



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

2. Oktober 2019

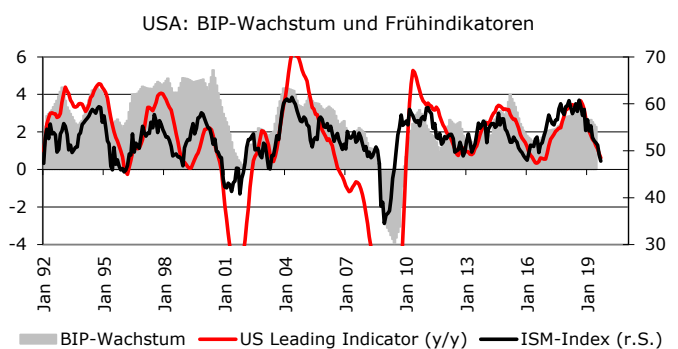
### US-Wirtschaft: Der Fels in der Brandung, aber wie lange noch?

Die Weltwirtschaft befindet sich in einem konjunkturellen Abschwung. In fast allen Ländern hat sich die Wachstumsdynamik in den vergangenen 12 Monaten abgeschwächt, wobei in Europa und in einigen Schwellenländern die stärkste Verlangsamung zu beobachten ist. Dagegen hat sich das Wirtschaftswachstum in den USA bislang nur moderat abgeschwächt. Gegenüber dem zweiten Quartal 2018, in dem das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer Jahresrate von 3,2 Prozent das stärkste Wachstum seit der Amtsübernahme durch US-Präsident Trump verzeichnete, hat sich die Wachstumsrate zuletzt auf 2,3 Prozent nur leicht verringert. Dies zeigt, dass sich der vom US-Präsidenten initiierte Handelskrieg mit China kaum negativ auf die USA ausgewirkt hat. Worauf ist dies zurückzuführen? Und wird das so bleiben?

Beim genaueren Hinsehen stellt man fest, dass sich die Abschwächung des Welthandels auch in den USA bemerkbar macht. So haben sich die Ausfuhren in den vergangenen Quartalen analog zur Entwicklung in den meisten anderen Ländern abgeschwächt. Jedoch spielen die Exporte für die US-Wirtschaft nur eine untergeordnete Rolle: Ihr Anteil an der gesamten Wertschöpfung beträgt nur acht Prozent (zum Vergleich: in Deutschland liegt der Anteil bei 40 Prozent). Hinzu kommt, dass das verarbeitende Gewerbe, in dem sich die Bremsspuren des Handelskriegs am deutlichsten zeigen, in den USA nur einen Anteil von etwas mehr als zehn Prozent an der gesamten Wirtschaft hat (Deutschland: fast 25 Prozent).

Im Unterschied zu vielen anderen Volkswirtschaften sind die USA also strukturell anders aufgestellt: Dienst-

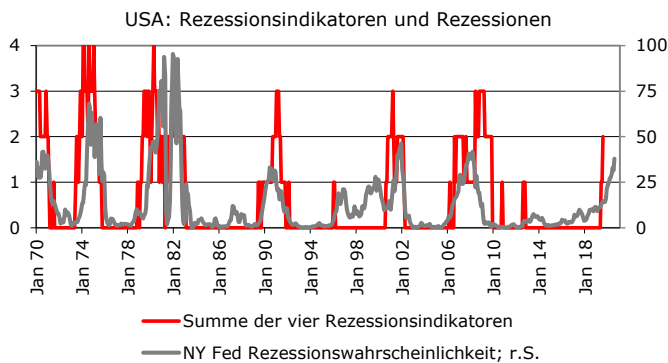
leistungen und der private Verbrauch, der einen Anteil von fast 70 Prozent am BIP hat, entscheiden in erster Linie über Wohl und Wehe der US-Wirtschaft. Hinzu kommt, dass die Deregulierung der Wirtschaft, die höheren Staatsausgaben und die Steuersenkungen quasi als eine Art Schutzschild fungiert haben. Und nicht zuletzt verfügen die USA über einen wettbewerbsfähigen und gut kapitalisierten Finanzsektor, der es zusammen mit liquiden Kapitalmärkten Konsumenten und Unternehmen ermöglicht, in ausreichendem Maße an günstige Kredite zu kommen.



Die meisten Frühindikatoren deuten jedoch darauf hin, dass sich das Wirtschaftswachstum in den nächsten Quartalen abschwächen wird. Vor allem für die Industrieunternehmen haben sich die Geschäftsaussichten eingetrübt. So ist der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe im September auf 47,8 Punkte gefallen; das ist der niedrigste Wert seit Juli 2009. Eine Rezession signalisiert der Indikator aber erst bei Werten von etwa 43 Punkten. Bei den Dienstleistern liegt der Einkaufs-

managerindex hingegen noch bei 56,4 Punkten (August 2019) und damit auf einem immer noch hohen Niveau.

