



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

28. Februar 2019

1000 DAX-Punkte in acht Wochen – Ist das erst der Anfang des Kapitalmarkt-Frühlings?

Manchmal sind die Kapitalmärkte ein wenig zum Verzweifeln. Dabei freuen wir uns durchaus über steigende Aktienkurse, nur fällt es uns schwer, den Anstieg zu verstehen. Seit Anfang des Jahres haben die Aktienmärkte rund um den Globus massiv zugelegt und einen nicht unerheblichen Teil der Verluste aus dem letzten Jahr wieder aufgeholt. Das Ganze passiert allerdings vor dem Hintergrund kontinuierlich schlechter werdender Konjunkturdaten. So liegt beispielsweise das Warburg Konjunkturzyklusmodell seit vielen Wochen bei etwa 10%; ein derart niedriges Niveau wurde bisher selten beobachtet. Gleichzeitig befinden sich die Gewinnschätzungen für viele Aktienmärkte im Rückwärtsgang. Diese Entwicklung erinnert alte Hasen ein wenig an Ende 2001. Damals zeigten ebenfalls nahezu sämtliche Fundamentaldaten Richtung Süden. Doch ab Oktober 2001 kam es zu einer signifikanten Erholung an den Aktienmärkten, so dass viele Marktteilnehmer von schlechten Konjunkturdaten nichts mehr wissen wollten.

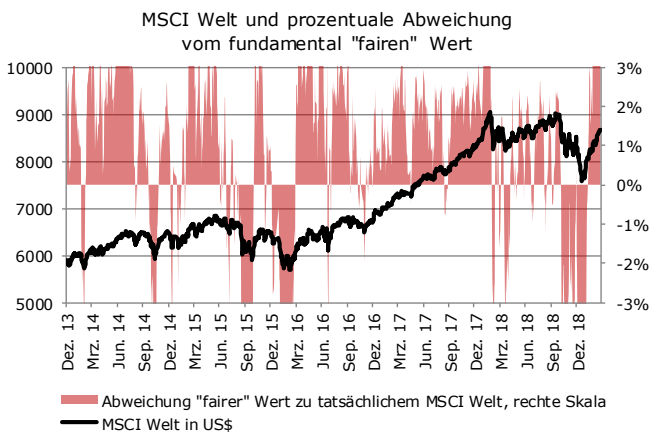
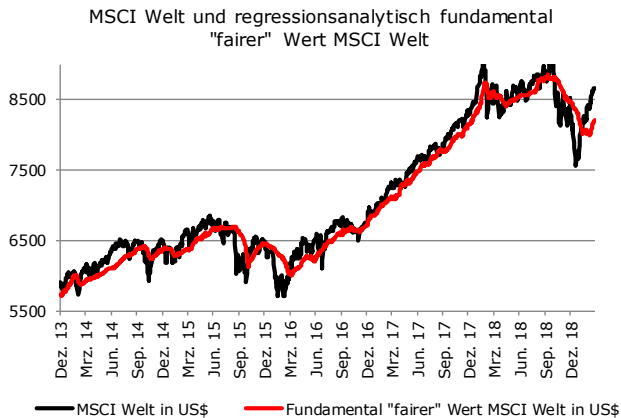
So hieß es beispielsweise in einem Artikel der FAZ vom 2.12.2001: „Aus einer typischen Branchenrotation wurde im November ein klarer Trend: Der Markt spekuliert auf die Konjunkturwende.“ Damals gingen tatsächlich viele davon aus, dass die guten Marktdaten bessere Fundamentaldaten vorwegnahmen; dementsprechend trauten sich bei weiter steigenden Kursen immer mehr Investoren, ihre Aktienquoten wieder aufzustocken. Wie dieses Spiel ausging, wird heute manchmal vergessen. Die kleine Rallye Ende 2001 entpuppte sich als böse Falle – nach Erreichen eines Zwischenhochs fiel der DAX erneut, und zwar um über 50%. Von einer erhoff-

ten und angeblich von den Märkten vorweggenommenen konjunkturellen Erholung war nichts zu sehen; diese stellte sich erst etwa 18 Monate später ein, nachdem der DAX zwischenzeitlich auf 2200 Punkte gefallen war. Natürlich wollen wir mit diesem historischen Beispiel nicht suggerieren, dass uns zwangsläufig wieder Ähnliches bevorsteht, aber auch jetzt halten wir den Anstieg nicht für fundamental begründet. Die Geschichte wiederholt sich nie perfekt, und das gilt auch für Kapitalmärkte. Aber wie schon Mark Twain sagte: History doesn't repeat itself, but it often rhymes. Mit anderen Worten: Ein bisschen Wahrheit könnte durchaus in dieser Geschichte stecken. Nur weil sich der Aktienmarkt gegenläufig zu den Fundamentaldaten entwickelt muss das nicht bedeuten, dass die Fundamentaldaten vor einem Richtungswechsel stehen. Letztlich sind Fundamentaldaten viel stabiler und weniger „verrauscht“ als Marktdaten. Wenn es zu Diskrepanzen zwischen Fundamentaldaten und Marktdaten kommt, erscheint aus dieser Perspektive die Wahrscheinlichkeit höher, dass sich die Marktdaten „irren“ und eben nicht die Fundamentaldaten.

