



## Ist der Konjunkturzyklus tot, oder schläft er nur?

Das US-BIP-Wachstum ist im ersten Quartal besser ausgefallen als erwartet, und auch das recht ordentliche deutsche BIP-Wachstum im ersten Quartal lässt die Skeptiker und Pessimisten alt aussehen, die eher rezessive Tendenzen oder Nullwachstum erwartet hatten. Wieder einmal zeigt sich, dass nach zwei schwächeren Quartalen nicht ein drittes schwaches Quartal folgt, sondern eher eine Erholung oder Stabilisierung. Zunehmend drängt sich der Eindruck auf, dass es gar keinen „richtigen“ Konjunkturzyklus mit jahrelangen Auf- und Abschwüngen mehr gibt, sondern nur noch eine Art „Wellblechkonjunktur“, in der sich kurze Phasen mit einem leicht schwächeren Wachstum mit Phasen abwechseln, die durch ein leicht überdurchschnittliches Wachstum geprägt sind. Da sogar Profis oftmals den Begriff „Wachstum“ mit dem Begriff „Konjunktur“ verwechseln, sei an dieser Stelle nochmal kurz erläutert, wo eigentlich der Unterschied liegt. Wenn Volkswirte von Wachstum sprechen, meinen sie eigentlich die langfristige Entwicklung des Produktionspotenzials. Bei der Konjunktur geht es um die Frage, wie stark die aktuelle Wertschöpfung von diesem langfristigen Pfad des Produktionspotenzials abweicht. Und hier drängt sich eben der Verdacht auf, dass diese Abweichungen eher kleiner als größer werden.

Wenn es sich um einen systematischen Trend und nicht nur um eine Momentaufnahme handelt, hat dies auch strukturelle Auswirkungen auf die Märkte. Insbesondere Aktienmärkte korrelieren massiv mit der Gewinnentwicklung; alles andere wäre auch verwunderlich, da sonst Kurs-Gewinnverhältnisse dramatisch schwanken würden. Die Gewinnentwicklung ist aber wiederum eine Funktion makroökonomischer Entwicklungen. Wenn

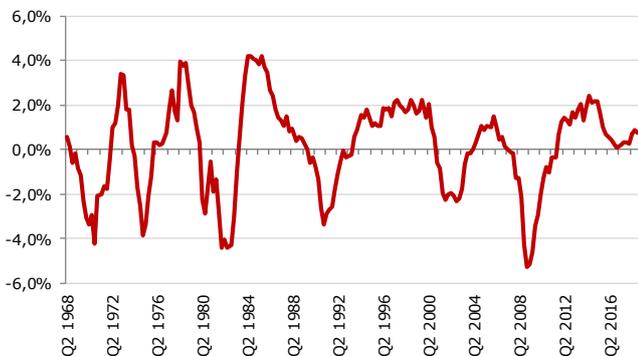
die Auslastung steigt, steigen auch die Gewinne – Analoges gilt für eine fallende Auslastung. Da zudem (zumindest in der Vergangenheit) der Auslastungsgrad und damit die konjunkturelle Entwicklung persistent war, hatte die aktuelle konjunkturelle Situation durchaus einen Einfluss auf den Trend der zukünftigen Gewinnentwicklung. Etwas vereinfacht gesagt war das damit einhergehende Muster in etwa wie folgt: Wenn sich die Wirtschaft erst einmal in einem rezessiven Modus befand, war auch die Wahrscheinlichkeit für eine längere Phase eher fallender Gewinne vergleichsweise hoch. In Boomphasen galt dementsprechend das Gegenteil. Für die Bewertung von Unternehmen hatte dies selbstredend eine signifikante Bedeutung. So macht es in einem DCF-Bewertungsmodell durchaus einen dramatischen Unterschied, ob man beispielsweise für die kommenden drei Jahre von eher fallenden oder eher steigenden Gewinnen ausgeht.

