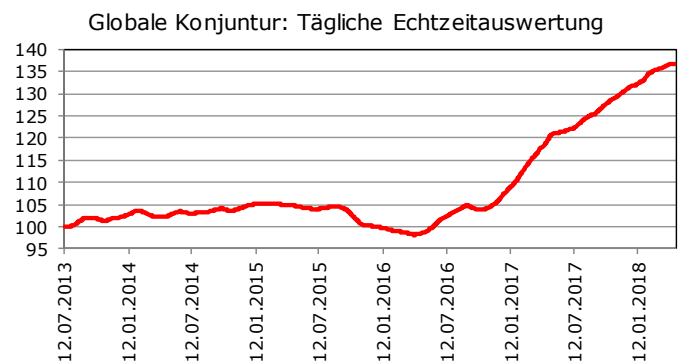
3. Mai 2018

Konjunktureller Höhepunkt erreicht – Absturz unwahrscheinlich

Auf den ersten Blick haben sich in den letzten Wochen und Monaten viele Konjunkturdaten eingetrübt. Dazu gehören das US-Konsumentenvertrauen, die deutsche Arbeitsproduktivität, der deutsche ZEW-Index, die britischen Einzelhandelsumsätze, viele Einkaufsmanagerindizes, die deutsche Industrieproduktion, der Ifo-Index, japanische Exporte, deutsche Einzelhandelsumsätze oder auch das belgische Geschäftsklima. Das hört sich auf den ersten Blick vergleichsweise dramatisch an, jedoch übersieht man dabei leicht, dass nicht jede konjunkturrelevante Zeitreihe einen Rückgang zu verzeichnen hatte. Um bei der Vielzahl der Konjunkturdaten ein wenig Licht ins Dunkel zu bringen, haben wir bei Warburg schon vor vielen Jahren ein Konjunkturmodell entwickelt, das eine Vielzahl von Daten „in Echtzeit“, also bei ihrer Veröffentlichung, zu einem Index kondensiert. Eine Variante des Modells, die auf besonders vielen Zeitreihen beruht, berechnen wir seit fast fünf Jahren Tag für Tag. Aus diesem Modell lässt sich ein globaler Konjunkturindikator ableiten, der insbesondere seit Mitte 2016 massiv angestiegen ist und damit unterstreicht, wie deutlich das globale BIP-Wachstum in diesem Zeitraum oberhalb des Trendwachstums lag. Dieser Indikator hat sich nun seit einigen Wochen kaum noch verbessert; hier deutet sich möglicherweise eine Trendwende an. Wenn sich dieser Sachverhalt in den kommenden Wochen und Monaten bestätigen sollte, hätte die globale Wirtschaft tatsächlich nach einem längeren Aufschwung ihren Höhenpunkt durchschritten.

Für viele Analysten und Investoren ist dies ein veritables Schreckgespenst, denn es weckt Erinnerungen an den Spätherbst 2007. Auch damals hatte die Weltwirt-

schaft ihren Höhepunkt erreicht, und sechs Monate später befand man sich auf dem Weg zur heftigsten Rezession der letzten Jahrzehnte. Im Herbst 2000 waren die Dinge ähnlich gelagert; auch damals durchschritt die globale Wirtschaft ihren konjunkturellen Höhenpunkt, und nur einige Quartale später glitt die Weltwirtschaft in eine Rezession, die von heftigen Marktkorrekturen begleitet wurde. Doch muss sich dieses Muster zwangsläufig wiederholen? Wir sind davon nicht überzeugt.



Zwar gibt es den geflügelten Spruch, wonach die vier Worte „Diesmal ist alles anders“ zu den teuersten Börsenweisheiten gehören, doch gibt es aus unserer Sicht einige gute Gründe, warum diesmal tatsächlich alles anders sein könnte.

Der Hauptgrund liegt im weitgehenden Fehlen systemischer Risiken. Im Jahr 2000 war der Aktienmarkt nach allen gängigen Bewertungskriterien dramatisch überbewertet, und im Jahr 2007 hatte sich in den USA eine Immobilienblase ungeahnten Ausmaßes zusammengebraut. Zwar war zu dem Zeitpunkt noch nicht klar, zu welchen Verwerfungen diese Blase führen würde, aber

kein aufmerksamer Beobachter konnte übersehen, dass es eine solche Blase gab. Im Vergleich dazu, ist aktuell schwer zu erkennen, wo heute eine systemische Krise oder Blase lauern könnte. Der Aktienmarkt ist etwas teurer bewertet als im Durchschnitt der letzten Jahre, jedoch weit von einer dramatischen Überbewertung entfernt. Der Anleihenmarkt befindet sich teilweise in einer Blase, jedoch ist dies zu einem erheblichen Teil geldpolitisch so gewollt; ein Platzen dieser Blase ist damit ein extrem unwahrscheinliches Szenario. Auch der Immobilienmarkt ist kein guter Kandidat für eine Blase oder ein systemisches Risiko. Zwar liegen die Immobilienpreise wieder deutlich über den Tiefständen aus dem Jahr 2009, jedoch existieren im Gegensatz zu 2008 weder kritische Verbriefungsstrukturen noch eine damit einhergehende ungesunde Verschuldung.