Doch ist dem wirklich so? Zumindest auf den ersten Blick erscheint dies mehr als logisch, doch manchmal ist eine genaue empirische Prüfung notwendig, um zu endgültig belastbaren Aussagen zu kommen. Um diese Prüfung vorzunehmen, haben wir folgendes Modelldesign einem Test unterzogen. In einem ersten Schritt haben wir auf Basis unseres seit 2013 verfügbaren, täglichen Echtzeit-Konjunkturmodells jeden Tag anhand einer Regressionsanalyse einen „fairen“ Indexwert er-

Konjunktur und Strategie

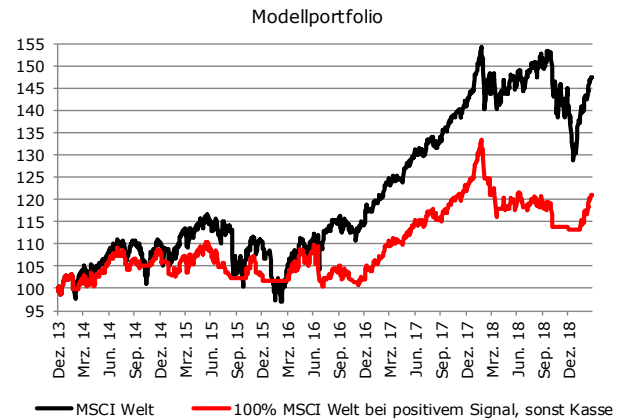
rechnet, der sich aus der globalen konjunkturellen Lage ergibt. Da unser Modell den Anspruch aufweist, die Entwicklung der Weltwirtschaft zu beschreiben, haben wir als Aktienindex den MSCI Welt gewählt. Natürlich liegt der tatsächliche MSCI Welt so gut wie nie auf dem vermeintlich „fairen“ Wert auf Basis der konjunkturellen Entwicklung.



Vielmehr kommt es ständig zu Unter- und Übertreibungen, die sich in Indexständen ober- und unterhalb des regressionsanalytischen Wertes äußern. Wenn nun in der Abweichung des Aktienmarktes von dem fundamental „logischen“ Wert ein zusätzlicher Informationsgehalt läge, müsste sich das wie folgt zeigen:

Angenommen, der Indexstand des fundamental hergeleiteten MSCI Welt läge (wie es aktuell der Fall ist) unter dem tatsächlichen Wert. Wenn man der Auffassung folgt, dass der Aktienmarkt in seiner Informationsverarbeitung besonders effizient und eben nicht verauscht ist, müsste eine positive Abweichung als Zeichen gewertet werden, auch in den kommende Tagen und Wochen eher auf Aktien zu setzen, da auch bei den Fundamentaldaten eine Trendumkehr zum Besseren wahrscheinlich wird und von der positiven Marktentwicklung antizipiert wurde. Analog müsste ein tatsächlicher Indexstand unterhalb eines fundamental abgelei-

teten Wertes eher als negatives Signal interpretiert werden. Genau diese Untersuchung haben wir durchgeführt.



Dazu haben wir vereinfachend unterstellt, dass man zu 100% im MSCI Welt investiert ist, wenn der tatsächliche Marktindex über dem regressionsanalytisch fairen Wert liegt. Analog wurde die Investitionsquote auf null Prozent reduziert, wenn der Marktindex unter seinen fairen Wert gefallen ist. Zum Vergleich wurde dieser daraus resultierenden Wertentwicklung die Performance des MSCI Welt gegenübergestellt. In der obigen Abbildung sind beide Zeitreihen aufgeführt. Angenommen, man wäre Ende 2013 mit 100 Euro gestartet, so hätte die beschriebene Strategie Ende Februar 2019 zu einem Wert von etwas über 120 Euro geführt, während der MSCI Welt nahezu 150 Euro erreicht hätte.

Dies mag zunächst überraschen, da die beiden Grafiken in der linken Spalte suggerieren, dass die Abweichung der tatsächlichen Wertentwicklung von der „fairen“ Wertentwicklung ein nahezu perfektes Signal zu sein scheint. So befindet man sich beispielsweise von März 2016 bis September 2018 nahezu immer auf der „richtigen“ Seite, da der Markt der fundamentalen Entwicklung vorausläuft und damit in dieser Logik einen Kauf nahelegt, was in dieser Marktphase absolut richtig gewesen wäre. Auf der anderen Seite finden sich viele Wendepunkte, in denen bei Anwendung der oben beschriebenen Logik das Allokationssignal zu einem falschen Zeitpunkt gekommen wäre.

