



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

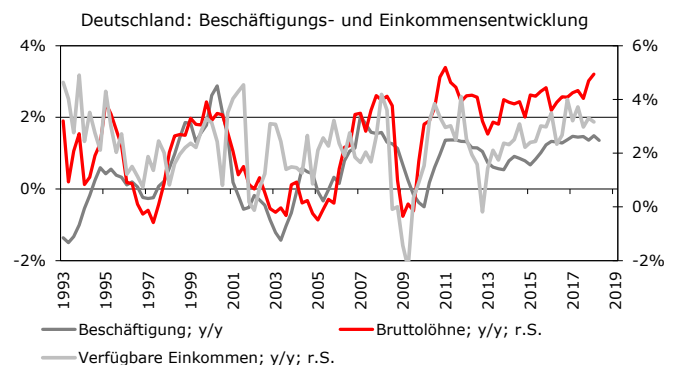
4. Oktober 2018

„Denk ich an Deutschland in der Nacht ...“

...dann bin ich um den Schlaf gebracht.“ So erging es schon dem deutschen Dichter Heinrich Heine, der 1844 das Gedicht „Nachtgedanken“ mit dem oben zitierten berühmten Eingangswort veröffentlichte. So ergeht es auch uns mit Blick auf die ökonomische Entwicklung Deutschlands in diesem Jahr und die Perspektiven für die kommenden Monate. Selten in den vergangenen Jahren war die Situation widersprüchlicher als heute.

Dabei erlebt die deutsche Wirtschaft so wie wir es in unserem Mitte November 2017 veröffentlichten Konjunkturausblick¹ erwartet haben goldene Zeiten. Unser Land befindet sich derzeit in einen Bauboom sondergleichen, nicht nur der Wohnungsbau verzeichnet ein weiteres Rekordjahr, auch für den öffentlichen Bau und den Wirtschaftsbau werden so viele Baugenehmigungen erteilt wie niemals zuvor. Dies merkt jeder, der die Baukräne in deutschen Städten zählt oder der sich über die unzähligen Baustellen auf Autobahnen und Landstraßen ärgert. Die meisten Geschäfte in den Innenstädten freuen sich über anhaltend hohe Besucherzahlen, nicht zuletzt dank des Ausnahmesommers 2018, der der deutschen Tourismusbranche unverhofft gute Gästezahlen verschaffte. Der Arbeitsmarkt ist so gut wie leergefegt, Fachkräfte sind kaum noch zu finden. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen ist mit 2,3 Millionen so gering wie niemals zuvor seit der deutschen Wiedervereinigung, zudem gibt es mehr als 800.000 offene Stellen. Vollbeschäftigung ist somit keine ökonomische Floskel mehr, sondern fast erreicht. Dank des boomenden Ar-

beitsmarktes sind die Bruttolöhne und -gehälter im ersten Halbjahr 2018 um 4,8 Prozent gegenüber dem Vorjahr angestiegen. Doch weil die Sozialleistungen nur um 2,1 Prozent zulegt und auch die Selbständigeneinkommen mit gut drei Prozent weniger stark anstiegen, verzeichneten die verfügbaren Einkommen in diesem Jahr bislang „nur“ ein – immer noch beachtliches – Plus von 3,2 Prozent. Doch damit enden die guten Nachrichten auch schon.



Obwohl sich noch zu Beginn des Jahres die wichtigsten konjunkturellen Frühindikatoren auf oder in der Nähe von historischen Höchstständen befanden, verlor die deutsche Wirtschaft überraschend deutlich an Fahrt. Schon im ersten Quartal wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt viel schwächer als noch Ende 2017. Sah es zunächst danach aus, als ob Sonderfaktoren wie der kalte Winter, eine Grippewelle und Streiks für den Verlust an konjunktureller Dynamik verantwortlich gemacht werden konnten, hellte sich das Bild auch im zweiten Quartal nicht wesentlich auf. Hinzu kam, dass das Statistische Bundesamt den Erwartungen an eine ungebrochene Fortsetzung des starken Aufschwungs des

