

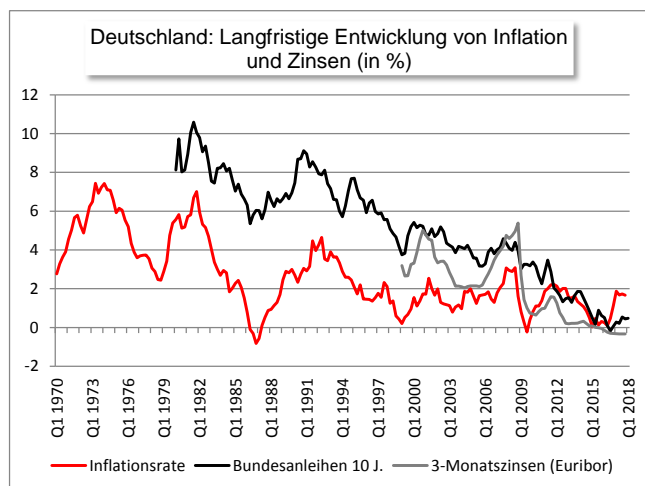
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Niedrige Zinsen: Die Ruhe vor dem Sturm oder ein Dauerbrenner?

Die Wirtschaft in Deutschland boomt. Das Bruttoinlandsprodukt stieg im Jahr 2017 einer ersten Schätzung des Statistischen Bundesamts zufolge um sehr ordentliche 2,2 Prozent und damit so stark wie seit der Konjunkturerholungsphase im Jahr 2011 nicht mehr. Berücksichtigt man, dass im Vorjahr überdurchschnittlich viele Feiertage die Arbeitszeit verringerten, ergibt sich sogar ein kräftiges Wachstumsplus von 2,5 Prozent. Trotz der Hochstimmung in der größten europäischen Volkswirtschaft liegen die europäischen Leitzinsen jedoch unverändert auf ihrem Rekordtief, wo sie wohl auch noch bis weit ins Jahr 2019 hinein bleiben werden. Mehr noch verharren auch die langfristigen Marktzinsen, gemessen an den zehnjährigen Bundesanleihen, bei lediglich rund 0,5 Prozent.

Ist diese überraschende Zinsentwicklung nur die Ruhe vor dem Sturm? Gemäß der ökonomischen Theorie sollte ein wirtschaftlicher Aufschwung gepaart mit einer sehr expansiven Geldpolitik früher oder später zu einer steigenden Inflation und damit zu höheren Zinsen führen. Irgendwann muss sich schließlich auch die Geldschwemme der Notenbanken durch die massiven Anleihekaufprogramme bemerkbar machen. Steigende Preise für Immobilien und andere Sachwerte könnten Vorboten einer großen Inflationswelle sein, die noch unterschwellig, aber unaufhaltsam auf uns zurollt. Anschließend müsste die Europäische Zentralbank massiv mit höheren Leitzinsen gegensteuern. Die dramatische Folge könnte eine Stagflation, d.h. gleichzeitig Geldentwertung und Wirtschaftskrise sein.

Doch entgegen der ersten Intuition gibt es gute Gründe dafür, dass die Inflation trotz Wirtschaftsboom und Geldschwemme langfristig niedrig bleibt. Anders ausgedrückt spricht einiges dafür, dass der langfristige Trend zu immer tieferen Inflationsraten anhält und es nicht zu einer „Mean Reversion“, also nicht zu einer Rückkehr zum langjährigen Durchschnitt kommen wird.

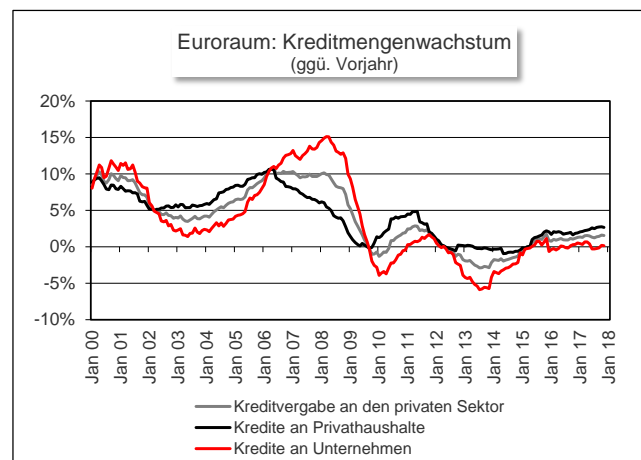


Die wesentliche Ursache liegt in der demografischen Entwicklung begründet. In vielen europäischen Staaten schrumpft der potenzielle Absatzmarkt durch geringe Ge-

