



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

2. Mai 2019

Der Aktienmarkt läuft und läuft, trotz schlechter Daten – was ist hier los?

Angenommen, Sie waren sechs Monate auf einer einsamen Insel, ganz abgeschirmt von der Außenwelt. Nun sitzen Sie im Flieger zurück in das echte Leben und lesen zum ersten Mal seit vielen Monaten den Wirtschaftsteil der Zeitung. Nach der Lektüre reiben Sie sich ein wenig die Augen und machen sich Sorgen, denn die Wirtschaftsdaten kennen offensichtlich nur eine Richtung: Abwärts. Egal, wohin man schaut – der Ifo-Index schwächelt, die Einkaufsmanagerindizes fallen weltweit, viele realwirtschaftliche Daten liegen massiv unter ihrem Trend der letzten Jahre und die Exportdaten wichtiger, stark exportorientierter Länder wie China, Japan, Deutschland oder Südkorea zeigen ernsthafte Anzeichen einer globalen Abschwächung, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe.

Und als wenn das alles noch nicht genug wäre, benimmt sich der US-Präsident nach wie vor wie ein Elefant im Porzellanladen. Gleichzeitig wirft die deutsche Regierung der deutschen Automobilindustrie trotz Rezessionsgefahren Knüppel zwischen die Beine, während prominente Politiker ohne Androhung eines Parteiausschlussverfahren ernsthaft von einer Verstaatlichung von BMW schwadronieren dürfen.

Nehmen wir weiter an, dass Sie über ein beachtliches Aktienpaket verfügen: Vermutlich würden Sie sorgenvoll mit feuchten Fingern und einigen Schweißperlen auf der Stirn in den Finanzteil weiterblättern, um zu sehen, wie sich die Aktien in diesem kritischen Umfeld entwickelt haben. Und spätestens hier würden Sie sich (je nach Vorliebe und gebuchter Klasse) einen Champagner oder ein Bier gönnen, denn Sie könnten es vermutlich gar nicht ganz glauben: Viele Aktienindizes notieren in der Nähe ihrer Höchststände, nachdem sie seit Jahresanfang bis zu 20% (oder sogar noch ein wenig stärker) gestiegen sind.

Warum spielt der Aktienmarkt verkehrte Welt? Oder ist die Entwicklung sogar rational? Was sagen einem Fundamentaldaten überhaupt noch?

Diese Frage müssen sich auch Assetmanager stellen, die ihre Entscheidungen – wie auch wir – stark von fundamentalen Daten abhängig machen. Dabei ist es aus theoretischer Sicht zunächst nahezu zwingend, Investmententscheidungen auf Basis fundamentaler Daten zu treffen. Denn Aktienkurse können sich langfristig nicht von Gewinnen entkoppeln. Gewinne sind nun einmal eng mit allgemeinen Konjunkturdaten verknüpft. Es gab noch nie eine längere Marktphase, in der Gewinne anstiegen, während beispielsweise die Kapazitätsauslastung sank.

Auch auf der Anleienseite besteht ein fundamentaler Zusammenhang zwischen Renditen und Makrodaten. Je schlechter die Makrodaten sind, umso geringer die Gefahr einer steigenden Inflationsrate. Dies wiederum sollte bei rationalen Investoren zu fallenden Renditen und damit zu steigenden Anleihekursen führen. Soweit die Theorie – und in diesem Fall auch die Praxis, denn während der Aktienmarkt außer Rand und Band zu sein scheint, funktioniert der Anleihemarkt durchaus entlang etablierter Muster. Die Renditen langlaufender Anleihen sind in den letzten Monaten wie zu erwarten gesunken. Beispielsweise notieren Bundesanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit in der Nähe von null Prozent, und in den USA signalisiert eine in Teilen inverse Zinsstrukturkurve durchaus die steigende Gefahr einer drohenden, sich im Anmarsch befindlichen Rezession.

