



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

26. April 2018

Nur ein kurzes Comeback der Inflation

Die Inflationsangst ist zurück. Dies ist jedenfalls der Eindruck, wenn man sich die jüngste Entwicklung an den Aktien- und Rentenmärkten anschaut. Am Dienstag erreichte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen zum ersten Mal seit Januar 2014 die Marke von drei Prozent. Nachdem der US-Aktienmarkt an diesem Tag zunächst freundlich eröffnete, gerieten die Kurse im weiteren Handelsverlauf kräftig unter Druck. Mit den Unternehmensergebnissen kann dies nicht erklärt werden. So haben in den USA schon mehr als 200 Firmen aus dem S&P 500 ihre Bilanzen veröffentlicht, und die Ergebnisse können sich sehen lassen: 82 Prozent der Unternehmen haben die Gewinnerwartungen übertroffen, 75 Prozent die Umsatzprognosen. Beim Dow Jones und der Technologiebörse Nasdaq 100 fallen die Resultate sogar noch besser aus. Dies ist umso bemerkenswerter, da die Analysten dieses Mal nicht – wie sonst üblich – ihre Prognosen im Vorfeld nach unten revidiert haben. Dennoch fielen die Kursreaktionen gedämpft aus.

Dem Aktienmarkt machen zwei Dinge zu schaffen: Zum einen die Angst davor, dass die Gewinnmargen angesichts steigender Kosten und höherer Zinsen ihren Peak erreicht haben und zukünftig sinken werden. Laut dem Datenbankanbieter Factset ist die Gewinnmarge der S&P-Unternehmen im ersten Quartal 2018 auf 11,1 Prozent angestiegen. Das ist der höchste Wert der seit Beginn der Erhebung der Zeitreihe in Q3 2008 gemessen wurde. Die Unternehmensanalysten gehen allerdings davon aus, dass die Gewinnmargen in den nächsten Quartalen sogar noch etwas ansteigen werden, ein Effekt, der auf die US-Steuerreform zurückzuführen ist. Natürlich ist nicht auszuschließen, dass die Margen

zukünftig tatsächlich sinken werden, allerdings besteht diese Sorge der Anleger schon seit vielen Jahren und wer sich davon bei seinen Anlageentscheidungen hat leiten lassen, musste einen hohen Preis in Form von entgangener Aktienperformance zahlen.

Zum anderen wird argumentiert, dass 10-jährige US-amerikanische Staatsanleihen bei einer Rendite von drei Prozent eine ernsthafte Anlagealternativ zu Aktien geworden sind. Dabei muss man sich aber bewusst sein, dass eine solche Einschätzung keineswegs digital im Sinne von Null: Anleiherendite unter drei Prozent, also unattraktiv, oder Eins: Rendite über drei Prozent, also attraktiv, abzuleiten ist. Ob und wann der Rentenmarkt eine Alternative zum Aktienmarkt darstellt, hängt von vielen Faktoren ab. Für uns sind höhere Unternehmensgewinne dank einer florierenden Wirtschaft aktuell der entscheidende Faktor, weshalb Aktien immer noch attraktiver als Renten sind. Außerdem sinken umgekehrt die Kurse festverzinslicher Wertpapiere, wenn sich der Renditeanstieg fortsetzt. Insofern sollte man sich als Anleger nicht an irgendwelchen Daumenregeln orientieren, nach dem Motto, ab einer Rendite von drei, dreieinhalb oder vier Prozent muss man aus dem Aktienmarkt aussteigen. Die Wirklichkeit ist viel komplizierter und leider auch unbefriedigender, was das vermeintliche Regelwerk angeht. Wie so oft muss es heißen: *Es kommt darauf an*. So kann der Anleihemarkt auch bei Renditen von zwei Prozent oder weniger attraktiv für Anleger sein, wenn eine Rezession bevorsteht und die Notenbank die Zinsen senkt. Und umgekehrt sind Renten auch bei einer Rendite von vier Prozent unattraktiv, solange

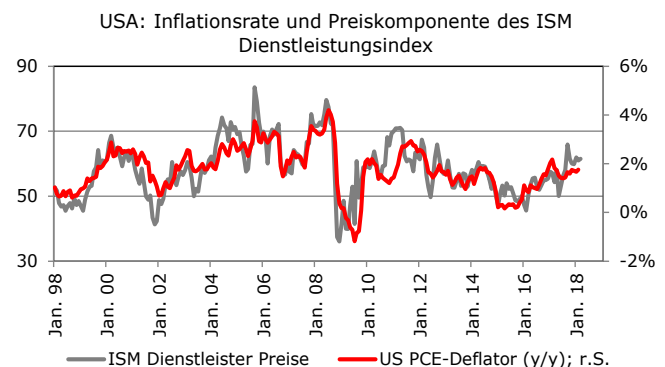
die Wirtschaft weiter wächst, die Preise moderat steigen und die Geldpolitik restriktiver wird.

