



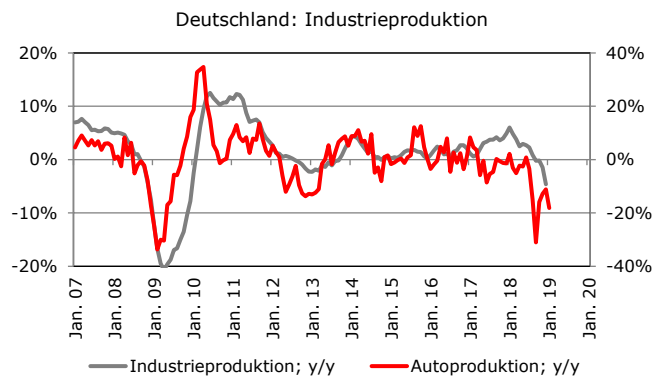
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

10. Januar 2019

Deutschland: Am Rande der Rezession

Die konjunkturelle Talfahrt der deutschen Wirtschaft setzt sich fort. Die in dieser Woche veröffentlichten Konjunkturdaten signalisieren, dass es sich bei der negativen Wachstumsrate des dritten Quartals keineswegs nur um einen Ausrutscher gehandelt hat. Vor allem der deutliche Rückgang der Industrieproduktion im November um 1,9 Prozent – das dritte Minus in Folge – könnte dazu führen, dass das reale BIP im vierten Quartal erneut leicht gesunken ist. Bei zwei Quartalen in Folge mit einer negativen Wachstumsrate würde das vor Kurzem noch Undenkbare eintreten: das technische Kriterium für eine Rezession wäre erfüllt. Auch wenn es sich in diesem Fall nur um eine sehr milde Rezession handelt, wäre dies nur ein schwacher Trost.

Vor allem im verarbeitenden Gewerbe, das für die deutsche Wirtschaft immer noch eine wesentlich wichtigere Rolle spielt als dies in anderen Ländern der Fall ist, sind die Unternehmen in atemberaubendem Tempo von der Überhol- auf die Kriechspur gewechselt. Dies wird besonders deutlich an unserer Vorzeigewirtschaft, der Automobilbranche. Dieselskandal, Fahrverbote und vor allem die großen Probleme bei der Umstellung auf den neuen Emissionsstandard WLTP haben nachhaltige Spuren hinterlassen. Die Hoffnung, dass die Produktionsausfälle aus dem dritten Quartal schnell wieder aufgeholt werden, hat sich nicht erfüllt. Zwar fuhr von September bis November wieder mehr Fahrzeuge vom Band der Fahrzeughersteller als in den sehr schwachen Sommermonaten, doch kam es im Dezember erneut zu einem starken Rückgang, sodass die Autoproduktion zum Jahresende hin ein prozentual deutlich zweistelliges Minus aufweist.



Nicht viel besser sieht es in der Chemieindustrie aus, in der die Produktion fast zehn Prozent unter dem Vorjahresniveau liegt. Man kann zwar darauf verweisen, dass zu dieser schwachen Entwicklung einige Sonderfaktoren beigetragen haben. Das Niedrigwasser auf dem Rhein spielt hier ebenso eine Rolle wie die vielen Brücken- und dementsprechend geringeren Produktionstage, die sich auf die Chemie- und auf alle anderen Branchen negativ ausgewirkt haben. Auch die im Zuge des Politchaos des Jahres 2018 zu beobachtende Zunahme der Unsicherheit könnte sich als temporäres Phänomen herausstellen. Dennoch kann man den konjunkturellen Absturz der vergangenen 12 Monate nicht allein mit Sonderfaktoren erklären. Schließlich wissen wir weder, ob das Wetter 2019 nicht ähnliche Kapriolen wie im vergangenen Jahr schlägt, noch ob die Politik einen anderen, vernünftigeren Kurs einschlägt, der die Unsicherheit der Unternehmen und Konsumenten bald wieder vertreibt.