Wenn nun aber der Konjunkturzyklus immer weniger volatil verläuft und dementsprechend der Auslastungsgrad im Zeitverlauf eine fallende Amplitude aufweist, werden auch Makrodaten weniger relevant für die Analyse von Kapitalmärkten. Letztlich schauen Investoren in einer solchen Situation eher durch diese kleineren Bewegungen „hindurch“ und lassen sich von kurzen, temporären Verbesserungen oder Verschlechterungen der Daten weniger stark beeinflussen. Das würde beispielsweise erklären, warum sich in den letzten Jahren Aktienmärkte oftmals eher kontraintuitiv zu fundamentalen Daten entwickelt haben. Aber lässt sich diese vermutete, unterstellte rückläufige Zyklizität tatsächlich beobachten? Diese scheinbar einfache Frage lässt sich leider nicht einfach beantworten. Schuld sind z.T. Struk-

turbrüche in den Daten, die eine Interpretation erschweren. Beispielsweise ist in Deutschland die Wiedervereinigung ein solcher Strukturbruch, der eine längerfristige Betrachtung erschwert. Auch auf europäischer Ebene fällt es schwer, Zeitreihen vor dem Hintergrund der gestellten Frage zu analysieren, da sowohl die Einführung des Binnenmarktes als auch die Einführung des Euro zu deutlichen Strukturbrüchen geführt haben, die zu Fehlinterpretationen führen könnten. Daher haben wir uns in unserer Analyse auf die USA konzentriert; hier liegen lange, verlässliche Zeitreihen ohne größere Strukturbrüche vor. Zudem sind die USA nach wie vor die dominierende Wirtschaftsmacht, und der US-Kapitalmarkt dominiert Kapitalmärkte weltweit. Konjunkturelle Impulse für die Weltwirtschaft kommen ohnehin nicht selten aus den USA, so dass eine Analyse der US-Zyklizität auch eine Relevanz für die weltweite Konjunkturentwicklung hat. Leider existiert nicht „die“ Methode schlechthin, mit der die Auslastung der Wirtschaft sowie die Zyklizität perfekt gemessen werden kann. Daher nutzen wir hier verschiedene Methoden, deren Ergebnisse wir miteinander vergleichen, wobei der statistischen Verfahren weniger zugeneigte Leser die folgenden Absätze auch gerne überspringen mag.

Die erste (und wohl einfachste) Methode besteht darin, den prozentualen Abstand zwischen der tatsächlichen Wertschöpfung und dem historischen linearen Trend zu berechnen. Wenn man das macht, zeigt sich schon auf den ersten Blick eine leicht abnehmende Zyklizität. Dieser Effekt tritt vor allem dann zu Tage, wenn man die Entwicklung des Jahres 2008 als Sonderfall (extreme Finanzkrise) einstuft und daher ausklammert.

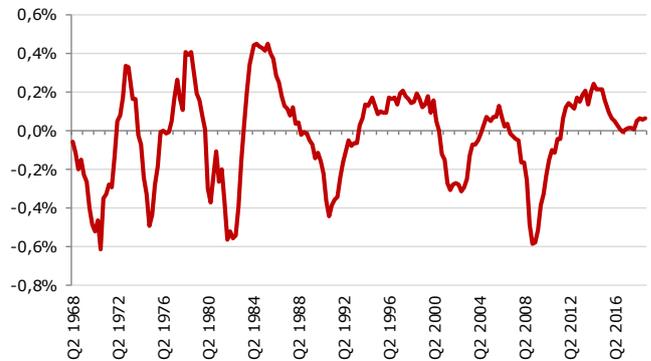
Abweichung des US-BIP vom linearen historischen Trend (jeder Wert ist out-of-sample)



Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangt man, wenn statt des tatsächlichen BIP der logarithmierte Wert des BIP genutzt wird, um das exponentielle Wachstum besser mit einer linearen Regression erklären zu können. In diesen Betrachtungen ist jeder Wert out-of-sample. Das

bedeutet, dass zur Berechnung des Trends immer nur Daten verwendet werden, die auch in Echtzeit tatsächlich verfügbar gewesen wären.