Zuletzt haben die Sorgen wieder zugenommen, dass die US-amerikanische Notenbank die Zinsen in diesem Jahr nicht nur zwei weitere Male erhöhen wird, sondern dass sogar drei Zinsschritte erfolgen könnten. Aus dem Fed-Funds-Future-Kontrakt für Dezember 2018 lässt sich derzeit eine Wahrscheinlichkeit von rund 55 Prozent für zwei und von 45 Prozent für drei Zinserhöhungen ableiten. Drei weitere Zinserhöhungen in diesem Jahr wären insbesondere dann zu erwarten, wenn die Inflation ansteigt und über die Zielmarke der Fed von zwei Prozent klettert. Dies dürfte in den kommenden Monaten tatsächlich der Fall sein. Allerdings hat dies nichts damit zu tun, dass sich ein allgemeiner Trend zu höheren Preisen abzeichnet. Statt dessen sorgen Basiseffekte dafür, dass die Inflationsrate bis zum Sommer ansteigen wird. Dies hängt damit zusammen, dass im letzten Jahr beispielsweise die Preise für mobiles Telefonieren und Internet wettbewerbsbedingt stark gefallen sind und auch die Preise von Neu- und Gebrauchtwagen deutlich in den Keller gingen. Zusammen genommen haben diese Effekte die Inflationsrate um rund 0,6 Prozentpunkte reduziert. Zudem sanken die Energiepreise aufgrund des rückläufigen Ölpreises. All diese Effekte fallen nun aber nach und nach aus der statistischen Berechnung der Inflationsrate heraus, die die Preisveränderungen der vergangenen 12 Monate misst. Insofern kommt es in den nächsten Monaten zu einer automatischen „Normalisierung“ der Inflationsrate.

Einen nachhaltigen, also dauerhaften Anstieg der Preise erwarten wir dagegen nicht. Zwar hat der Anstieg des Ölpreises zuletzt zu etwas höheren Inflationserwartungen geführt, doch gehen wir davon aus, dass im Verlauf des Jahres die Ölförderung in den USA weiter zunehmen wird. Von daher sollte die im Moment zu beobachtende Produktionslücke, die auf das konsequente Einhalten der Fördermengenbegrenzungen durch die OPEC-Länder zurückzuführen ist, geschlossen werden. Der jüngste Anstieg des Ölpreises dürfte zudem auf die „Wetten“ spekulativ eingestellter Marktteilnehmer auf höhere Preise zurückzuführen sein. So zeigt der wöchentliche Commitments of Trader Report, dass die spekulativen Longpositionen bei Öl fast auf einem Rekordhoch liegen. Gleichzeitig befinden sich die „Wetten“ auf sinkende Kurse bei 10-jährigen US-Treasuries ebenfalls auf einem ungewöhnlich hohen Niveau. Es sieht also fast danach aus, als ob Hedgefonds derzeit

versuchen, einen „perfekten Sturm“ in Richtung steigender US-Renditen zu inszenieren.

Auch bei anderen Rohstoffen, wie Stahl, Aluminium oder Nickel, kam es zuletzt zu steigenden Preisen, doch war dies in erster Linie auf die Befürchtungen eines Handelskrieges und Sanktionen gegenüber Russland zurückzuführen. Diese Entwicklungen haben die Preisindizes der verschiedenen nationalen und regionalen Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes hochschnellen lassen. Im für die US-Wirtschaft besonders wichtigen Dienstleistungssektor ist der Inflationsdruck aber vergleichsweise moderat geblieben. Verwendet man die Preiskomponente des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor als erklärende Variable für die US-Inflationsrate (PCE-Deflator), so beträgt die damit prognostizierte Inflationsrate weiterhin nur zwei Prozent. Zudem haben in der laufenden Berichtssaison fast alle großen Konsumgüterproduzenten, wie Procter & Gamble, Unilever oder Nestle berichtet, dass sie bei ihren Kunden kaum in der Lage sind höhere Preise durchzusetzen. Der immer größer werdende Einfluss des Online-Handels wirkt somit wie eine Preisbremse.



Alles in allem dürfte es von daher in den USA in der zweiten Jahreshälfte wieder zu niedrigeren Inflationsraten kommen. Auch der Renditeanstieg dürfte dann auslaufen. Der für die Geldpolitik der Federal Reserve entscheidende PCE-Deflator dürfte zwar bis Juli auf etwas über zwei Prozent ansteigen, danach aber wieder sinken und am Jahresende bei etwa 1,7 Prozent liegen. Die Kernrate wird wahrscheinlich an der Zwei-Prozent-Marke kratzen, diese aber nicht überwinden. Von daher sollten die Zins- und Inflationsängste in der zweiten Jahreshälfte nachlassen, sodass spätestens dann die Aktienmärkte ihre alten Rekorde wieder ins Visier nehmen dürften.