Worauf soll man nun setzen? Ist der Rentenmarkt rationaler als der Aktienmarkt? Ist das der Zeitpunkt, besser alle Aktien zu verkaufen? Befindet sich die Wirtschaft in ei-

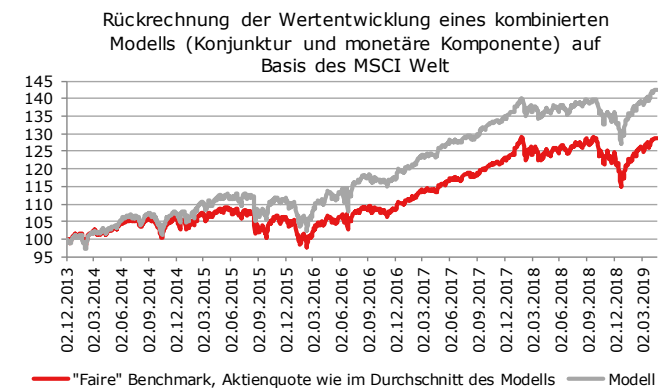
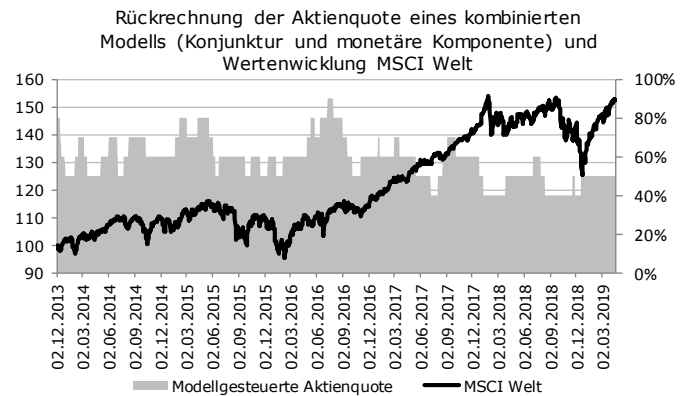
nem Regime, wo alte Regeln und Zusammenhänge nicht mehr gelten?

Abschließend wird sich diese Frage nie perfekt beantworten können, aber nach zwanzig Jahren Kapitalmarkterfahrung hat der Autor dieser Zeilen ein wenig Zweifel an der Hypothese, dass nun wirklich alles anders sei. Es gibt eine Börsenweisheit, wonach die teuersten vier Wörter an der Börse die folgenden sind: „Diesmal ist alles anders“. Und an der Börse ist tatsächlich niemals alles anders, es ändern sich allenfalls Tendenzen und Facetten. Um diese Änderungen aufzuspüren, haben wir einige Berechnungen anhand unserer selbst aufgebauten Datenbanken durchgeführt.

Seit dem Jahr 2001 nutzt das Makro-Research ein selbst entwickeltes Konjunkturmodell, anhand dessen eine Vielzahl von Konjunkturdaten zu einem Gesamtwert verdichtet werden. Dieses Modell hat uns in der Phase nach dem Platzen der Internetblase gute Dienste geleistet, als zwar Ende 2001 temporär die Kurse stiegen, aber das Modell aus fundamentaler Sicht keine Entwarnung gab – und siehe da, einige Monate später ging es wieder steil bergab mit den Aktienkursen. Damals behielten also letztlich die Fundamentaldaten Recht und nicht die zeitweise aus dem Ruder laufenden Aktienkurse. Ein ähnliches Muster wiederholte sich Ende 2007/Anfang 2008. Viele Aktienkurse notierten damals (wie auch jetzt) in der Nähe historischer Höchststände, während unser Konjunkturmodell laut Alarm schlug und auf die wachsende Gefahr einer Rezession hinwies, die sich dann auch einige Monate später zeigte und mit der Subprime- und Finanzkrise zu einem veritablen Crash am Aktienmarkt führte.