Abweichung des US-BIP (logarithmiert) vom linearen historischen Trend (jeder Wert ist out-of-sample)



Alternativ könnte man aber auch einfach aus der heutigen Perspektive zurückblicken und über die gesamte BIP-Zeitreihe einen nichtlinearen Trend legen und damit quasi mit einer Gleichung den Trend beschreiben, so wie er sich aus heutiger Perspektive rückblickend darstellt. Die daraus resultierende Abweichung lässt auf eine ebenfalls leicht abnehmende Zyklizität schließen, doch kann der Effekt nicht wirklich als signifikant eingestuft werden.

Abweichung des US-BIP vom nichtlinearen Trend (jeder Wert ist in-sample)



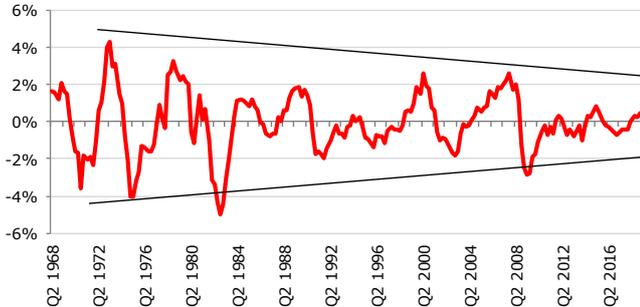
Ganz anders sieht das Bild aus, wenn die Abweichung des BIP jeweils zu einem gleitenden (zentrierten) BIP-Durchschnitt gemessen wird. Hier zeigt sich auf geradezu dramatische Weise eine Abnahme der Zyklizität. Das Gleiche gilt auch für den Fall, dass diese Berechnung mit den logarithmierten Werten des BIP durchgeführt wird.

Legt man nun alle diese Berechnungen, die jeweils ein mögliches Maß für die Abweichung vom Trendwachstum darstellen, übereinander, ergibt sich eine Art Meta-Konjunkturindikator. Um die verschiedenen Zeitreihen vergleichbar zu machen und einen sinnbehafteten Mittelwert berechnen zu können, haben wir die Zeitreihen

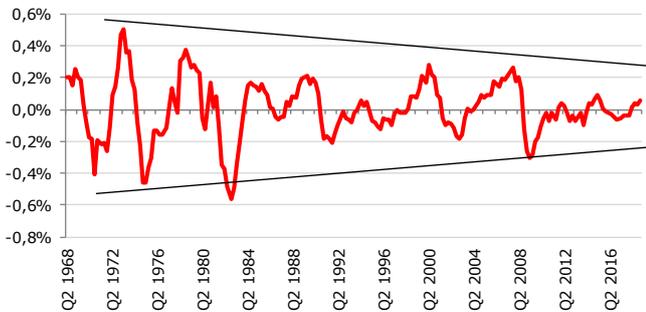
# Konjunktur und Strategie

dazu vorher in sog. Z-Scores überführt, siehe dritte Abbildung in dieser Spalte. Das Ergebnis ist frappierend.

Abweichung des US-BIP vom Durchschnitt (jeder Wert ist die prozentuale Abweichung vom zentrierten Durchschnitt mit drei Jahren Vor- und Nachlauf)



Abweichung des logarithmierten US-BIP vom Durchschnitt (jeder Wert ist die prozentuale Abweichung vom zentrierten Durchschnitt mit drei Jahren Vor- und Nachlauf)



Verlauf des Mittelwertes der von uns berechneten Varianten der US-Zyklusindikatoren (die einzelnen Indikatoren wurden zuvor in z-Scores überführt, um eine Vergleichbarkeit sicherzustellen)



So zeigt sich, dass die Schwankungen auch im Durchschnitt über alle Verfahren deutlich abgenommen haben (wobei das Jahr 2008 wiederum eine Sondersituation darstellen dürfte). Insbesondere seit 2012 sind die Schwankungen nur noch marginal; nie zuvor gab es einen Zeitraum von sieben Jahren mit so geringen Schwankungen.