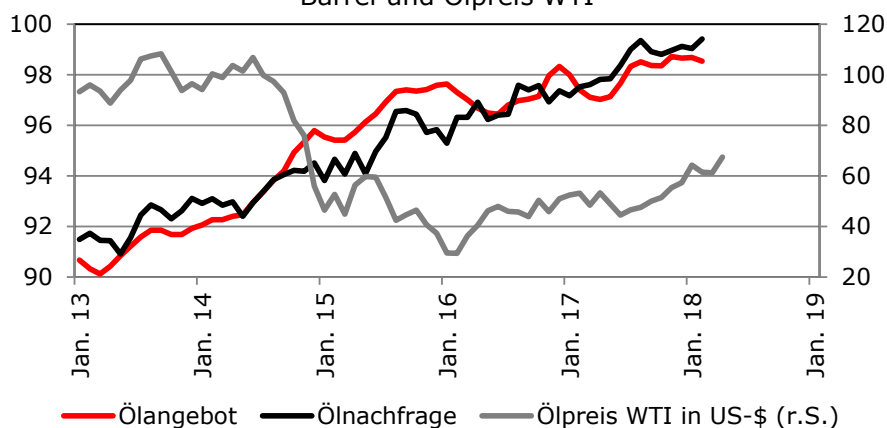
Wochenausblick für die Zeit vom 30. April bis 4. Mai 2018

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	1,7%	-1,0%	-0,3%	-0,7%	0,3%		30. April
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,3%	0,6%	-0,7%	0,5%	0,4%	0,3%	30. April
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,8%	1,7%	1,6%	1,4%	1,6%	1,8%	30. April
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	62,5	63,3	61,1	60,6	58,2	58,1	2. Mai
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	54,3	55,8	57,3	55,3	53,9	54,1	4. Mai
E-19: M3, y/y	4,9%	4,6%	4,6%	4,2%	4,5%		30. April
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	60,1	60,6	59,6	58,6	56,6	56,0	2. Mai
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%		2. Mai
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,5%	1,4%	1,3%	1,1%	1,3%	1,5%	3. Mai
E-19: Produzentenpreise m/m	0,6%	0,1%	0,4%	0,1%	0,1%		3. Mai
E-19: Produzentenpreise y/y	2,8%	2,2%	1,6%	1,6%	2,1%		3. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	56,2	56,6	58,0	56,2	54,9	55,0	4. Mai
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	2,0%	-1,0%	-0,3%	0,1%	0,4%		4. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Hohe Nachfrage treibt Ölpreis

Globaler Ölmarkt: Angebot und Nachfrage in Mio. Barrel und Ölpreis WTI



Der Ölpreis hat am Dienstag dieser Woche ein Drei-Jahres-Hoch erreicht. Mit einem Preis von 68,64 US-Dollar lag der Preis für ein Barrel der Sorte WTI damit deutlich über dem Tief vom Februar 2016. Zu diesem Zeitpunkt hatte ein Überangebot aus den USA, hervorgerufen durch die Fracking-Industrie verbunden mit geringerer Nachfrage aus China, den Ölpreis auf 26 US-Dollar gedrückt. Seitdem hat sich jedoch viel geändert. Zum einen hatten die gesunkenen Preise die Ölproduktion besonders in der Fracking-Industrie unprofitabel gemacht, was lange Zeit auf das Angebot drückte. Gleichzeitig hat die OPEC durch Förderkürzungen das Angebot limitiert. Währenddessen stieg bedingt durch die gute Weltkonjunktur die Nachfrage nach Öl an. Und auch weiterhin sorgt die globale Konjunkturerholung für eine zunehmende Ölnachfrage. Das Ölangebot kann aktuell kaum mit der Nachfrage mithalten. Die Folge ist