burtenraten und eine abnehmende Bevölkerung. In allen Volkswirtschaften sorgt darüber hinaus noch stärker die Alterung der Gesellschaft für einen Nachfragerückgang. Denn ältere Menschen haben erfahrungsgemäß deutlich geringere Konsumbedürfnisse als junge Bevölkerungsgruppen. Die Folge ist ein kontinuierlich schrumpfender Binnenmarkt. Für die Unternehmen führt dies entsprechend zu geringeren Produktionsmengen und zu einem Rückbau der Kapazitäten statt zu Erweiterungsinvestitionen.

Zwar hält dieser Trend schon seit einiger Zeit an, er wurde aber in den 1990er Jahren durch die neuen Absatzmärkte in Osteuropa und in den 2000er Jahren durch die Integration Chinas, Indiens und anderer Schwellenländer in den Weltmarkt teilweise kompensiert. Doch diese Entwicklung lässt aus drei Gründen nach. Erstens gehen die Wachstumsraten der Schwellenländer langsam, aber sukzessive zurück, zweitens ist der Abbau von Handelshemmnissen merklich ins Stocken geraten oder teilweise sogar schon wieder ins Gegenteil umgeschlagen und drittens gehen immer mehr Unternehmen dazu über, lokal direkt am Absatzmarkt zu produzieren.

Folglich lässt die Neigung der Unternehmen nach, in Europa neue Fabriken zu errichten oder bestehende Kapazitäten auszuweiten. Stattdessen wächst allenfalls noch der weniger kapitalintensive Dienstleistungssektor, dessen Anteil an der Wertschöpfung immer weiter zunimmt. Daraus resultiert ein geringerer Bedarf an Krediten. Trotz der boomenden Konjunktur steigt das Kreditvolumen an Unternehmen in der Eurozone lediglich um magere 0,2 Prozent. Die geringere Kreditnachfrage trifft dabei auf ein zurückhaltendes Angebot. Eine verstärkte administrative Regulierung und erhöhte Eigenkapitalunterlegungsanforderungen führen dazu, dass die Finanzinstitute weniger offensiv Kreditkonditionen bepreisen und Kredite vergeben, als dies in ähnlichen Konjunkturphasen der Vergangenheit der Fall war. Eine schwächeres Kreditwachstum ist der Preis für krisenfestere Banken.



Die geringe Kreditvergabe hemmt zunehmend den Geldkreislauf. Denn ein Kredit führt über den Geldschöpfungsmechanismus in etwa zu einer verachtfachen Erhöhung der Geldmenge. Der Mechanismus läuft dabei so ab, dass für