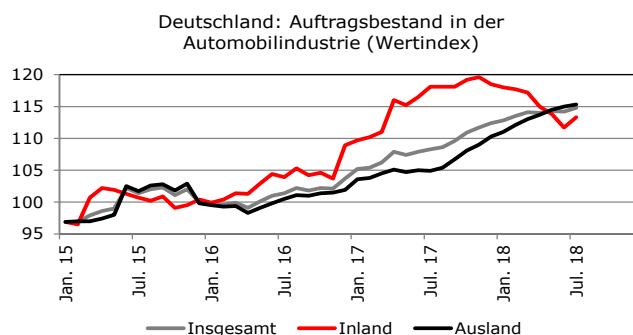
¹ Ausblick 2018 (I): „Goldene Zeiten“ für die deutsche Wirtschaft, <https://www.mmwarburg.de/system/galleries/download/research.mmwarburg.com/eo4717.pdf>

Jahres 2017 einen Strich durch die Rechnung machte: Obwohl sich die Frühindikatoren fast das ganze Jahr 2017 über hinweg verbesserten, hatte die Konjunkturdynamik den revidierten Daten der Statistiker zufolge ihren Höhepunkt schon im ersten Quartal 2017 erreicht. Das Wachstum in den Folgequartalen war zwar gut, aber nur noch halb so hoch wie zu Jahresbeginn. Worauf die zunehmend größer werdende Diskrepanz mit den vorlaufenden Indikatoren zurückzuführen ist, bleibt ein Rätsel.

Allerdings ist der geringere statistische Überhang für das Jahr 2018 nur ein Grund, weshalb wir unsere ursprüngliche Wachstumsprognose von 2,7 Prozent auf 1,9 Prozent nach unten revidiert haben. Die Hauptursache ist darin zu sehen, dass alle wichtigen realwirtschaftlichen Kennzahlen in diesem Jahr bislang enttäuscht haben. So sind beispielsweise die Auftragseingänge in sechs von sieben Monaten gesunken, die Industrieproduktion entwickelte sich in fünf von sieben Monaten negativ, und die Einzelhandelsumsätze wiesen in vier von acht Monaten eine rückläufige Tendenz auf. Die schwache Entwicklung des privaten Verbrauchs überrascht nicht nur angesichts der guten Arbeitsmarktlage und der höheren Löhne. Zwar wurde die Kaufkraft durch die höhere Inflationsrate gebremst, doch deutet der ökonomisch unplausible Anstieg der Sparquote darauf hin, dass die Deutschen tatsächlich zu Kosummuffeln mutiert sind. Von daher dürfte der private Verbrauch in diesem Jahr nur um 1,4 Prozent wachsen, so wenig wie zuletzt 2014.

Ebenso enttäuschend war in diesem Jahr das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen und der Exporte. Angesichts einer Kapazitätsauslastung, die mit rund 88 Prozent so hoch ist wie selten zuvor, dürften Schwierigkeiten, geeignete Arbeitskräfte zu finden, eine Rolle gespielt haben. Schwerer wiegen aber wohl die wirtschaftlichen Unsicherheiten, die von der Handelspolitik der USA ausgehen. Dies wird besonders deutlich beim Blick auf die deutsche Automobilindustrie, in der es in diesem Jahr alles andere als rund läuft. Gewinnwarnungen einiger Unternehmen aus dem Sektor sowie rückläufige Produktions- und Auftragszahlen schüren die Sorge, dass es mit Deutschlands Vorzeigewirtschaft bergab geht. Die Erklärungen für diese Entwicklung scheinen so einfach wie einleuchtend zu sein: Der Diesel-Skandal, das vermeintliche Hinterherlaufen bei der Umstellung von herkömmlichen Motoren auf den Elektroantrieb und nicht zuletzt Trumps Zolldrohungen haben das Umfeld nachhaltig belastet.