eine über zwei Jahre andauernde Erholung des Ölpreises. Heißt das nun, dass wir auch weiterhin mit steigenden Ölpreisen rechnen müssen? Einige Marktteilnehmer propagieren bereits einen Ölpreis von 100 US-Dollar gegen Ende des Jahres. Wir sind da jedoch anderer Meinung. Durch den steigenden Ölpreis wird schließlich das Fracking in den USA wieder deutlich attraktiver. Zwar ist der Anstieg der Bohrungen in den USA noch deutlich unter dem Niveau von 2016, aber dies kann sich bald ändern. Hinzu kommt, dass die Produktivität im Fracking exponentiell ansteigt, sodass auch bei einer geringen Anzahl der Bohrungen der Gesamtoutput steigt. Außerdem ist mit dem dramatischen Anstieg der Werten auf einen steigenden Ölpreis die Wahrscheinlichkeit einer üblichen Trendumkehr dieser Werten gestiegen. Insgesamt sehen wir also den Raum für einen weiteren Anstieg des Ölpreises als begrenzt an.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	26.04.2018	19.04.2018	23.03.2018	25.01.2018	25.04.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	16:52	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24283	-1,5%	3,2%	-8,0%	15,7%	-1,8%
S&P 500	2661	-1,2%	2,8%	-6,3%	11,4%	-0,5%
Nasdaq	7004	-3,2%	0,2%	-5,5%	16,2%	1,5%
DAX	12491	-0,6%	5,1%	-6,1%	0,2%	-3,3%
MDAX	25726	-1,1%	2,1%	-4,2%	4,5%	-1,8%
TecDAX	2613	-1,0%	2,3%	-0,8%	26,5%	3,3%
EuroStoxx 50	3505	0,5%	6,3%	-3,5%	-2,2%	0,0%
Stoxx 50	3063	0,8%	5,2%	-5,6%	-3,9%	-3,6%
SMI (Swiss Market Index)	8824	-0,1%	3,0%	-6,9%	0,6%	-5,9%
FTSE 100	7406	1,0%	7,0%	-2,8%	1,8%	-3,7%
Nikkei 225	22320	0,6%	8,3%	-5,7%	17,0%	-2,0%
Brasilien BOVESPA	85682	-0,2%	1,5%	2,4%	31,5%	12,1%
Russland RTS	1145	-0,8%	-9,3%	-12,7%	2,1%	-0,9%
Indien BSE 30	34714	0,8%	6,5%	-3,7%	15,9%	1,9%
China Shanghai Composite	3076	-1,3%	-2,4%	-13,3%	-1,9%	-7,0%
MSCI Welt (in €)	2077	0,4%	4,0%	-4,8%	-0,7%	-2,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1140	-1,5%	-0,8%	-7,5%	4,4%	-2,5%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	497	427	309	216	146
Bobl-Future	130,82	6	-18	-8	-60	-79
Schatz-Future	111,88	1	-8	-1	-27	-10
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	1	0	-5	-24	0
3 Monats \$ Libor	2,37	0	7	61	120	67
Fed Funds Future, Dez 2018	2,19	3	11	19	59	0
10-jährige US Treasuries	3,00	8	17	37	67	59
10-jährige Bunds	0,60	0	7	5	22	17
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	2	5	-2	4	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,11	3	10	11	26	24
US Treas 10Y Performance	555,85	-0,8%	-1,2%	-2,7%	-3,5%	-4,4%
Bund 10Y Performance	599,29	-0,4%	-1,0%	-0,2%	-0,9%	-1,3%
REX Performance Index	478,79	-0,2%	-0,3%	0,0%	-0,8%	-0,4%
IBOXX AA, €	0,87	2	8	16	11	19
IBOXX BBB, €	1,48	3	6	25	0	24
ML US High Yield	6,54	18	-8	46	49	39
JPM EMBI+, Index	807	-1,0%	-0,5%	-3,1%	-1,0%	-3,4%
Wandelanleihen Exane 25	7374	0,0%	1,5%	-1,1%	3,3%	-0,3%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	447,17	0,3%	1,9%	1,8%	6,2%	3,4%
MG Base Metal Index	353,93	-4,7%	4,2%	-2,8%	20,5%	-1,3%
Rohöl Brent	74,52	-0,3%	6,2%	5,3%	44,4%	11,9%
Gold	1317,70	-2,1%	-2,3%	-3,1%	3,9%	1,1%
Silber	16,57	-3,7%	-0,1%	-5,6%	-6,4%	-2,6%
Aluminium	2248,50	-9,9%	10,9%	0,5%	15,0%	-0,3%
Kupfer	6969,75	0,4%	5,3%	-1,8%	22,8%	-3,3%
Eisenerz	65,22	-0,4%	-7,2%	-14,4%	-7,4%	-8,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1376	14,6%	22,6%	13,1%	19,2%	0,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2107	-2,2%	-1,9%	-2,4%	11,2%	1,0%
EUR/ GBP	0,8682	-0,1%	-0,6%	-0,7%	1,9%	-2,2%
EUR/ JPY	132,37	-0,4%	2,0%	-2,0%	10,0%	-2,0%
EUR/ CHF	1,1964	-0,1%	2,2%	2,4%	10,5%	2,2%
USD/ CNY	6,3301	0,8%	0,2%	0,1%	-8,1%	-2,7%
USD/ JPY	109,43	1,9%	4,5%	0,0%	-1,5%	-2,9%
USD/ GBP	0,7173	2,0%	1,5%	2,6%	-8,0%	-3,0%

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.