Beim Stichwort Verschuldung kommt einem allenfalls China in den Sinn, denn die Gesamtverschuldung Chinas (Staat, Unternehmen und Haushalte) ist in den letzten zehn Jahren auf nahezu abenteuerliche Art und Weise angestiegen. Während diese Verschuldung relativ zum BIP in China vor etwa zehn Jahren noch 150% betrug, liegt der Wert nun eher in der Nähe von 250%. Unter normalen Umständen würde man dies als problematisch einstufen; es stellt sich nur die Frage, was in China „normal“ ist. Schließlich ist die Verschuldung Teil der Planung und wird vom Staat in letzter Konsequenz gedeckt und garantiert. Zudem handelt es sich nicht um eine externe Verschuldung, in der andere Länder die Kredite vergeben haben. Das Gegenteil ist der Fall: Schließlich hat China über den Kauf von US-Staatsanleihen geholfen, die US-Staatsverschuldung zu finanzieren. Aus dieser Perspektive fällt es schwer, aus der zweifellos hohen Verschuldung Chinas eine zwangsläufig drohende systemische Schieflage abzuleiten.

Damit bleiben wir bei unserem schon seit längerem vertretenen Standardszenario, wonach die Weltwirtschaft im ersten Halbjahr 2018 zwar ihren Höhepunkt erreicht und durchschreitet, danach jedoch nicht in eine Rezession abgleitet, sondern in etwa mit dem langjährigen Trendwachstum weiter wachsen kann und wird.

Gleiches gilt analog für die größte Volkswirtschaft der Welt und den europäischen Währungsraum, auch wenn hier die USA aktuell die Nase vorne haben. Sowohl was die realen Daten angeht, als auch was die Frühindikatoren anbelangt, konnte sich die USA zuletzt besser ent-

wickeln. Dies zeigt auch der Economic Surprise Index, der die Entwicklung der veröffentlichten Daten im Vergleich zu den Erwartungen misst. Hierin dürfte auch ein Grund für die Aufwertung des US-Dollar liegen. Handelte der Greenback seit Beginn des Jahres noch in einer Spanne von 1,22-1,25 EUR/USD, ist der US-Dollar diese Woche auf unter 1,20 EUR/USD angestiegen. Ein weiterer Grund für die Dollaraufwertung liegt in Zinsdifferenz zwischen Dollar- und Euroanlagen. Lange Zeit hat sich der Wechselkurs von der Zinsentwicklung entkoppeln können, so dass der geringer verzinsliche Euro entgegen des in der Vergangenheit beobachteten Zusammenhangs stetig aufgewertet hat. Mit dem Renditeanstieg der 10-jährigen US-Treasuries auf rund 3% ist der Zins jedoch wieder mehr in den Fokus der Anleger gerückt. Und zwar völlig zurecht: die Renditedifferenz zwischen Treasuries und Bunds mit 10-jähriger Laufzeit stieg zuletzt auf über 240 Basispunkte an und liegt damit auf dem höchsten Wert seit 29 Jahren. Auch wenn wir der Meinung sind, dass sich hieraus noch weiteres Aufholpotenzial für den US-Dollar ableiten lässt, gehen wir nicht davon aus, dass die Rendite der US-Treasuries deutlich über die psychologische Marke von 3% ansteigen wird. Hierfür sprechen mehrere Gründe. Zum einen sind drei weitere Zinsschritte der US-Notenbank im Gegensatz zu den zuvor erwarteten zwei Zinsschritten zum Basisszenario der Marktteilnehmer geworden. Damit besteht kaum noch Überraschungspotenzial für eine restriktivere Notenbankpolitik. Zum anderen ist auch mit dem Überschreiten der 3% aus technischer Sicht noch kein Durchbruch nach oben gelungen. Hier müsste erst ein Widerstand bei 3,05% gebrochen werden, um einen weiteren Renditeanstieg wahrscheinlich zu machen. Außerdem haben Inflationssorgen zuletzt zum Renditeanstieg beigetragen. Wie wir aber auch in unserer letzten Publikation argumentiert haben, sollte die Inflation in den USA nur ein kurzes Comeback geben und sich dann nach den Sommermonaten wieder auf unter 2% abschwächen.