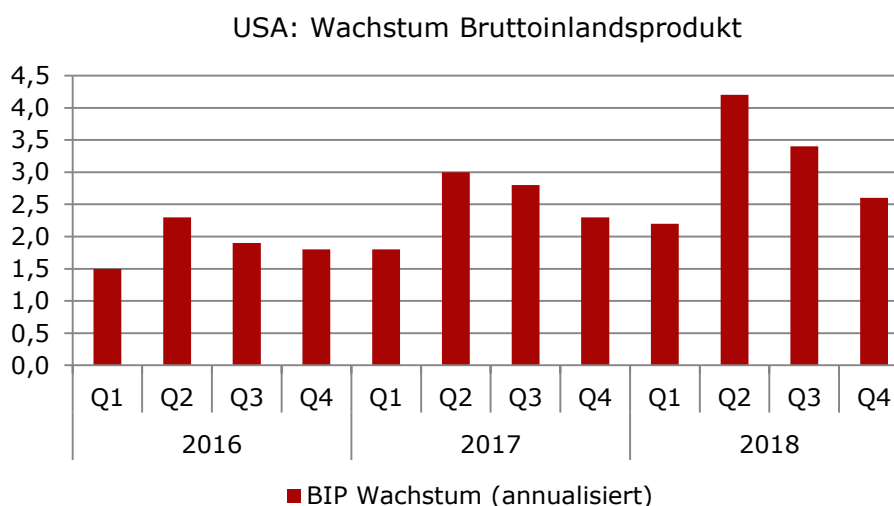
Der Mehrwert, auf den Markt und nicht auf die fundamentalen Daten zu hören, erscheint damit begrenzt. Natürlich können diese Ergebnisse durch eine optimierte Wahl von Parametern verbessert werden, aber dies käme einem Data-Mining gleich und würde bei einer Echtzeitanwendung zu einem bösen Erwachen führen. Wir bleiben dabei: Einige Wochen mit überraschend guten Marktdaten machen leider noch keinen Frühling.

Wochenausblick für die Zeit vom 4. März bis 8. März 2019

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,4%	1,4%	-4,3%	1,9%			5. März
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	54,7	53,3	51,8	53,0	55,0		5. März
D: Auftragseingänge, m/m	0,3%	-0,2%	-1,6%	0,3%			8. März
D: Auftragseingänge, y/y	-3,2%	-3,4%	-7,0%	-3,3%			8. März
E-19: Sentix	11,4	8,8	-0,3	-1,5	-3,8	-3,2	4. März
E-19: Produzentenpreise m/m	0,8%	-0,3%	-0,8%	0,4%			4. März
E-19: Produzentenpreise y/y	4,9%	4,0%	3,0%	3,0%			4. März
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	53,7	53,4	51,2	51,2	52,3		5. März
E-19: Einzelhandelsumsätze m/m	0,8%	0,8%	-1,6%	0,3%			5. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: US Wachstum überrascht positiv



Bedingt durch den Regierungsstillstand in den USA musste ein Monat länger als gewöhnlich auf die heute veröffentlichten Daten zum Wirtschaftswachstum in den USA gewartet werden. Wie erwartet zeigt sich eine Abkühlung der Konjunkturdynamik. Nach Wachstumsraten von 4,2% in Q2 und 3,4% in Q3 lag das Wachstum im vierten Quartal bei „nur“ 2,6%. Angesichts der schwächelnden Weltkonjunktur und des Handelsstreites war im Konsens nur ein Wachstum von 2,2% erwartet worden. Entsprechend positiv wurde die Veröffentlichung mit einem steigenden US-Dollar und steigenden Treasury-Yields aufgenommen. Gut haben sich dabei die privaten Konsumausgaben entwickelt, die um 2,8% gestiegen sind. Aus den privaten Konsumausgaben resultiert damit ein Wachstumsbeitrag von über 1,9 Prozentpunkten (PP). Hier stellt sich auch die Frage, wie dies mit dem Einbruch der Einzelhandelsumsätze im Dezember zusammenpassen kann. Bereits die positiven

Unternehmensberichte der großen Einzelhandelsunternehmen hatten diese Zahlen in Frage gestellt. Die Unternehmensinvestitionen (+6,2%) haben sich ebenfalls positiv entwickelt und nach 0,35 PP Wachstumsbeitrag in Q3 nun einen Beitrag von 0,82 PP geleistet. Schwächer dagegen zeigt sich wiederholt die Bauwirtschaft, die um 3,5% zurückgegangen ist. Schon in den vergangenen vier Quartalen war die Entwicklung negativ. Auch der Außenhandel hat sich weiter abgeschwächt und 0,22 PP Wachstum gekostet. Insgesamt wurde für das Jahr 2018 eine Wachstumsrate von 2,9 % (real) erreicht. Insbesondere durch Steuersenkungen angetrieben lag das Wachstum damit deutlich über dem geschätzten Potenzialwachstum von 1,9%. Dennoch wird Donald Trump nicht ganz zufrieden sein: sein ausgerufenes Ziel von 3% Wachstum pro Jahr konnte trotz der massiven Steuersenkungen nicht erreicht werden.