Der Sachverhalt lässt sich auch mathematisch gut greifen, indem einfach die Standardabweichung dieser Zeitreihe über verschiedene Zeiträume berechnet wird. Für die Einteilung der Zeiträume bedarf es allerdings einer theoretischen Begründung. Viele Volkswirte stellen die

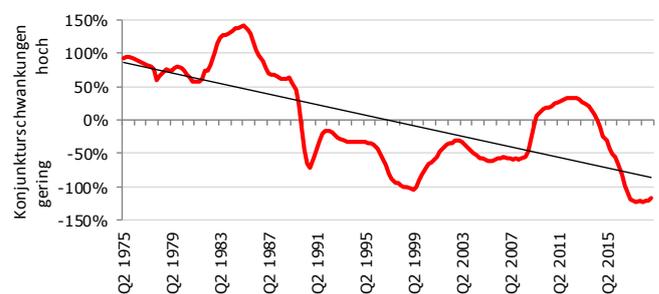
Vermutung an, dass mit der Einführung der extrem expansiven Geldpolitik der klassische Konjunkturzyklus zu Grabe getragen wurde. In den USA startete das sog. Q1-Programm Ende 2008 und das sog. Q2-Programm Ende 2010. So liegt es nahe, zunächst die Standardabweichung als Maß für die Zyklizität von 1968 bis Ende 2008 zu berechnen, denn in diesem Zeitraum wurde noch kein *quantitative easing* betrieben. In diesem Zeitraum lag die Standardabweichung bei 0,9, ab Q1 bei 0,62 und ab Start von Q2 bei nur noch bei 0,28.

Standardabweichungen des von uns berechneten Zyklusindicators in den USA je nach Zeitperiode

1968 - Anfang Q1 Ende 2008	Anfang Q1 Ende 2008 bis 2019	Anfang Q2 Ende 2010 bis 2019
90%	62%	28%

Auf den ersten Blick scheinen diese Zahlen schon der perfekte Beweis dafür zu sein, dass die Geldpolitik einen signifikanten Einfluss auf die Zyklizität der Wertschöpfung hat. Möglicherweise ist diese Interpretation aber zu kurz gesprungen. Unterstellt man beispielsweise, dass ein typischer Konjunkturzyklus sieben Jahre dauert, und berechnet die Standardabweichung unseres Zyklusindicators über einen gleitenden Siebenjahreszeitraum, so zeigt sich letztlich mehr oder weniger ein eher linearer Trend in der Abnahme der Zyklizität, wobei der Sprung von 2008 bis 2012 Ergebnis der extremen Finanzkrise war, die eine Ausnahme darstellt.

Verlauf des Mittelwertes der Standardabweichung aller von uns berechneten Varianten der US-Zyklusindikatoren auf rollierender sieben-Jahre-Basis (die einzelnen Indikatoren wurden zuvor in z-Scores überführt, um eine Vergleichbarkeit sicherzustellen)



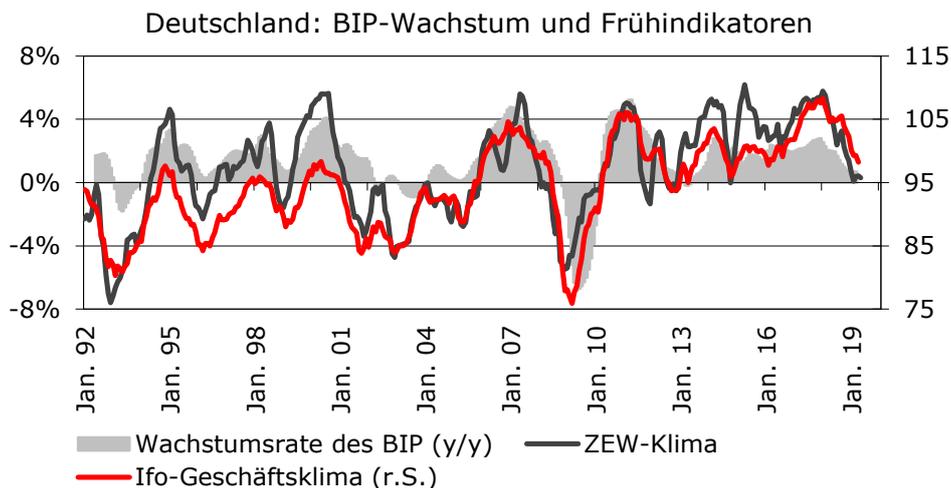
Das Ergebnis spräche dafür, dass neben der expansiven Geldpolitik auch Themen wie der Strukturwandel, die Digitalisierung, die Globalisierung und u.U. auch die Fiskalpolitik zu einer Abnahme der Zyklizität geführt haben. Aber was auch immer der Grund sein mag – der Effekt ist so dramatisch, dass er in seiner Bedeutung auch für Kapitalmärkte nicht unterschätzt werden darf. Denn auch wenn der Zyklus nicht tot ist – die Tief-schlafphase dürfte so schnell nicht beendet sein.