Ist eine US-Rezession also unwahrscheinlich? Die Anleger am US-Aktienmarkt scheinen dieser Meinung zu sein, denn der S&P 500 befindet sich in der Nähe seines historischen Höchststands und hat in diesem Jahr um gut 17 Prozent zugelegt. Vor und in Rezessionen verlieren Aktien dagegen signifikant an Wert. Von den vier Rezessionsindikatoren, die wir verfolgen, haben bislang zwei angeschlagen: zum einen die Zinsstrukturkurve, also der Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen, zum anderen die Differenz zwischen Lagerbeständen und Neuaufträgen beim ISM-Index aus dem verarbeitenden Gewerbe. Unkritisch verhalten sich dagegen bisher der Index der Frühindikatoren von Conference Board sowie die Veränderung der Arbeitslosenquote.



Die Beschäftigung ist der Schlüsselfaktor, der darüber entscheidet, wie stark der Abschwung der US-Wirtschaft ausfallen wird. Bislang sind die Arbeitsmarktdaten unauffällig, die Arbeitslosenquote ist so niedrig wie seit 50 Jahren nicht mehr. Zudem steigen die Löhne um gut drei Prozent, sodass die US-Verbraucher real mehr Geld im Portemonnaie haben, das ausgegeben werden kann. Allerdings hat sich der Beschäftigungszuwachs in den vergangenen Monaten abgeschwächt, im Vorjahresvergleich ist der Zuwachs zuletzt so gering ausgefallen wie zuletzt im August 2011. Unter der Oberfläche scheint sich also auch am Arbeitsmarkt die Situation zu verschlechtern. Sollte dieser Trend anhalten, könnte der Konsum als Wachstumsmotor der US-Wirtschaft ins Stottern geraten und die gesamte Wirtschaft mit nach unten ziehen. Dies würde wohl auch dem US-Aktienmarkt nicht gut bekommen, wobei fallende Aktienkurse das Verbrauchervertrauen belasten und zu negativen Vermögenseffekten führen könnten. Eine mögliche Abwärtsspirale wäre die Folge. Aber soweit muss es nicht kommen.

Neben den nächsten Arbeitsmarktdaten kommt der Berichtssaison für das gerade zu Ende gegangene dritte Quartal eine wichtige Rolle für die weitere Entwicklung des Aktienmarktes zu. Wie für die meisten globalen Aktienmärkte sind auch für den S&P 500 die Gewinnerwartungen für das Jahr 2019 von den Unternehmensanalysten seit Herbst letzten Jahres kontinuierlich gesenkt worden. Nachdem zu Jahresbeginn noch ein Gewinnanstieg von knapp acht Prozent für dieses Jahr prognostiziert wurde, wird derzeit nur noch mit einem Plus von zwei Prozent gerechnet. Noch deutlicher fielen die Prognoseanpassungen für den Dow-Jones-Index (von plus acht auf minus fünf Prozent) und den Technologiewerteindex Nasdaq Composite (von plus zwölf auf minus zwei Prozent) aus.

Für das dritte Quartal wird für den S&P 500 eine Gewinnrückgang von gut drei Prozent gegenüber dem Vorjahr erwartet. Da die Prognosen im Vorfeld der Berichtssaison meistens so stark reduziert werden, dass es den Unternehmen später dann doch gelingt, diese zu übertreffen und für eine positive Überraschung zu sorgen, dürfte das tatsächliche Ergebnis etwas besser ausfallen. Zu den Sektoren, die im dritten Quartal am negativsten abschneiden dürften, gehören Energie (-31 Prozent), Rohstoffe (-17 Prozent) und Technologie (-8 Prozent). So wird für die Halbleiterhersteller aus dem Philadelphia-Semiconductor-Index ein Gewinnrückgang von 20 Prozent erwartet. Zu den Branchen, für die ein höherer Gewinn im Vergleich zum Vorjahr erwartet wird, gehört neben dem Finanz- (+4 Prozent) und Pharmasektor (+3 Prozent) überraschenderweise auch die Branche Industrie (+2 Prozent).