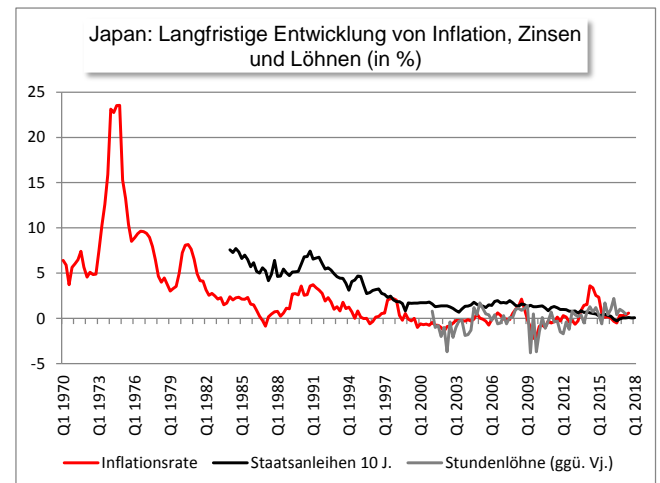
den Kredit Güter und Dienstleistungen erworben werden, woraufhin der Verkäufer wiederum den Erlös bei der Bank einzahlt, die daraufhin auf Basis der zusätzlichen Einlagen erneut Kredite vergibt, so dass sich der Kreislauf fortsetzt. Die EZB versucht diese Marktentwicklung ähnlich wie zuvor andere Notenbanken durch eine direkte Zuführung von Liquidität in den Markt über den Ankauf von Anleihen zu kompensieren. Der kurzfristige Erfolg der Verhinderung einer Deflation gibt ihr Recht. Doch verschärft sie damit mittel- bis langfristig die Problematik. Denn die zusätzliche Liquidität kommt in Form von Sichtguthaben früher oder später bei den Unternehmen und privaten Haushalten an. Wer jedoch über viel Cash verfügt, der braucht weniger Kredite, wodurch der Geldschöpfungsmechanismus weiter gestört wird. Im Normalfall sollte der hohe Cash-Bestand bei den Unternehmen früher oder später für Investitionen genutzt werden. Doch bei einer schrumpfenden Konsumnachfrage im Inland sind die Investitionsanreize gering. Dies ist damit auch die wesentliche Erklärung dafür, wo das ganze Geld bleibt, das in den Markt gepumpt wird. Es versickert nicht, verdrängt aber anderes Geld. Schon der Ökonom Milton Keynes erkannte diese Gefahr und beschrieb sie als Liquiditätsfalle.

Der beschriebene Mechanismus erklärt, warum keine Geldschwemme entstanden ist. Nichtsdestotrotz könnte in einer boomenden Konjunktur mit einer Rekordbeschäftigung über steigende Löhne eine Inflationierung in Gang gesetzt werden. Doch auch hierfür gibt es aktuell wenig Anhaltspunkte. Was sind die Ursachen für die zögerliche Lohnentwicklung? Zum einen scheint die Macht der Gewerkschaften nicht mehr so groß zu sein wie in der Vergangenheit. Die abnehmende Zahl der Arbeiter und eine geringere Organisationsneigung der jüngeren Bevölkerungsgruppen lassen die Mitgliederzahlen absolut und relativ zur Gesamtbeschäftigung zurückgehen. Darüber hinaus scheint sich das Interesse der Mitglieder mehr in Richtung einer Arbeitszeitflexibilisierung und anderer nichtfinanzieller Verbesserungen des Arbeitsumfelds zu bewegen. Schließlich scheint nach den Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise eine größere Präferenz hinsichtlich Jobsicherheit gegenüber Gehaltszuwächsen zu bestehen.

Vor allem aber dürfte die Globalisierung Auswirkungen auf die Lohnentwicklung haben. Unternehmen sind heute viel besser in der Lage, auf Veränderungen bei den Arbeitskosten in einer Volkswirtschaft durch eine Verlagerung der Produktion in andere Länder zu reagieren. Die lediglich national organisierten Gewerkschaften treffen hierbei auf international agierende Konzerne. Diese Entwicklung ist global ablesbar und dürfte sich kaum wieder umkehren lassen.

Dass es sehr schwierig sein kann, aus einem Niedrigzinsumfeld wieder herauszukommen, belegt das Beispiel Japan. Trotz massiver Anleihe- und Aktienkäufe, einer sehr expansiven Fiskalpolitik und eines wachsenden Drucks auf die Gewerkschaften und Unternehmen, höhere Tarifabschlüsse zu vereinbaren, gelingt die Reflationierung nur sehr bedingt. Die Wahrscheinlichkeit ist vielmehr sehr hoch, dass die japanische Volkswirtschaft spätestens in der nächsten Rezession wieder in die Deflation zurückrutscht. Auch hier ist die alternde und schrumpfende Bevölkerung

die wesentliche Ursache der Entwicklung. Obwohl es den japanischen Unternehmen insgesamt sehr gut geht, wird immer weniger im Inland investiert. Über viele Jahre haben die Gewerkschaften Nullrunden auf das nominale Gehalt mit den Unternehmen abgeschlossen.



Nun ist Japan in Bezug auf die Bevölkerungsentwicklung und die Mentalität wohl noch etwas ausgeprägter aufgestellt als Europa, die Parallelen in den Tendenzen, die mit Zeitverzug nach Europa kommen, sollten aber auch nicht unterschätzt werden.