## Wochenausblick für die Zeit vom 20. bis 24. Mai 2019

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	-0,4%	0,4%	-0,1%	-0,1%	0,5%		20. Mai
D: Produzentenpreise, y/y	2,7%	2,6%	2,6%	2,4%	2,5%		20. Mai
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	51,5	49,7	47,6	44,1	44,4	44,6	23. Mai
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	51,8	53,0	55,3	55,4	55,7	55,4	23. Mai
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	101,2	99,6	98,7	99,7	99,2	99,4	23. Mai
D: Ifo-Geschäftserwartungen	97,3	94,8	94	95,6	95,2	95,3	23. Mai
D: Ifo-Lageeinschätzung	105,2	104,6	103,7	103,9	103,3	103,6	23. Mai
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-8,3	-7,9	-7,4	-7,2	-7,9	-7,7	21. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	51,4	50,5	49,3	47,5	47,9	48,1	23. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	51,2	51,2	52,8	53,3	52,8	52,9	23. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Wachstumsflaute in Deutschland beendet?



Nach vorläufigen Daten zur Entwicklung des realen deutschen Bruttoinlandproduktes lag das Wachstum für Q1 bei 0,4% gegenüber dem Vorquartal (Jahresvergleich +0,7%). Damit ist Deutschland wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt, nachdem die Wachstumsrate in Q3 2018 noch bei -0,2% lag und mit einem Nullwachstum in Q4 eine technische Rezession gerade eben vermieden werden konnte. Aber was waren die Impulse für das kräftigere Wachstum im ersten Quartal? Wie zu erwarten, spielte hier besonders die Nachfrage aus dem Inland eine Rolle. Zum einen erfreut sich Deutschland eines gesunden privaten Konsums, was sowohl an steigenden Löhnen bei Rekordbeschäftigung liegt, als auch an Entlastungen bei Arbeitnehmern. Auch wurde deutlich mehr in Bauten und Ausrüstungen investiert, was zu einem positiven Wachstumseffekt geführt hat. Der Außenbeitrag war in etwa wachstumsneutral