Überblick über Marktdaten

	Stand 28.02.2019 17:31	Veränderung zum				
		20.02.2019 -1 Woche	25.01.2019 -1 Monat	26.11.2018 -3 Monate	26.02.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	25962	0,0%	5,0%	5,4%	1,0%	11,3%
S&P 500	2786	0,0%	4,5%	4,2%	0,2%	11,1%
Nasdaq	7531	0,6%	5,1%	6,3%	1,5%	13,5%
DAX	11520	1,0%	2,1%	1,5%	-8,0%	9,1%
MDAX	24374	-0,1%	2,3%	3,9%	-7,7%	12,9%
TecDAX	2601	-0,6%	-1,9%	1,1%	-0,7%	6,1%
EuroStoxx 50	3296	1,1%	4,2%	3,9%	-4,8%	9,8%
Stoxx 50	3030	0,3%	5,5%	3,5%	-1,5%	9,8%
SMI (Swiss Market Index)	9401	0,9%	5,4%	5,3%	4,2%	11,5%
FTSE 100	7085	-2,0%	4,0%	0,7%	-2,8%	5,3%
Nikkei 225	21385	-0,2%	2,9%	-2,0%	-3,5%	6,8%
Brasilien BOVESPA	95451	-1,1%	-2,3%	11,6%	8,9%	8,6%
Russland RTS	1188	-0,5%	-0,3%	9,6%	-10,3%	11,5%
Indien BSE 30	35867	0,3%	-0,4%	1,5%	4,1%	-0,6%
China Shanghai Composite	2941	6,5%	13,0%	14,2%	-11,7%	17,9%
MSCI Welt (in €)	2092	0,0%	4,1%	4,4%	4,8%	11,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1061	0,7%	2,4%	8,5%	-6,0%	10,5%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	165,68	-83	61	494	612	214
Bobl-Future	132,69	-46	-14	104	167	17
Schatz-Future	111,82	-7	-9	-14	-14	-13
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	1	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,25	2	-1	-6	-39	0
3 Monats \$ Libor	2,64	-2	-11	-7	65	-17
Fed Funds Future, Dez 2019	2,39	1	-8	-35	-5	0
10-jährige US Treasuries	2,72	6	-3	-36	-14	3
10-jährige Bunds	0,19	9	5	-18	-41	-6
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,03	0	-3	-12	-8	-3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,26	9	-1	-20	-29	-2
US Treas 10Y Performance	586,60	0,2%	1,2%	5,1%	4,6%	1,0%
Bund 10Y Performance	638,59	-0,1%	0,8%	3,0%	6,8%	1,8%
REX Performance Index	488,60	-0,3%	-0,1%	0,7%	2,4%	0,2%
IBOXX AA, €	0,64	1	-17	-28	-10	-24
IBOXX BBB, €	1,70	0	-24	-28	37	-36
ML US High Yield	6,81	-7	-38	-54	40	-120
JPM EMBI+, Index	832	0,6%	0,9%	7,6%	1,9%	5,1%
Wandelanleihen Exane 25	7072	-0,1%	0,8%	0,5%	-3,8%	2,6%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	413,13	-0,1%	0,4%	0,0%	-7,0%	1,0%
MG Base Metal Index	317,00	1,9%	5,3%	4,7%	-12,6%	7,6%
Rohöl Brent	66,09	-1,5%	7,5%	8,6%	-2,4%	24,4%
Gold	1314,80	-2,3%	1,2%	7,5%	-1,3%	2,6%
Silber	15,89	-1,5%	1,2%	11,5%	-4,1%	2,5%
Aluminium	1885,25	2,0%	-0,9%	-2,8%	-13,0%	1,2%
Kupfer	6521,50	1,5%	8,0%	4,8%	-7,9%	9,6%
Eisenerz	87,47	-1,1%	17,2%	18,9%	13,0%	26,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	651	4,7%	-28,1%	-46,5%	-45,3%	-48,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1386	0,4%	0,4%	0,2%	-7,6%	-0,6%

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

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjaspemeite@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 3282-2299
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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.