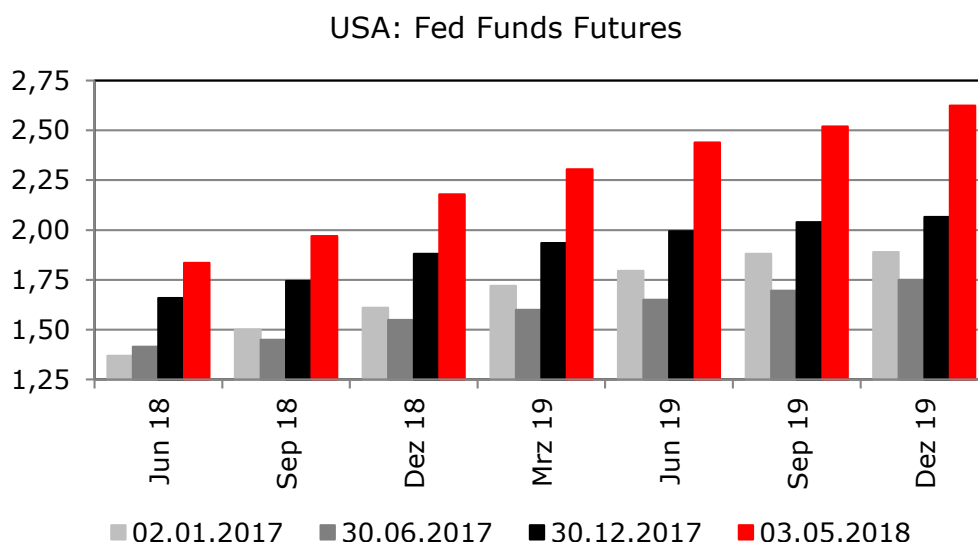
Diese Gemengelage sollte insgesamt positiv für die Aktienmärkte sein: Zum einen sind durch die Begrenzung des Renditeanstiegs von US-Treasuries die Opportunitätskosten für den Aktienkauf begrenzt. Zum anderen sollte die Aufwertung des US-Dollars den europäischen Aktien und besonders dem exportlastigen deutschen Aktienmarkt Aufwind geben. Dies könnte den zuletzt schwächeren Frühindikatoren entgegenwirken.

Wochenausblick für die Zeit vom 7. Mai bis 11. Mai 2018

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge, m/m	2,6%	-3,5%	0,3%	0,3%			7. Mai
D: Auftragseingänge, y/y	7,2%	8,6%	3,7%	4,9%			7. Mai
D: Industrieproduktion, m/m	-0,6%	0,1%	-1,6%	0,4%			8. Mai
D: Industrieproduktion, y/y	6,5%	5,9%	2,4%	2,9%			8. Mai
D: Exporte, m/m	0,0%	-0,4%	-3,1%	0,2%			8. Mai
D: Exporte, y/y	10,0%	7,4%	2,4%	2,5%			8. Mai
D: Importe, m/m	0,9%	-0,2%	-1,3%	0,3%			8. Mai
D: Importe, y/y	9,0%	5,9%	4,7%	3,8%			8. Mai
E-19: Sentix	31,2	32,9	31,9	24,0	19,6	21,0	7. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Nächster Fed-Zinsschritt wohl im Juni



Gestern hat der Offenmarktausschuss der Fed das Ergebnis seiner zweitägigen Beratung zum geldpolitischen Kurs bekanntgegeben und dabei den Leitzins bei 1,50-1,75% unverändert belassen. Da bereits im März die Leitzinsen angehoben wurden und Änderungen der Leitzinsen zuletzt auch immer nur bei den Sitzungsterminen mit angeschlossener Pressekonferenz beschlossen wurden, ist auch nicht mit einer weiteren Anhebung gerechnet worden. Zudem würde dies der avisierten graduellen Zinserhöhung widersprechen. Da die Beibehaltung der Leitzinsen also schon vorher feststand, lag der Fokus daher vielmehr auf der Beobachtung möglicher Änderungen in der Tonalität des veröffentlichten Statements. Insbesondere standen dabei der wirtschaftliche Ausblick und die anziehenden Inflation im Vordergrund. In der Tat zeigten die am Montag veröffentlichten Inflationzahlen, dass das Inflationsziel von 2% erreicht ist, wobei die Inflation in den kommenden Mo-