Am kommenden Dienstag um 10 Uhr wird das Statistische Bundesamt die Zahlen zur volkswirtschaftlichen

Gesamtrechnung und dem Bruttoinlandsprodukt 2018 veröffentlichen. Um unsere prognostizierte Wachstumsrate von 1,5 Prozent zu erreichen, muss das Wachstum im Schlussquartal um mindestens 0,1 Prozent gegenüber den vorherigen drei Monaten zugenommen haben. Ein etwas besserer privater Konsum und ein höherer Staatsverbrauch könnten dazu führen, dass dieser Wert erreicht und damit eine technische Rezession doch noch gerade eben vermieden werden kann. Doch viel mehr als das ist wohl nicht zu erwarten. Da wir für unsere Konjunkturprognose für 2019 von 1,1 Prozent bislang von einem stärkeren Wachstum ausgegangen sind, müssten wir in diesem Fall unsere Prognose weiter nach unten anpassen – in Richtung 0,5 Prozent.

Wie für Deutschland (der Mittelwert der Wachstumserwartungen betrug lt. Consensus Economics zuletzt noch 1,5 Prozent) dürften auch für viele andere Länder die Wachstumsprognosen für 2019 noch zu optimistisch sein, wenn es nicht sehr schnell zu einer Stabilisierung bzw. Erholung bei den globalen Frühindikatoren kommt. Doch diese lässt nach wie vor auf sich warten. Die Weltbank hat deswegen soeben ihre globale Wachstumsprognose für die Jahre 2019 und 2020 leicht reduziert, weil alle wichtigen Wachstumsmotoren – die USA, China und die Eurozone – gleichzeitig ins Stottern geraten. Zwar haben sich die USA der konjunkturellen Abschwächung bislang weitgehend entziehen können, doch ließ im Dezember der stärkste monatliche Rückgang des Einkaufsmanagerindex im verarbeitenden Gewerbe seit der Finanzkrise aufhorchen.

Was bedeutet dies für die Aktienmärkte? Da die meisten wichtigen Indizes von ihren Höchstständen zwischenzeitlich bis zu 25 Prozent verloren haben, ist eine ordentliche Portion Wachstumsabschwächung mittlerweile in den Kursen enthalten. Die Unternehmensanalysten haben ihre Gewinnprognosen zurückgeschraubt und die Aktienmarktbewertungen sind mittlerweile deutlich günstiger geworden. Das KGV auf Basis der derzeitigen Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate beträgt für den DAX rund elf, das für den S&P 500 14,5. Das ist deutlich günstiger als vor einem Jahr, als die Bewertungen bei gut 13 bzw. 18 lagen. US-Aktien sind damit ungefähr so teuer wie im Durchschnitt der vergangenen drei Jahrzehnte, wenn man die Techblase ausklammert, der DAX ist sogar etwa 10 Prozent günstiger bewertet. Dies ist auch der Grund für die Kurserholung seit Jahresbeginn, die trotz schlechter Konjunkturdaten und einiger gravierender Molltöne von Unter-

nehmensseite (u.a. Apple, FedEx, Samsung, LG) stattgefunden hat. Damit sich diese Aufwärtstendenz als nachhaltig erweist, muss die Weltwirtschaft wieder Fuß fassen. Andernfalls wird die bislang erfolgte Anpassung der Gewinnerwartungen nach unten noch nicht ausreichen. Obwohl die Analysten ihre Prognosen für die Jahre 2019 und 2020 schon korrigiert haben, werden bei vielen Indizes immer noch Gewinnsteigerungsraten von rund zehn Prozent für die kommenden beiden Jahre erwartet.

Für den DAX wird beispielsweise nach einem Minus von rund fünf Prozent im vergangenen Jahr wieder mit einem Gewinnzuwachs von rund zehn Prozent in diesem und etwa neun Prozent im nächsten Jahr gerechnet. Solange wichtige Frühindikatoren wie der Ifo-Geschäftsklimaindex oder die Einkaufsmanagerindizes ihre Talfahrt nicht stoppen, dürfte dies zu optimistisch sein, sodass die Ertragserwartungen weiter reduziert werden müssen. Denn hellt sich das Konjunkturbild nicht auf, könnten die DAX-Gewinne 2019 erneut sinken. Allerdings muss es dazu nicht kommen.