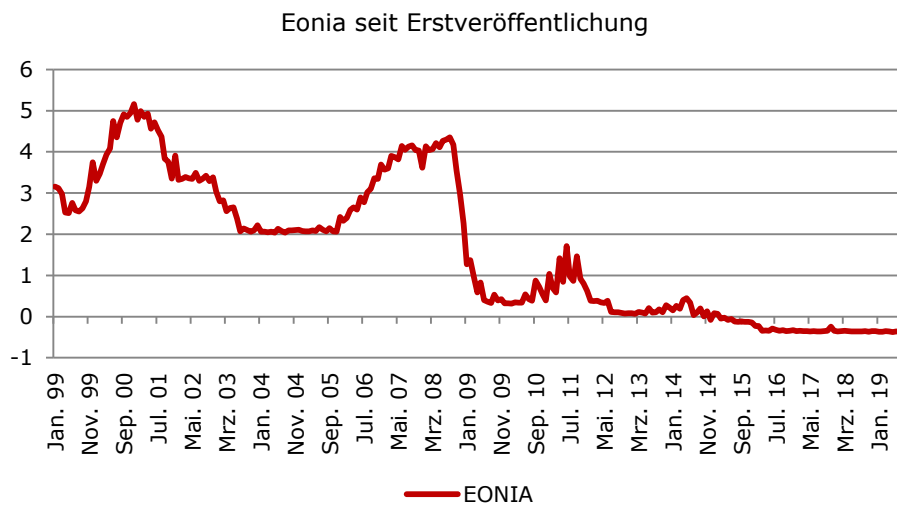
Aber selbst wenn die Gewinne im dritten Quartal etwas besser als erwartet ausfallen dürften, besteht das Risiko, dass die Prognosen für die folgenden Quartale weiter nach unten angepasst werden müssen. Ohne eine Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Lage ist es fraglich, woher der unterstellte Gewinnanstieg von gut drei Prozent im vierten Quartal bzw. von zehn Prozent im nächsten Jahr resultieren soll. Dieser dürfte nur dann erreichbar sein, wenn es bei den nächsten Verhandlungen zwischen den Delegationen aus den USA und China wirklich zu einem Handelsdeal kommt. Gut möglich, dass US-Präsident Trump nach den zuletzt schwachen Konjunkturdaten bereit ist, von einigen seiner Forderungen gegenüber China abzurücken. Doch das bleibt erstmal abzuwarten.

## Wochenausblick für die Zeit vom 07. bis 11. Oktober 2019

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge Industrie, m/m	-2,0%	2,7%	-2,7%	0,2%			7. Oktober
D: Industrieproduktion, m/m	0,1%	-1,1%	-0,6%	-0,1%			8. Oktober
D: Industrieproduktion, y/y	-4,5%	-4,7%	-4,2%	-4,4%			8. Oktober
D: Exporte, m/m	1,3%	-0,1%	0,7%	-0,5%			10. Oktober
D: Importe, m/m	-0,4%	0,7%	-1,5%	0,4%			10. Oktober
D: Handelsbilanz in Mrd. EUR	18,7	18,0	20,2	18,5			10. Oktober
D: Konsumentenpreise, m/m - Final	0,2%	0,3%	0,5%	-0,2%	0,0%		11. Oktober
D: Konsumentenpreise, y/y - Final	1,4%	1,6%	1,7%	1,4%	1,2%		11. Oktober
E-19: Sentix Index	5,3	-3,3	-5,8	-13,7	-11,1	-12,0	07. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Ein neuer Benchmarkzins



Man wird sich an eine neue Abkürzung gewöhnen müssen: ESTR. Damit ist die Euro Short-Term Rate gemeint, die den EONIA innerhalb einer Übergangsperiode ablösen wird. Der EONIA ist derjenige Zins, zu dem sich europäische Banken über Nacht Geld leihen. Seine Relevanz hat der Zins in erster Linie aus seiner Funktion als Benchmark für einen risikolosen Zins im Euroraum. Ein Volumen von mehreren Billionen Euro an Finanzprodukten ist an den Zins gekoppelt. Der von der EZB erzwungene Wechsel zu dem neuen Benchmarkzins ESTR hat seinen Ursprung in dem LIBOR-Skandal von 2012, als bekannt wurde, dass mehrere Banken den LIBOR, aber auch andere Referenzzinsen über Jahre manipuliert hatten. Allein an den Libor sind Finanzprodukte von etwa 340 Billionen EUR gekoppelt. Mit dem Skandal schwand das Vertrauen in derartige Referenzzinssätze, sodass Zentralbanken und Regulatoren Initia-