naten durch Basiseffekte weiter steigen dürfte. Auch ohne die volatilen Nahrungsmittel- und Energiepreise liegt die Inflation bei 1,9%. Die Möglichkeit eines kurzfristigen Überschießens der Inflation sieht auch die Fed. In ihrem Statement scheint die Fed die Märkte aber eher dahingehend beruhigen zu wollen, dass sie auf das zu erwartende Überschießen nicht überreagieren wird und damit den graduellen Zinspfad nicht verlassen will. Bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung behält die Fed ihren positiven Ausblick bei, wobei ökonomische Risiken aus dem schwelenden Handelskonflikt weiterhin nicht extra erwähnt werden. Die Fed scheint hier ihre abwartende Haltung beizubehalten. Insgesamt sind aus der Sitzung also keine Überraschungen hervorgegangen, so dass sich aus dem Statement auch keine Änderungen des Zinspfades ableiten lassen. Der nächste Zinsschritt wird auf der kommenden Sitzung im Juni erwartet.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	03.05.2018	26.04.2018	02.04.2018	02.02.2018	02.05.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	16:33	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	23630	-2,8%	-0,1%	-7,4%	12,8%	-4,4%
S&P 500	2617	-1,9%	1,3%	-5,3%	9,4%	-2,1%
Nasdaq	7101	-0,2%	3,4%	-1,9%	16,5%	2,9%
DAX	12710	1,7%	5,1%	-0,6%	1,6%	-1,6%
MDAX	26241	1,8%	2,5%	0,8%	5,7%	0,2%
TecDAX	2696	3,0%	8,1%	3,7%	26,8%	6,6%
EuroStoxx 50	3537	0,9%	5,2%	0,4%	-1,2%	0,9%
Stoxx 50	3079	0,4%	3,8%	-2,1%	-3,7%	-3,1%
SMI (Swiss Market Index)	8884	0,6%	1,6%	-3,7%	0,2%	-5,3%
FTSE 100	7510	1,2%	6,4%	0,9%	3,6%	-2,3%
Nikkei 225	22473	0,7%	5,1%	-3,4%	15,6%	-1,3%
Brasilien BOVESPA	84382	-2,3%	-0,3%	0,4%	26,5%	10,4%
Russland RTS	1132	-1,3%	-8,3%	-11,0%	1,1%	-1,9%
Indien BSE 30	35103	1,1%	5,6%	0,1%	17,3%	3,1%
China Shanghai Composite	3101	0,8%	-2,0%	-10,4%	-1,4%	-6,2%
MSCI Welt (in €)	2077	0,9%	4,9%	-0,2%	0,4%	-1,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1151	2,3%	1,4%	-2,3%	6,3%	-0,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	483	371	527	145	146
Bobl-Future	131,19	37	-6	86	-58	-42
Schatz-Future	111,93	5	-5	10	-28	-5
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	0	0	-5	-20	0
3 Monats \$ Libor	2,35	-1	4	56	118	66
Fed Funds Future, Dez 2018	2,18	-2	11	13	63	0
10-jährige US Treasuries	2,93	-6	20	8	64	52
10-jährige Bunds	0,54	-6	4	-16	21	11
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	-2	0	-4	2	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,05	-8	3	-4	18	18
US Treas 10Y Performance	558,54	0,2%	-1,7%	-0,4%	-3,3%	-3,9%
Bund 10Y Performance	602,74	0,1%	-0,7%	1,8%	-0,8%	-0,8%
REX Performance Index	479,77	0,2%	-0,2%	1,0%	-0,8%	-0,2%
IBOXX AA, €	0,82	-2	5	3	12	15
IBOXX BBB, €	1,45	0	6	13	6	22
ML US High Yield	6,51	2	-8	25	44	36
JPM EMBI+, Index	799	-1,1%	-2,4%	-3,2%	-2,5%	-4,4%
Wandelanleihen Exane 25	7436	0,0%	2,1%	1,2%	3,6%	0,5%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	445,94	0,0%	2,2%	0,6%	4,2%	3,1%
MG Base Metal Index	349,23	-0,1%	2,6%	-4,2%	17,9%	-2,7%
Rohöl Brent	72,59	-2,7%	3,6%	6,4%	41,7%	9,0%
Gold	1313,03	-0,4%	-1,9%	-1,3%	4,7%	0,7%
Silber	16,42	-0,4%	-1,1%	-1,6%	-2,4%	-3,5%
Aluminium	2326,00	2,1%	17,1%	5,3%	21,0%	3,1%
Kupfer	6784,50	-2,1%	1,6%	-3,1%	17,6%	-5,9%
Eisenerz	65,27	0,0%	-1,4%	-10,5%	-5,0%	-8,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1346	-2,1%	27,6%	22,9%	25,4%	-1,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1965	-1,7%	-2,9%	-4,2%	9,6%	-0,2%
EUR/ GBP	0,8814	1,4%	0,6%	0,1%	4,5%	-0,7%
EUR/ JPY	130,69	-1,6%	-0,4%	-4,8%	6,6%	-3,2%
EUR/ CHF	1,1952	-0,2%	1,5%	3,1%	10,1%	2,1%
USD/ CNY	6,3499	0,3%	1,0%	0,8%	-7,9%	-2,4%
USD/ JPY	109,85	0,5%	3,7%	-0,2%	-1,9%	-2,5%
USD/ GBP	0,7367	2,6%	3,5%	4,1%	-4,8%	-0,3%

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
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.