Doch diese Gründe haben mit der Realität nur wenig zu tun. Unseres Erachtens nach ist die negative Entwicklung der Automobilbranche in diesem Jahr vor allem auf die hausgemachten Problemen in Zusammenhang mit der Umstellung auf den neuen Abgas-Teststandard WLTP zurückzuführen. Da bislang viele Modelle der deutschen Hersteller noch nicht zertifiziert wurden, wird die Autoproduktion im Moment deutlich reduziert. Dies könnte dazu führen, dass die deutsche Wirtschaft im 3. Quartal gar nicht mehr gewachsen oder sogar geschrumpft ist, denn immerhin entfallen 14 Prozent der gesamten Industrieproduktion auf die Autoindustrie. Wie der Verband der Automobilindustrie berichtet, lag die Autoproduktion im August um rund 30 und im September um gut 20 Prozent unter dem Niveau des Vorjahres. Ähnliche Einbrüche gab es zuletzt zu Beginn des Jahres 2009. Angesichts des hohen Auftragsbestands der deutschen Autobauer, kann man aber nicht von einer nachhaltigen Krise sprechen. Schließlich ist die Reichweite der vorhandenen Aufträge mit drei Monaten mehr als komfortabel. Zudem ist der Wert der Auftragsbestände trotz der schwächeren Entwicklung aus dem Inland so hoch wie nie zuvor, was auf die ungebrochen hohe Auslandsnachfrage zurückzuführen ist.



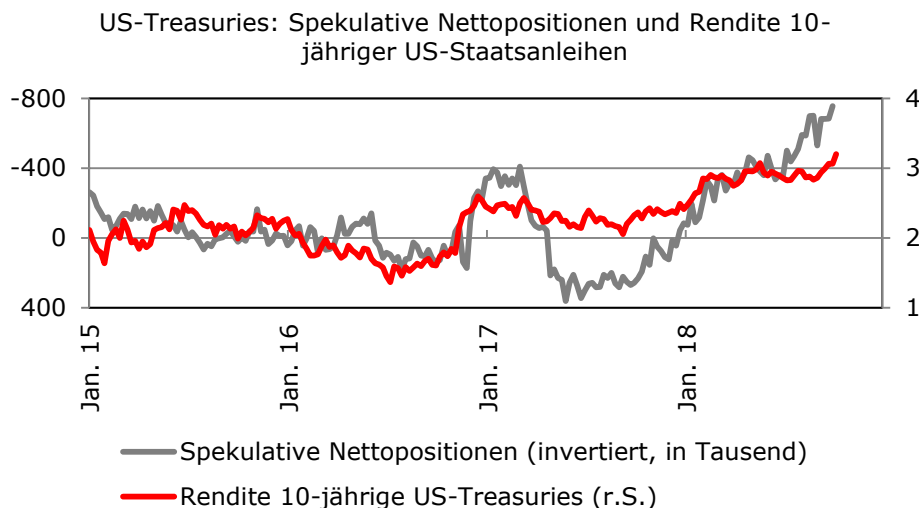
Doch auch wenn der drastische Produktionsrückgang nur eine temporäre Störung ist, könnte er eine erneute Revision der Konjunkturprognose erforderlich machen. Entscheidend wird sein, wann diese Probleme überwunden werden. Zieht die Autoproduktion im Laufe des vierten Quartals wieder deutlich an, könnte auf Gesamtjahressicht noch ein Wachstum von 1,7 Prozent erreicht werden. Setzt der Aufholprozess dagegen erst im nächsten Jahr ein, könnte das deutsche BIP in diesem Jahr auch nur um 1,6 Prozent wachsen. Eine weitere Abschwächung halten wir aber nicht für wahrscheinlich, sodass auch 2019 eine solche Wachstumsrate erreicht werden sollte. Wie schrieb Heine 1844? „Deutschland hat ewigen Bestand, es ist ein kerngesundes Land!“ Die schlaflosen Nächte sollten also schon bald der Vergangenheit angehören.