So gibt es bei dem Versuch, den Handelskonflikt zwischen den USA und China beizulegen, erste Fortschritte. Auch wenn Donald Trump nicht gerade für seine Kompromissfreude bekannt ist, sollten der Kursrutsch am US-Aktienmarkt und die zum Teil schwächeren Konjunkturdaten auch in den USA den Druck erhöhen, den Konflikt beizulegen. Zudem wird in der kommenden Woche in Großbritannien über den Brexit-Deal abgestimmt, den Theresa May mit der EU ausgehandelt hat. Sollte die Zustimmung des Parlamentes ausbleiben, wovon auszugehen ist, könnten die Karten neu gemischt werden. Neben einem harten Brexit, der sowohl der Konjunktur als auch dem Aktienmarkt schaden würde, besteht auch die Möglichkeit von Neuwahlen und/oder einem neuen Referendum. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit, dass der Brexit abgesagt wird, immer noch sehr gering ist, würde es in einem solchen Fall wohl zu einem Kursfeuerwerk kommen, da sich eine gewichtige Unsicherheit relativ schnell auflöst.

Solange die politischen Themen nicht gelöst sind und wir den Eindruck haben, dass sich die Verschlechterung der makroökonomischen Indikatoren fortsetzt, raten wir aber noch zu einer vorsichtigen Haltung gegenüber Aktien. Unseres Erachtens wird es noch etwas dauern, bis sich das Börsenumfeld auch für längere Zeit wieder freundlicher gestaltet.

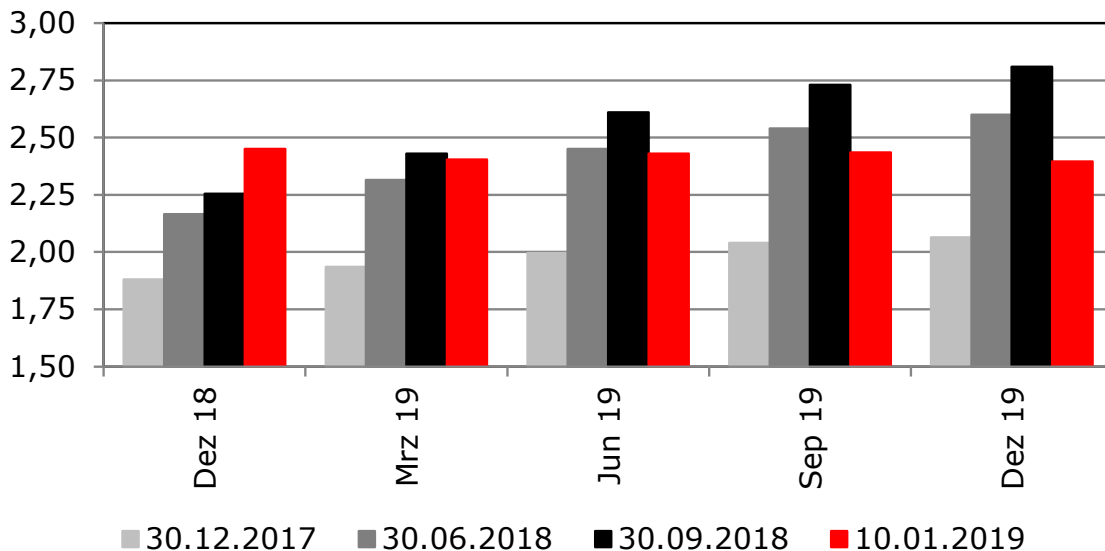
Wochenausblick für die Zeit vom 14. Januar bis 18. Januar 2019