mit gleichzeitig steigenden Importen und Exporten. Geringere Staatsausgaben haben hingegen das Wachstum gebremst. Aber bedeutet das nun, dass auch für den Rest des Jahres wieder mit einem stärkeren Wachstum gerechnet werden kann bzw. die Wachstumsprognose nach oben korrigiert werden sollte? Zum einen ist das Wachstumsplus besonders auf die Bauproduktion zurückzuführen, die von den günstigen Witterungsbedingungen profitieren konnte. Eine langsamere Gangart im Bausektor ist also für das zweite Quartal wahrscheinlich. Auch sprechen die weiterhin schwache Industrieproduktion und der Auftragsschwund gegen höhere Wachstumsraten. Mit der erneuten Zunahme der außenpolitischen Spannungen, drohenden Autozöllen und stagnierenden Frühindikatoren ist eine Anhebung der Wachstumsprognose (2019e: +0,7%) also zu früh.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	16.05.2019 17:52	02.05.2019 -1 Woche	08.04.2019 -1 Monat	08.02.2019 -3 Monate	08.05.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	25938	-1,4%	-1,5%	3,3%	6,5%	11,2%
S&P 500	2888	-1,0%	-0,3%	6,7%	8,1%	15,2%
Nasdaq	7930	-1,3%	-0,3%	8,7%	9,1%	19,5%
DAX	12310	-0,3%	2,9%	12,9%	-4,7%	16,6%
MDAX	25983	0,4%	2,1%	12,0%	-3,0%	20,4%
TecDAX	2882	-0,1%	4,1%	16,1%	5,0%	17,6%
EuroStoxx 50	3435	-1,6%	-0,1%	9,5%	-3,5%	14,4%
Stoxx 50	3143	-1,1%	-0,9%	7,8%	1,1%	13,9%
SMI (Swiss Market Index)	9661	-0,9%	1,2%	7,3%	8,0%	14,6%
FTSE 100	7354	0,0%	-1,3%	4,0%	-2,8%	9,3%
Nikkei 225	21063	-5,4%	-3,2%	3,6%	-6,4%	5,2%
Brasilien BOVESPA	91021	-4,7%	-6,5%	-4,5%	9,7%	3,6%
Russland RTS	1261	1,9%	1,7%	5,1%	10,4%	18,3%
Indien BSE 30	37393	-4,1%	-3,4%	2,3%	6,2%	3,7%
China Shanghai Composite	2956	-4,0%	-8,9%	12,9%	-6,5%	18,5%
MSCI Welt (in €)	2110	-2,0%	-1,4%	6,0%	7,0%	14,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	1016	-5,5%	-6,1%	-0,4%	-5,6%	7,8%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	166,94	170	158	19	809	340
Bobl-Future	133,51	57	62	21	243	99
Schatz-Future	112,05	13	13	13	13	11
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	0	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,34	-3	-3	-9	-33	0
3 Monats \$ Libor	2,56	0	-2	-14	21	-25
Fed Funds Future, Dez 2019	2,13	-13	-14	-22	-50	0
10-jährige US Treasuries	2,40	-15	-12	-23	-57	-28
10-jährige Bunds	-0,10	-12	-10	-18	-66	-34
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,06	-2	1	-3	-11	-6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,38	-1	-1	-1	-43	-13
US Treas 10Y Performance	596,78	0,6%	0,6%	1,8%	6,9%	2,8%
Bund 10Y Performance	648,64	0,7%	0,5%	1,3%	7,4%	3,4%
REX Performance Index	493,99	0,6%	0,5%	0,8%	2,9%	1,3%
IBOXX AA, €	0,42	-2	-8	-22	-39	-46
IBOXX BBB, €	1,30	3	-14	-45	-17	-76
ML US High Yield	6,62	6	-2	-47	10	-140
JPM EMBI+, Index	835	0,2%	-0,3%	0,7%	6,0%	5,5%
Wandelanleihen Exane 25	7306	0,0%	0,6%	4,1%	-2,3%	6,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	414,20	-1,0%	-2,6%	0,3%	-6,7%	1,2%
MG Base Metal Index	299,68	-1,4%	-5,7%	-3,5%	-14,7%	1,7%
Rohöl Brent	73,04	4,0%	2,9%	18,1%	-1,4%	37,5%
Gold	1284,46	1,3%	-1,1%	-2,3%	-1,8%	0,2%
Silber	14,86	1,6%	-2,5%	-5,9%	-9,5%	-4,2%
Aluminium	1765,50	-1,7%	-4,3%	-5,0%	-25,9%	-5,2%
Kupfer	6129,75	-0,6%	-5,1%	-1,0%	-8,6%	3,0%
Eisenerz	94,82	1,3%	1,3%	2,9%	41,5%	37,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1032	0,0%	44,5%	71,7%	-27,9%	-18,8%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1175	-0,3%	-0,6%	-1,5%	-5,9%	-2,4%
EUR/ GBP	0,8731	1,8%	1,2%	-0,2%	-0,4%	-2,7%
EUR/ JPY	122,81	-1,8%	-2,0%	-1,4%	-5,1%	-2,4%
EUR/ CHF	1,1288	-1,1%	0,4%	-0,6%	-5,2%	0,2%
USD/ CNY	6,8832	2,2%	2,5%	2,1%	8,1%	0,1%
USD/ JPY	110,11	-1,3%	-1,2%	0,3%	0,9%	0,5%
USD/ GBP	0,7815	1,9%	2,0%	1,2%	5,6%	-0,5%

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.