Für den Anleger ergeben sich daraus mehrere langfristige Empfehlungen. Erstens sollte er sich weniger Sorgen um steigende Inflationsraten und Zinsen machen, als dies in der Öffentlichkeit in Deutschland verbreitet ist. Zweitens sollte er sich anschauen, welche Anlagen in Japan in den vergangenen zehn bis 15 Jahren erfolgreich waren. Drittens sollte er unbedingt Phasen für mutige Anlageentscheidungen nutzen, in denen dieser langfristige Trend von kurzfristigen Gegenbewegungen überlagert wird.

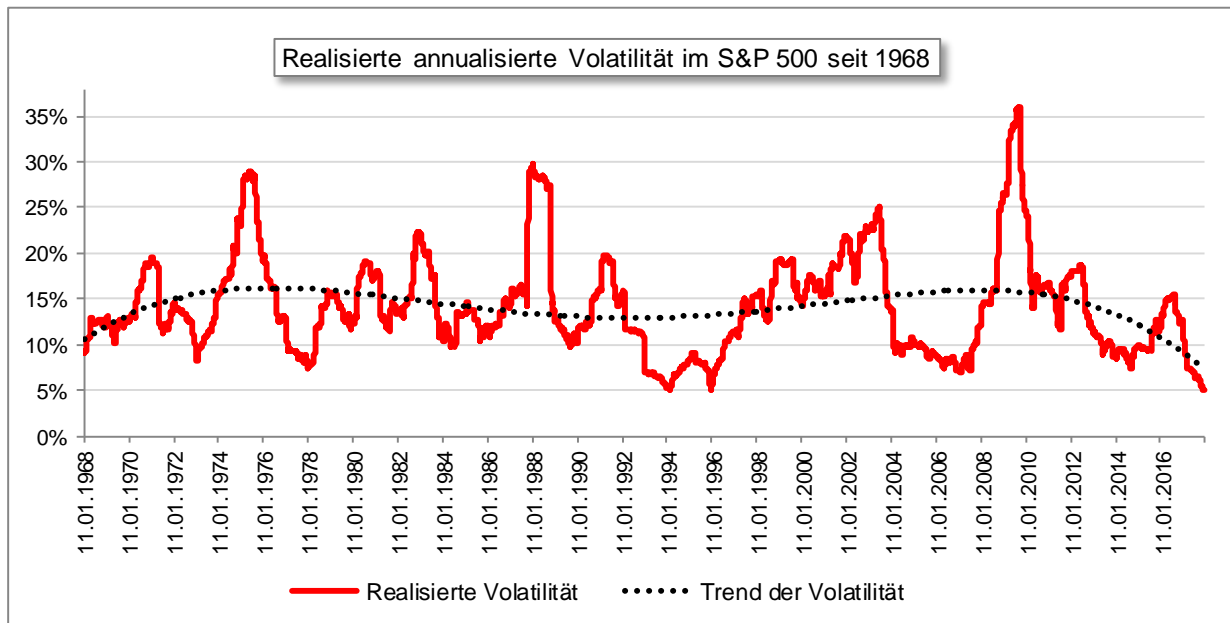
Konkret bedeutet dies, mutig in dem Moment in langlaufende Anleihen zu investieren, wenn die langfristigen Zinsen überraschend ansteigen. Schon eine Verzinsung von über 0,5 Prozent bei zehnjährigen Bundesanleihen kann sich letztendlich auszahlen. In konjunkturellen Hochphasen sollte die Duration mutig und sukzessive auf eine überdurchschnittliche Länge ausgeweitet werden. Die Aktienquoten sollten strategisch erhöht werden. Eine konsequente taktische Allokation kann einen erheblichen Zusatznutzen bringen, dauerhaft zu niedrige Aktienquoten schaden jedoch am meisten. Langfristige Immobilieninvestments sollten auf beste Lagen in den beliebtesten Großstädten ausgerichtet sein. Wohnen ist Büro in einer alternden Gesellschaft mit einem geringeren Erwerbstätigenanteil überlegen, Logistik ist noch stärker von einer geringeren Investitionstätigkeit betroffen und der Einzelhandel wird zudem vom Trend zum Onlinehandel zusätzlich unter Druck gesetzt. Beteiligungen sollten auf Wachstumfelder ausgerichtet sein, da der Gesamtumsatz eher stagnieren dürfte. Bei den Sektoren sind Branchen wie Banken und Versicherungen, die unter niedrigen Zinsen leiden, tendenziell unterzugewichtet, während Technologie und Teile der Industrie übergewichtet werden sollten. Unternehmen mit einer Ausrichtung auf Schwellenländer sind zu präferieren.