	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,3%	0,1%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	16. Januar
D: Konsumentenpreise, y/y - final	2,0%	2,0%	2,3%	2,5%	2,3%	1,7%	16. Januar
D: Kerninflationsrate, y/y - final	1,4%	1,3%	1,5%	1,7%	1,5%	1,0%	16. Januar
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,6%	1,2%	-0,6%	0,2%	-0,2%		14. Januar
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,7%	1,0%	0,7%	1,0%	-1,0%		14. Januar
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	2,1%	2,0%	2,1%	2,2%	1,9%	1,6%	17. Januar
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	1,1%	0,9%	0,9%	1,1%	1,0%	1,0%	17. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fed etwas „dovisher“

USA: Fed Funds Futures



Im Dezember hatte die US-Notenbank trotz Trump'scher-Kritik ihren Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf die Spanne von 2,25 bis 2,5 Prozent angehoben. Dies war die vierte Erhöhung in 2018 und die neunte seit Beginn der geldpolitischen Normalisierung Ende 2015. Gleichzeitig wurden die geplanten Zinsschritte in 2019 von vier auf zwei reduziert. Während dies aufgrund des wirtschaftlich schwächeren Ausblicks für die USA am Markt noch als „hawkish“ beurteilt wurde, zeigte sich nun im mit Spannung erwarteten Fed-Protokoll, dass die Stimmung des Ausschusses doch etwas „dovisher“ ist als zunächst angenommen. So macht das Protokoll deutlich, dass es auch Stimmen zur Pausierung der Zinserhöhungen gab. Nach Einschätzung einiger Mitglieder im geldpolitischen Ausschuss (FOMC) könne man künftig "geduldiger" sein und die Abwärtsrisiken, insbesondere eine mögliche Eskalation des Handelskriegs oder eines globalen wirtschaftlichen

Abschwungs, verstärkt beobachten. Weiterhin gehörte die gestiegene Volatilität an den Finanzmärkten sowie die Folgen der bisherigen Zinserhöhungen auf die US-Wirtschaft zu den diskutierten Themen im Protokoll. Zinssensitive Sektoren wie der US-Häusermarkt senden bereits negative Signale. Das Protokoll und aktuelle Äußerungen deuten damit daraufhin, dass es in den kommenden Monaten zunächst weder weitere Zinsschritte noch einen endgültigen Zeitpunkt für Zinserhöhungen in Richtung des neutralen Zinskorridors geben wird. Schaut man auf die Fed Fund Futures, wird am Kapitalmarkt im Schnitt sogar mit einer Senkung der Leitzinsen im Jahresverlauf gerechnet. Während die Fed also noch in der Findungsphase ist, hat der Markt eine eindeutige Meinung.