Aber seien wir ehrlich, in den letzten Jahren wurde es zunehmend schwieriger, anhand von Konjunkturdaten eine vorausschauende Asset Allokation zu betreiben. Fast scheint es so, als wenn ein Teil im Puzzle fehlt, um Kapitalmärkte verstehen und zu einem gewissen Teil auch prognostizieren zu können. Und hier kommen wieder unsere Daten ins Spiel: Wir schreiben seit sechs Jahren jeden Tag eine große Menge an konjunkturrelevanten Modelldaten in unsere Datenbank. Mit diesem „Datenschatz“ lässt sich u.U. etwas mehr Licht in das Dunkel bringen. Betrachtet man die letzten sechs Jahre, so lässt sich zeigen, dass die Konjunkturdaten (wenn auch nicht in den letzten Monaten) oftmals sehr ähnlich wie der Aktienmarkt verlaufen sind, ein Vorlauf aber nur selten bestand. In der Summe wäre es zunehmend schwerer geworden, allein anhand der Konjunkturdaten einen signifikanten Mehrwert in der Allokation zu erzielen – das zeigen die Daten in der Rückbetrachtung in aller Deutlichkeit. Was könnte nun der fehlende Puzzlestein sein, um das Bild besser abrunden zu können? Ein typischer Verdächtiger wäre die Geldpolitik.

In den letzten Jahren hat die Entwicklung der Liquidität und die Ausweitung der Zentralbankbilanzen einen erheblichen Einfluss auf die Marktentwicklung ausgeübt. Unsere Berechnungen zeigen, dass dieser Effekt auf globaler Ebene spätestens seit 2011 zu beobachten ist und seitdem eher weiter an Bedeutung gewonnen als abgenommen hat. Der gesuchte Puzzlestein wäre demnach eine monetäre Komponente – genauer gesagt die Frage, wie der Markt den Verlauf der zukünftigen Leitzinsen einschätzt. Vor allem die Änderungen dieser Einschätzung dürften eine Rolle spielen. Wenn dem so wäre, müsste sich das modellieren lassen, indem man z.B. die Veränderung der Renditen kurzlaufender Anleihen nutzt, um damit die Aktienquote zu steuern. Wir haben einen solchen Ansatz mit unseren historischen Konjunkturmodell-Signalen gemischt (mit 50% Gewicht auf die monetäre Komponente und 50% auf die fundamentale Komponente). Die Güte der Ergebnisse ist ein Beleg für die Sinnhaftigkeit einer Kombination beider Themenbereiche.



Das Ergebnis ist so überzeugend, dass es sich nicht um einen Zufall handeln kann. Offensichtlich ist es in der Tat so, dass monetäre Aspekte ein guter „Partner“ für fundamentale Daten sind, um damit das Kapitalmarktgeschehen verstehen und antizipieren zu können. Auch wenn diesmal erneut gilt, dass nicht alles anders ist: Es spricht viel dafür, den monetären Aspekt in Zukunft noch stärker in den Fokus zu nehmen und im Asset Management zu nutzen. Ein Verzicht auf Fundamentaldaten aber wäre töricht.

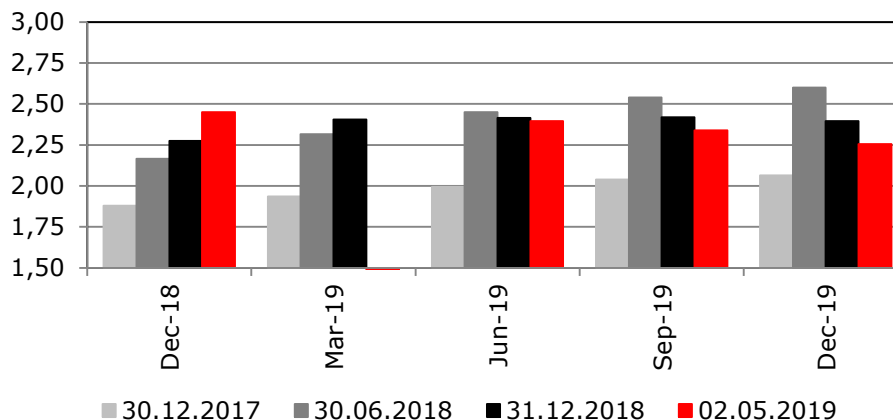
Wochenausblick für die Zeit vom 6. bis 10. Mai 2019