Wochenausblick für die Zeit vom 15. bis 19. Januar 2018

	Juli	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%	0,3%	0,6%	16. Januar
D: Konsumentenpreise, y/y - final	1,7%	1,8%	1,8%	1,6%	1,8%	1,7%	16. Januar
D: Produzentenpreise, m/m	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,3%	19. Januar
D: Produzentenpreise, y/y	2,3%	2,6%	3,1%	2,7%	2,5%	2,4%	19. Januar
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,3%	1,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,4%	17. Januar
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	1,2%	1,2%	1,1%	0,9%	0,9%	1,1%	17. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Volatilität stark unter Trend



Der US-amerikanische Aktienmarkt ist ein extrem reifer Markt mit einer sehr langen Historie. Daher macht es Sinn, Analysen immer dann auf Basis von US-Daten durchzuführen, wenn es um eine historische Einordnung aktueller Daten geht. Genau aus diesem Grund haben wir im Chart der Woche die letzten 50 Jahre des S&P 500 zu Rate gezogen, um zu bestimmen, inwieweit die aktuell „gefühlte“ niedrige Volatilität bei Aktien historisch einen Ausreißer darstellt. Schließlich bewegen sich nicht nur die Aktien in den USA seit über einem Jahr fast wie an der Schnur gezogen, und eine größere Korrektur konnte schon seit über einem Jahr nicht mehr beobachtet werden. Nun gibt es aber eine unbestechliche Maßzahl zur Bestimmung der Schwankungsbreite von Kursen. Dabei handelt es sich um die Volatilität, die sich mathematisch aus der Standardabweichung der Kursschwankungen ergibt. Die durchschnittliche Volatilität und damit Schwankungsbreite der Kurse lag im S&P 500 in den letzten 50 Jahren bei 14,2%, und der Median aller Datenpunkte betrug 13,3%. Vor einigen Tagen fiel die von uns berechnete Volatilität (annualisierte Standardabweichung der täglichen gleitenden Monatsraten über ein Jahr) im S&P 500 allerdings auf unter 5% und markierte damit den tiefsten Stand in der realisierten Volatilität der letzten 50 Jahre. Aktuell liegt der Wert bei 5,1%. In der Vergangenheit gab es nur zwei weitere sehr kurze Zeiträume

von wenigen Tagen, in denen die Volatilität ähnlich niedrig ausfiel. Ohne Zweifel kann das aktuelle Niveau statistisch als kompletter Ausreißer gewertet werden. Allerdings gibt es dafür einige gute ökonomische Erklärungsansätze. So sind die fundamentalen Daten seit einiger Zeit nicht nur auffallend gut, sondern weisen vor allem auch einen sehr stabilen positiven Trend auf. Auch weltweit ist die fundamentale Datenlage überdurchschnittlich homogen, so dass derzeit in keiner wichtigen Volkswirtschaft eine größere Krise lauert. Aber selbst wenn man dies berücksichtigt, dürfte ein derart tiefes Niveau der Volatilität nicht von Dauer sein. Wenn dies doch so wäre, müssten tatsächlich einige Lehrbücher umgeschrieben werden. Das ist aber eher unwahrscheinlich. Schlecht muss eine steigende Volatilität übrigens nicht sein: Mehr Volatilität führt zu mehr „Eigenleben“ im Kursverhalten einzelner Aktien und steigert somit die mögliche Outperformance aktiver Investoren. Da höhere Volatilitäten aber auch mit deutlicheren Korrekturen einhergehen, sind dieses Jahr möglicherweise die Strategen gefordert, einen guten Zeitpunkt zur Reduktion der Aktienquote auszuloten. Noch ist dieser Zeitpunkt aber nicht gekommen, denn die fundamentalen Daten lassen nicht erkennen, dass der zyklische Höhepunkt schon erreicht wurde.