Wochenausblick für die Zeit vom 8. Oktober bis 12. Oktober 2018

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Industrieproduktion, m/m	2,2%	-0,7%	-1,1%	-2,5%			8. Oktober
D: Industrieproduktion, y/y	2,9%	2,7%	1,2%	-3,0%			8. Oktober
D: Exporte, m/m	1,7%	0,1%	-0,8%	0,6%			9. Oktober
D: Exporte, y/y	3,6%	5,7%	4,6%	2,9%			9. Oktober
D: Importe, m/m	1,1%	1,3%	2,8%	-0,2%			9. Oktober
D: Importe, y/y	4,3%	8,9%	9,8%	8,8%			9. Oktober
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,5%	0,1%	0,3%	0,1%	0,4%		12. Oktober
D: Konsumentenpreise, y/y- final	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,3%		12. Oktober
E-19: Sentix	19,2	9,3	12,1	14,7	12,0	12,3	8. Oktober
E-19: Industrieproduktion, m/m	1,4%	-0,8%	-0,8%	-0,5%			12. Oktober
E-19: Industrieproduktion, y/y	2,3%	2,2%	0,1%	-1,5%			12. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Steigende Renditen in den USA



Seit Mitte September liegt die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen wieder bei über drei Prozent. Jetzt ist die Rendite sogar auf 3,2 Prozent angestiegen und erreicht damit den höchsten Wert seit 2011. Die Ursache hierfür sehen wir vor allem in den weiterhin sehr guten Daten für die US-Wirtschaft. Besonders die guten Zahlen vom Arbeitsmarkt haben die Renditen getrieben. Während im August höher als erwartete Lohnsteigerungen überraschten, folgten diese Woche weitere gute Daten. Der Beschäftigungsbericht des privaten Dienstleisters ADP für September ermittelte 230.000 neue Stellen für den privaten Sektor, was deutlich über dem Jahresschnitt von etwa 200.000 Stellen liegt. Auch wenn die ADP-Zahlen nicht immer mit den Arbeitsmarktdaten der Fed korrelieren und meist auch stärker schwanken, dürfte der offizielle Arbeitsmarktbericht diesen Freitag die positive Richtung bestätigen. Auch auf den gestern veröffentlichten ISM-Index für den Dienstleistungssektor