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	51,8	53,0	55,3	55,4	55,6		06. Mai
D: Einkaufsmanagerindex gesamt, final	51,6	52,1	52,8	51,4	52,1		06. Mai
D: Auftragseingänge, m/m	1,0%	-2,1%	-4,2%	0,0%			07. Mai
D: Auftragseingänge, y/y	-4,5%	-3,5%	-8,2%	-8,0%			07. Mai
D: Industrieproduktion, m/m	0,8%	0,0%	0,7%	0,5%			07. Mai
D: Industrieproduktion, y/y	-3,1%	-2,9%	-0,5%	-1,4%			07. Mai
D: Exporte, m/m	1,6%	0,1%	-1,3%	-0,2%			10. Mai
D: Exporte, y/y	1,4%	1,8%	2,8%	1,4%			10. Mai
D: Importe, m/m	0,6%	1,4%	-1,6%	0,5			10. Mai
D: Importe, y/y	3,6%	4,7%	4,4%	5,5%			10. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	51,2	51,2	52,8	53,3	52,5		06. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex gesamt, final	51,1	51,0	51,9	51,6	51,3		06. Mai
E-19: Sentix	-0,3	-1,5	-3,7	-2,2	-0,3	0,2	06. Mai
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	-1,4%	0,9%	0,4%	-0,1%			06. Mai
E-19: Einzelhandelsumsätze, y/y	0,5%	2,2%	2,8%	1,9%			06. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fed weiter geduldig

USA: Fed Funds Futures



Die Notenbanksitzung der Federal Reserve ist gestern ohne Überraschungen zu Ende gegangen. Wie erwartet wurde bleibt der Schlüsselzins – die Federal Funds Rate – unangetastet in der Spanne zwischen 2,25 und 2,50 Prozent. Aktuelle sehe die Fed keinen Grund für eine Änderung der Leitzinsen in die eine oder andere Richtung. Vielmehr wolle die Fed weitere geduldig bleiben und künftige volkswirtschaftliche Datenveröffentlichungen abwarten. Angesichts der makroökonomischen Risiken durch den Handelskrieg und die konjunkturelle Abschwächung in Europa und China sowie eine rückläufige Inflation auf aktuell 1,5%, haben einige Marktteilnehmer mit Signalen hin zu einer leichten Zinssenkung gerechnet. Diese Erwartungen wurden jedoch