	Stand	Veränderung zum			
	11.01.2018 16:55	04.01.2018 -1 Woche	08.12.2017 -1 Monat	10.10.2017 -3 Monate	29.12.2017 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	25477	1,6%	4,7%	11,6%	3,1%
S&P 500	2754	1,1%	3,9%	8,0%	3,0%
Nasdaq	7154	1,1%	4,6%	8,6%	3,6%
DAX	13175	0,1%	0,2%	1,7%	2,0%
MDAX	26829	0,3%	2,5%	3,9%	2,4%
TecDAX	2647	0,9%	5,2%	6,0%	4,7%
EuroStoxx 50	3590	0,6%	0,0%	-0,2%	2,5%
Stoxx 50	3231	0,9%	1,7%	1,2%	1,7%
SMI (Swiss Market Index)	9501	-0,1%	1,9%	2,5%	1,3%
FTSE 100	7754	0,7%	4,9%	2,9%	0,9%
Nikkei 225	23710	0,9%	3,9%	13,9%	4,2%
Brasilien BOVESPA	78682	0,0%	8,2%	2,3%	3,0%
Russland RTS	1249	2,8%	11,5%	10,0%	8,2%
Indien BSE 30	34503	1,6%	3,8%	8,1%	1,3%
China Shanghai Composite	3426	1,2%	4,1%	1,3%	3,6%
MSCI Welt (in €)	2162	1,0%	1,6%	4,7%	2,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1198	0,5%	5,0%	5,4%	2,9%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	163,14	155	-34	166	146
Bobl-Future	131,11	-51	-148	-17	-50
Schatz-Future	111,86	-9	-33	-30	-11
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,26	-1	2	-4	0
3 Monats \$ Libor	1,70	0	16	35	1
Fed Funds Future, Dez 2018	1,29	-63	-52	-34	-1
10-jährige US Treasuries	2,56	11	18	22	15
10-jährige Bunds	0,53	10	23	9	11
10-jährige Staatsanl. Japan	0,07	1	3	1	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,01	15	15	4	12
US Treas 10Y Performance	574,93	-0,8%	-1,2%	-1,2%	-1,1%
Bund 10Y Performance	607,52	-0,4%	-1,6%	-0,2%	-0,5%
REX Performance Index	480,24	0,0%	-0,9%	-0,5%	-0,1%
IBOXX AA, €	0,68	0	14	-7	0
IBOXX BBB, €	1,20	0	10	-8	-3
ML US High Yield	6,12	5	-7	14	-3
JPM EMBI+, Index	832	-0,6%	-0,1%	-0,7%	-0,5%
Wandelanleihen Exane 25	7485	0,0%	1,3%	3,1%	1,2%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Spot Index	441,15	1,0%	2,3%	3,1%	2,0%
MG Base Metal Index	358,69	-1,0%	8,9%	5,0%	0,0%
Rohöl Brent	69,63	2,3%	9,9%	22,5%	4,5%
Gold	1320,98	0,2%	5,8%	2,2%	1,3%
Silber	16,97	-1,3%	7,7%	-1,2%	-0,2%
Aluminium	2167,25	-3,0%	8,8%	1,4%	-3,9%
Kupfer	7112,75	-0,5%	8,8%	6,1%	-1,3%
Eisenerz	75,75	1,5%	10,6%	25,9%	6,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1366	1,9%	-19,7%	-3,7%	0,0%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,2052	-0,1%	2,6%	2,2%	0,5%
EUR/ GBP	0,8899	-0,1%	1,3%	-0,5%	0,3%
EUR/ JPY	134,26	-1,2%	0,8%	1,3%	-0,6%
EUR/ CHF	1,1735	-0,2%	0,3%	1,8%	0,3%
USD/ CNY	6,4956	0,0%	-1,9%	-1,2%	-0,2%
USD/ JPY	111,44	-1,2%	-1,8%	-0,9%	-1,1%
USD/ GBP	0,7387	0,1%	-1,2%	-2,4%	-0,1%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@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 herein 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.