folgte ein deutlicher Renditeanstieg bei US-Staatsanleihen. Mit einem Stand von 61,6 Punkte liegt der Index für 10-jährige US-Treasuries damit auf dem zweithöchsten Wert seit der Einführung der Zeitreihe 1997. Mit den guten Zahlen haben sich auch die Erwartungen an die zukünftigen Zinsschritte der Fed geändert. Während vor zwei Monaten lediglich mit einer Zinserhöhung gerechnet wurde, werden aktuell von der Mehrheit der Investoren zwei Zinsschritte für 2019 erwartet. Dies liegt allerdings immer noch unter der Fed Projektion von drei Zinsschritten, was zeigt, dass Spielraum für weitere Renditeanstiege besteht. Dafür sprechen auch die Shortpositionen, die aktuell auf einem Rekordwert liegen und weitere Renditeanstiege nach sich ziehen sollten. Hinzukommt, dass die Fed ihre Bilanz aktuell um 50 Milliarden US-Dollar pro Monat reduziert. Der Entzug von Liquidität dürfte den Trend für fallende Kurse bei 10-jährigen US-Staatsanleihen verstärken.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	04.10.2018 17:39	27.09.2018 -1 Woche	03.09.2018 -1 Monat	03.07.2018 -3 Monate	03.10.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Dow Jones	26589	0,6%	2,4%	10,0%	17,4%	7,6%
S&P 500	2906	-0,3%	0,1%	7,1%	14,6%	8,7%
Nasdaq	8025	-0,2%	-1,0%	7,0%	22,9%	16,2%
DAX	12244	-1,5%	-0,8%	-0,9%	-5,1%	-5,2%
MDAX	25629	-2,0%	-4,4%	-1,0%	-1,7%	-2,2%
TecDAX	2805	-1,0%	-7,3%	3,7%	13,3%	10,9%
EuroStoxx 50	3378	-2,1%	-0,5%	-0,8%	-6,3%	-3,6%
Stoxx 50	3056	-1,3%	0,2%	0,2%	-4,4%	-3,8%
SMI (Swiss Market Index)	9096	-0,2%	1,0%	5,5%	-2,0%	-3,0%
FTSE 100	7421	-1,7%	-1,1%	-2,3%	-0,6%	-3,5%
Nikkei 225	23976	0,8%	5,6%	10,1%	16,3%	5,3%
Brasilien BOVESPA	82286	2,9%	8,0%	11,7%	7,2%	7,7%
Russland RTS	1161	-2,2%	7,0%	1,2%	2,8%	0,6%
Indien BSE 30	35169	-3,2%	-8,2%	-0,6%	11,7%	3,3%
China Shanghai Composite	2821	1,1%	3,7%	1,2%	-15,8%	-14,7%
MSCI Welt (in €)	2184	1,4%	1,3%	6,3%	10,9%	8,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1035	0,1%	-0,3%	-0,9%	-3,7%	-6,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	158,93	87	-428	-379	-219	-275
Bobl-Future	130,47	10	-177	-173	-80	-114
Schatz-Future	111,76	5	-23	-33	-41	-21
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	0	-1	-1	-10	0
3 Monats \$ Libor	2,41	1	9	7	107	71
Fed Funds Future, Dez 2018	2,27	1	4	9	67	0
10-jährige US Treasuries	3,20	15	35	37	87	79
10-jährige Bunds	0,54	1	20	24	7	11
10-jährige Staatsanl. Japan	0,16	4	4	13	9	11
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,08	1	17	17	7	20
US Treas 10Y Performance	550,50	-0,9%	-2,8%	-2,6%	-5,5%	-5,3%
Bund 10Y Performance	612,82	0,5%	-1,4%	-1,1%	1,4%	0,9%
REX Performance Index	481,14	0,0%	-0,9%	-0,9%	-0,2%	0,1%
IBOXX AA, €	0,85	-3	11	9	9	17
IBOXX BBB, €	1,71	-2	5	6	41	48
ML US High Yield	6,50	0	-5	-23	51	35
JPM EMBI+, Index	792	-0,6%	2,2%	0,4%	-5,6%	-5,3%
Wandelanleihen Exane 25	7430	0,0%	-0,2%	1,3%	2,2%	0,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	417,68	0,3%	1,5%	-4,5%	-2,5%	-3,4%
MG Base Metal Index	319,70	2,4%	3,4%	-5,0%	-4,7%	-10,9%
Rohöl Brent	85,65	5,0%	9,3%	11,1%	52,4%	28,6%
Gold	1201,98	1,6%	0,0%	-4,2%	-5,7%	-7,8%
Silber	14,71	3,2%	1,2%	-8,3%	-11,6%	-13,5%
Aluminium	2198,00	9,3%	6,4%	4,9%	4,0%	-2,6%
Kupfer	6262,50	1,3%	5,3%	-3,5%	-3,2%	-13,1%
Eisenerz	69,08	0,6%	2,9%	7,8%	9,9%	-3,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1574	3,3%	1,1%	6,6%	20,3%	15,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1513	-1,7%	-0,8%	-1,3%	-2,0%	-4,0%
EUR/ GBP	0,8839	-0,7%	-2,1%	0,0%	-0,4%	-0,4%
EUR/ JPY	131,01	-0,9%	1,5%	1,5%	-1,3%	-3,0%
EUR/ CHF	1,1417	0,4%	1,3%	-1,3%	-0,3%	-2,4%
USD/ CNY	6,8680	-0,3%	0,6%	3,4%	3,2%	5,6%
USD/ JPY	114,54	1,0%	3,1%	3,6%	1,5%	1,6%
USD/ GBP	0,7680	0,7%	-1,0%	1,2%	1,7%	3,9%

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
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.