nicht erfüllt. Zwar betonte Powell, dass sich die Fed ihren Inflationszielen verpflichtet fühle. Er wiederholte jedoch mehrmals, dass die niedrige Inflation eher nur vorübergehend („transitory“) sei, was im Umkehrschluss bedeutet, dass er aktuell keine Zinssenkung für nötig erachtet. Damit hat er auch die Erwartungen der Marktteilnehmer wieder etwas eingefangen, die zuvor mit hoher Konfidenz auf eine Zinssenkung spekuliert hatten. Aktuell ist ein Zinsschritt erst wieder zum Ende des ersten Quartals 2020 eingepreist. Zuvor wurde noch bis Ende Dezember 2019 mit einer Zinssenkung gerechnet.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	02.05.2019 15:47	23.04.2019 -1 Woche	29.03.2019 -1 Monat	29.01.2019 -3 Monate	27.04.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	26421	-0,9%	1,9%	7,5%	8,7%	13,3%
S&P 500	2921	-0,4%	3,1%	10,7%	9,4%	16,5%
Nasdaq	8048	-0,9%	4,1%	14,5%	13,0%	21,3%
DAX	12371	1,1%	7,3%	10,3%	-1,7%	17,2%
MDAX	25897	-0,5%	4,8%	9,3%	0,1%	20,0%
TecDAX	2898	2,2%	8,5%	10,1%	10,3%	18,3%
EuroStoxx 50	3497	-0,2%	4,3%	10,9%	-0,6%	16,5%
Stoxx 50	3184	-0,1%	2,1%	10,9%	3,5%	15,4%
SMI (Swiss Market Index)	9765	1,4%	3,0%	9,2%	10,4%	15,9%
FTSE 100	7363	-2,1%	1,2%	7,7%	-1,9%	9,4%
Nikkei 225	22259	0,0%	5,0%	7,7%	-0,9%	11,2%
Brasilien BOVESPA	95607	-0,3%	0,2%	0,0%	10,6%	8,8%
Russland RTS	1240	-3,0%	3,5%	4,1%	6,2%	16,3%
Indien BSE 30	38981	1,1%	0,8%	9,5%	11,5%	8,1%
China Shanghai Composite	3078	-3,8%	-0,4%	18,7%	-0,1%	23,4%
MSCI Welt (in €)	2170	0,4%	3,5%	11,5%	11,8%	18,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1080	-0,2%	2,7%	7,2%	0,9%	14,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	165,31	37	-103	23	665	177
Bobl-Future	132,97	21	-17	11	203	45
Schatz-Future	111,92	2	-5	3	1	-2
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	0	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,31	0	0	-6	-33	0
3 Monats \$ Libor	2,58	0	-2	-16	22	-22
Fed Funds Future, Dez 2019	2,25	-2	6	-19	-36	0
10-jährige US Treasuries	2,53	-5	11	-19	-43	-16
10-jährige Bunds	0,01	-3	8	-13	-56	-24
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,04	-1	6	-4	-9	-4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,30	6	14	-3	-40	-6
US Treas 10Y Performance	593,38	0,3%	-0,8%	2,0%	6,2%	2,2%
Bund 10Y Performance	645,72	0,4%	-0,7%	1,9%	7,0%	3,0%
REX Performance Index	491,19	0,1%	-0,3%	0,6%	2,4%	0,7%
IBOXX AA, €	0,44	-5	-2	-37	-38	-44
IBOXX BBB, €	1,28	-7	-16	-65	-15	-78
ML US High Yield	6,53	-2	-15	-68	5	-148
JPM EMBI+, Index	833	-0,2%	-0,9%	1,3%	3,1%	5,2%
Wandelanleihen Exane 25	7328	0,3%	1,9%	4,4%	-1,0%	6,3%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	421,99	-0,1%	-0,9%	2,2%	-4,5%	3,1%
MG Base Metal Index	310,03	-1,1%	-3,3%	2,1%	-11,3%	5,2%
Rohöl Brent	70,84	-1,7%	3,3%	15,4%	-5,1%	33,3%
Gold	1268,57	0,0%	-2,1%	-3,2%	-4,1%	-1,0%
Silber	14,91	0,6%	-1,7%	-6,0%	-9,5%	-3,9%
Aluminium	1813,75	-2,0%	-4,2%	-3,2%	-18,4%	-2,6%
Kupfer	6402,50	0,1%	-1,3%	6,1%	-5,3%	7,6%
Eisenerz	93,65	0,4%	9,3%	24,1%	43,5%	35,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1031	25,6%	49,6%	29,4%	-24,2%	-18,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1176	-0,6%	-0,5%	-2,2%	-7,4%	-2,4%
EUR/ GBP	0,8576	-1,0%	-0,5%	-1,2%	-2,2%	-4,5%
EUR/ JPY	124,65	-0,9%	0,2%	-0,3%	-5,5%	-1,0%
EUR/ CHF	1,1402	-0,6%	2,0%	0,4%	-4,7%	1,2%
USD/ CNY	6,7337	0,1%	0,3%	0,0%	6,4%	-2,1%
USD/ JPY	111,65	-0,2%	0,7%	2,1%	2,4%	1,9%
USD/ GBP	0,7676	-0,7%	0,0%	0,9%	5,9%	-2,2%

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
bloorenzen@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@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.