Überblick über Marktdaten

Finanzmärkte im Überblick						
	Stand 10.01.2019 16:19	03.01.2019 -1 Woche	07.12.2018 -1 Monat	Veränderung zum		
Aktienmärkte				09.10.2018 -3 Monate	09.01.2018 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Dow Jones	23759	4,7%	-2,6%	-10,1%	-6,4%	-3,9%
S&P 500	2568	4,9%	-2,5%	-10,9%	-6,7%	-4,0%
Nasdaq	6957	7,6%	-0,2%	-10,1%	-2,9%	0,8%
DAX	10877	4,4%	0,8%	-9,2%	-18,7%	-15,8%
MDAX	22658	5,9%	0,5%	-8,6%	-16,5%	-13,5%
TecDAX	2524	5,5%	0,3%	-5,4%	-6,0%	-0,2%
EuroStoxx 50	3060	3,6%	0,0%	-7,9%	-15,5%	-12,7%
Stoxx 50	2816	2,7%	-0,5%	-6,5%	-13,5%	-11,4%
SMI (Swiss Market Index)	8790	3,8%	0,6%	-1,9%	-8,5%	-6,3%
FTSE 100	6910	3,2%	1,9%	-4,5%	-10,6%	-10,1%
Nikkei 225	20164	0,7%	-7,0%	-14,1%	-15,5%	-11,4%
Brasilien BOVESPA	93590	2,2%	6,2%	8,7%	18,7%	22,5%
Russland RTS	1137	4,6%	-1,8%	-1,9%	-7,5%	-1,5%
Indien BSE 30	36107	1,7%	1,2%	5,3%	4,8%	6,0%
China Shanghai Composite	2535	2,9%	-2,7%	-6,8%	-25,7%	-23,3%
MSCI Welt (in €)	1951	3,7%	-2,0%	-9,4%	-6,5%	-3,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	994	3,2%	0,0%	-0,7%	-14,5%	-10,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
3 Monats Euribor	-0,31	0	1	1	2	2
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,22	3	-3	-15	-29	0
3 Monats \$ Libor	2,80	0	3	38	109	110
Fed Funds Future, Dez 2019	2,41	17	-16	-51	25	0
10-jährige US Treasuries	2,71	16	-14	-50	16	30
10-jährige Bunds	0,19	4	-6	-35	-27	-23
10-jährige Staatsanl. Japan	0,03	3	-3	-13	-4	-2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,17	13	-3	-27	-3	-5
IBOXX AA, €	0,93	9	3	4	26	25
IBOXX BBB, €	2,12	8	1	35	94	89
Hypothekenzinsen USA	4,74	-10	-22	-31	51	52
ML US High Yield	7,33	-65	-10	61	127	118
JPM Schwellenländeranleihen	6,91	-17	-34	-28	115	116
Bund- Future	163,96	-86	79	587	266	228
Bobl- Future	132,76	-20	40	219	115	115
Schatz- Future	111,93	-6	3	13	-4	-5
US Treas 10Y Performance	580,71	-1,2%	2,0%	5,8%	1,0%	-0,1%
Bund 10Y Performance	629,06	-0,6%	0,4%	3,2%	3,9%	3,6%
REX Performance Index	489,18	0,1%	0,4%	1,8%	1,8%	1,8%
IBOXX Euro Corporates, €	222,96	-0,4%	0,0%	-0,7%	-1,8%	-1,6%
ML US Corporates, \$	2851,02	-0,4%	1,0%	1,1%	-1,3%	-2,0%
ML Euro High Yield, €	302,86	1,1%	0,9%	-2,7%	-3,6%	-2,9%
ML US High Yield, \$	1272,28	2,9%	1,0%	-1,0%	-0,1%	0,8%
JPM EMBI+, Index	809,10	1,3%	3,0%	3,4%	-3,1%	-3,2%
Wandelanleihen Exane 25	6948,14	0,0%	-0,1%	-4,6%	-7,3%	-6,1%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	412,56	0,4%	-1,2%	-1,3%	-6,2%	-4,6%
MG Base Metal Index	296,67	2,6%	-2,8%	-5,3%	-16,9%	-17,3%
Rohöl Brent	60,97	11,1%	-3,2%	-28,1%	-10,8%	-8,5%
Gold	1291,07	0,2%	3,6%	8,7%	-1,5%	-1,0%
Silber	15,66	-0,1%	7,3%	8,7%	-7,6%	-7,9%
Aluminium	1831,75	-0,7%	-6,1%	-10,6%	-14,2%	-18,8%
Kupfer	5936,75	3,9%	-3,5%	-5,8%	-15,9%	-17,6%
Eisenerz	74,06	2,5%	10,9%	5,7%	-4,6%	3,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	1238	-2,3%	-9,8%	-17,6%	-11,3%	-9,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1517	1,5%	1,3%	0,7%	-3,5%	-4,0%
EUR/ GBP	0,9034	-0,1%	1,2%	3,1%	2,4%	1,8%
EUR/ JPY	124,45	1,8%	-3,0%	-3,9%	-7,3%	-7,8%
EUR/ CHF	1,1288	0,6%	-0,1%	-0,8%	-3,7%	-3,5%
USD/ CNY	6,7865	-1,3%	-1,3%	-2,0%	3,9%	4,3%
USD/ JPY	108,18	0,5%	-4,0%	-4,2%	-4,0%	-4,0%
USD/ GBP	0,7846	-1,1%	0,1%	2,7%	6,1%	6,1%

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.