tiven starteten, um Referenzzinssätze zu entwickeln, die weniger anfällig für Manipulationen sind. Wieder einmal waren die USA schneller als die Europäer. Dort werden bereits seit einem Jahr Zinsprodukte basierend auf dem neuen Zins begeben. Für den Euroraum ist nicht zu erwarten, dass der Übergang von EONIA zu ESTR mit größeren Verwerfungen verbunden sein wird. Schließlich wird der Eonia noch bis zum 3. Januar 2022 veröffentlicht werden. Lediglich die Berechnung für den Eonia wird sich verändern und sich aus ESTR plus 8,5 Basispunkte (fix) zusammensetzen. Dass der ESTR funktionsfähig zu sein scheint, zeigt auch die nun beendete Testphase, in der der Referenzzins den jüngsten Zinsschritt der EZB ohne Probleme abbildete. In der ersten Veröffentlichung notierte der Zins bei -0,545%.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	02.10.2019	25.09.2019	30.08.2019	01.07.2019	01.10.2018	31.12.2018
<b>Aktienmärkte</b>	16:58	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	26135	-3,1%	-1,0%	-2,2%	-1,9%	12,0%
S&P 500	2893	-3,1%	-1,1%	-2,4%	-1,1%	15,4%
Nasdaq	7785	-3,6%	-2,2%	-3,8%	-3,1%	17,3%
DAX	11977	-2,1%	0,3%	-4,3%	-2,9%	13,4%
MDAX	25193	-1,5%	-2,0%	-2,3%	-3,8%	16,7%
TecDAX	2729	-2,3%	-2,0%	-6,5%	-4,3%	11,4%
EuroStoxx 50	3435	-2,2%	0,2%	-1,8%	0,6%	14,4%
Stoxx 50	3132	-2,4%	-0,1%	-2,2%	2,0%	13,5%
SMI (Swiss Market Index)	9778	-1,4%	-1,2%	-1,9%	7,1%	16,0%
FTSE 100	7134	-2,1%	-1,0%	-4,8%	-4,8%	6,0%
Nikkei 225	21779	-1,1%	5,2%	0,2%	-10,2%	8,8%
Brasilien BOVESPA	101863	-2,5%	0,7%	0,5%	29,6%	15,9%
Russland RTS	1317	-2,7%	1,8%	-6,0%	10,6%	23,5%
Indien BSE 30	38305	-0,7%	2,6%	-3,5%	4,9%	6,2%
China Shanghai Composite	2905	-1,7%	0,7%	-4,6%	3,0%	16,5%
MSCI Welt (in €)	2158	-0,8%	1,8%	2,1%	4,6%	19,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	998	-0,4%	2,3%	-2,7%	1,2%	8,2%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	174,20	-16	-490	90	1543	1066
Bobl-Future	135,58	7	-65	96	482	306
Schatz-Future	112,32	7	-27	2	51	38
3 Monats Euribor	-0,43	-2	1	-8	-11	-12
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,47	-2	10	2	-38	0
3 Monats \$ Libor	2,09	-1	-5	-24	-31	-72
Fed Funds Future, Dez 2019	1,60	-9	-2	-16	-122	-1
10-jährige US Treasuries	1,60	-13	9	-43	-148	-109
10-jährige Bunds	-0,54	4	16	-19	-102	-79
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,16	11	12	-1	-29	-16
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,72	9	29	-17	-77	-55
US Treas 10Y Performance	650,10	1,0%	-1,0%	4,4%	17,3%	12,0%
Bund 10Y Performance	683,20	-0,3%	-1,5%	2,3%	11,4%	8,9%
REX Performance Index	500,96	-0,2%	-0,9%	0,5%	4,0%	2,7%
IBOXX AA, €	0,11	-2	18	-11	-75	-77
IBOXX BBB, €	0,79	-1	15	-20	-93	-127
ML US High Yield	6,37	8	5	-5	-13	-165
JPM EMBI+, Index	861	-0,1%	0,0%	-2,3%	8,3%	8,8%
Wandelanleihen Exane 25	7570	0,0%	-0,4%	2,3%	1,7%	9,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	387,57	0,0%	0,1%	-4,6%	-6,7%	-5,3%
MG Base Metal Index	291,38	-0,7%	-0,2%	-1,5%	-6,5%	-1,1%
Rohöl Brent	57,99	-6,7%	-4,1%	-10,8%	-31,1%	9,1%
Gold	1495,95	-1,4%	-2,2%	7,4%	25,9%	16,7%
Silber	17,30	-4,3%	-5,9%	13,7%	19,6%	11,5%
Aluminium	1722,00	-0,4%	-0,1%	-2,7%	-16,9%	-7,6%
Kupfer	5655,25	-1,8%	0,0%	-4,8%	-9,6%	-4,9%
Eisenerz	92,16	-0,9%	1,4%	-22,8%	34,7%	33,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1809	-11,9%	-23,9%	31,0%	16,3%	42,3%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0943	-0,4%	-0,8%	-3,6%	-5,7%	-4,4%
EUR/ GBP	0,8892	0,5%	-1,7%	-0,7%	0,1%	-0,9%
EUR/ JPY	117,45	-0,5%	0,1%	-4,5%	-11,2%	-6,7%
EUR/ CHF	1,0927	0,8%	0,2%	-1,9%	-4,3%	-3,0%
USD/ CNY	7,1477	0,2%	-0,2%	4,3%	4,0%	4,0%
USD/ JPY	107,76	0,0%	1,4%	-0,6%	-5,4%	-1,7%
USD/ GBP	0,8128	0,6%	-1,0%	2,8%	6,0%	3,5%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@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

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@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.