



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

17. Januar 2019

Brexit, Haushaltssperre, Gelbwesten und Rezessionsangst: Gründe dem Kapitalmarkt den Rücken zuzukehren?

Man stelle sich folgendes vor: Die CDU/CSU lässt in Deutschland ein Referendum darüber abhalten, ob Deutschland aus der EU austreten möchte. Die Befürworter eines Dexit gewinnen knapp das Referendum. Die dann folgenden Verhandlungen mit Brüssel werden so dilettantisch geführt, dass sie teilweise einem zweitklassigen Schmierentheater gleichen. Am Ende wird aber doch in nahezu letzter Sekunde ein Verhandlungsergebnis erzielt, das unter den gegebenen Voraussetzungen für alle Parteien als noch hinreichend akzeptabel eingeschätzt werden kann. Dieser Vertragsentwurf wird im Bundestag zur Abstimmung gestellt. Nur etwa zwei Drittel der CDU/CSU-Abgeordneten stimmen diesem Vertrag zu, und fast alle anderen Abgeordneten (auch die aller anderen Parteien) stimmen dagegen. Aber nicht, weil sie lieber in der EU bleiben möchten, sondern weil ihnen die Zugeständnisse der EU hinsichtlich der Modalitäten nicht ausreichen. In der Folge dieser Ablehnung ist dann alles möglich: Ein neues Referendum, eine veritable Verfassungskrise, eine Verlängerung der Verhandlungsfrist mit der EU, ein unfreiwilliges Verbleiben in der EU angesichts ungeklärter juristischer Fragen oder (der wahrscheinlichste Fall) ein komplettes Chaos. Das klingt verrückt, aber genau das ist gerade in Großbritannien passiert und wirft – gelinde gesagt – kein gutes Licht auf die Qualität der britischen Politik.

Allerdings ist es um die Qualität der Politik in vielen anderen Ländern nicht viel besser bestellt. In den USA wird zum ersten Mal seit 99 Monaten die Beschäftigung im Monatsvergleich sinken. Und zwar nicht, weil die

Wirtschaft schwächelt, sondern da ein nicht unerheblicher Teil der Staatsbediensteten angesichts der Haushaltssperre nicht mehr arbeiten kann. Dabei wäre die Haushaltssperre dank sprudelnder Steuereinnahmen gar nicht notwendig, sondern sie ist eher Teil einer inszenierten Erpressung der Demokraten durch Trump, um den Bau einer Mauer an der mexikanischen Grenze zu erzwingen. Von erwachsenen Menschen würde man eigentlich ein vernünftigeres Verhalten erwarten können.

Das gilt auch für das Verhalten der Gelbwesten in Frankreich, die im Land eine schon fast revolutionäre Stimmung aufkommen lassen. Mit ihrem Verhalten lassen sie zudem erkennen, dass sie von demokratischen Spielregeln nicht allzu viel halten – aber genau das ist ja das Merkmal revolutionärer Bewegungen. Da kann einem der französische Präsident schon fast leidtun, auch wenn er selbst einen wesentlichen Beitrag geleistet hat, das etablierte französische Parteiensystem nachhaltig zu schädigen, ohne ähnlich belastbare neue Strukturen zu schaffen. Schließlich bestand auch seine Bewegung „en marche“ weitgehend aus politischen Anfängern, von denen nach anfänglicher Euphorie inzwischen wieder viele ihr politisches Engagement reduziert oder eingestellt haben. Das zuletzt hilflose Herumrudern von Präsident Macron lässt zudem nicht erkennen, dass es schon ein belastbares Konzept dafür gibt, wie man mit dieser Situation umzugehen gedenkt.

Dagegen erscheinen die Haushaltsprobleme der italienischen Regierung schon fast „putzig“, zumal man sich an die gelegentlichen Frechheiten und Ausfälle der römi-

Konjunktur und Strategie

schen Regierung langsam gewöhnt hat und sie dementsprechend nicht mehr zu ernst nehmen muss. Und als wenn das alles noch nicht genug wäre, verschlechtern sich zu allem Überfluss von Tag zu Tag auch noch die Konjunkturdaten.

Das von Warburg im Jahr 2002 entwickelte und seitdem im Einsatz befindliche Konjunkturzyklusmodell befindet sich in der Nähe von 20 Prozent - bei einer Skala, die von null Prozent bis 100 Prozent reicht. Die daraus abzuleitende Nachricht ist relativ eindeutig. Auch wenn man die Aussagekraft derartiger Modelle immer ein wenig relativieren und interpretieren muss, so führt doch kein Weg an der Erkenntnis vorbei, dass sich die Welt derzeit in einem konjunkturellen Abschwung befindet. Diese Einschätzung gewinnt zusätzlich an Brisanz, da dieser Abschwung vergleichsweise homogen über Länder und Kontinente hinweg verläuft. In Europa haben sich viele Daten schon spürbar verschlechtert; das gilt aber auch für China und seit kürzerer Zeit auch für die USA.

Viele Unternehmen belegen mit der aktuell eher eingetübten Einschätzung ihrer Geschäftsentwicklung, dass unsere makroökonomische Sicht der Dinge so falsch nicht sein kann. Das bedeutet aber auch, dass die Dinge vermutlich noch ein wenig schlechter werden, bevor sie wieder besser werden. Denn ebenso wie sich die Länder und Regionen in den Jahren zuvor gegenseitig positiv befeuert haben, ist nun mit einer sich gegenseitig verstärkenden Abwärtsspirale zu rechnen. Der Beginn dieser Abwärtsspirale hinterlässt inzwischen auch schon Schleifspuren in den Gewinnschätzungen der Analysten. Seit einigen Monaten werden die Gewinnschätzungen für die Jahre 2019 und 2020 graduell nach unten revidiert. Was zunächst eher wie „Datenrauschen“ aussah, entpuppt sich inzwischen zunehmend als echter Wendepunkt. Und die Erfahrung zeigt, dass derartige Wendepunkte durchaus eine Relevanz aufweisen. Wenn Gewinne erst einmal einer negativen Revisionsdynamik unterliegen, dauert es meistens mehr als sechs Monate, bevor sich die Lage wieder zum Besseren wendet. Dementsprechend ist – auch vor dem Hintergrund der extremen politischen Unsicherheiten – in der nächsten Zeit nicht damit zu rechnen, dass die Aktienkurse oder auch die Kurse von Unternehmensanleihen substantiell steigen. Auf der anderen Seite sind schon viele negative Nachrichten eingepreist. Der Markt war in den letzten Monaten extrem effizient in der Eskomptierung graduell schlechter werdender Daten. Das zeigt auch der Blick

auf die Wertentwicklung der Märkte und Assetklassen, die i.d.R. in hochdiversifizierten vermögensverwaltenden Multi-Asset-Portfolios zu finden sind. Nahezu alle diese Anlagen haben das letzte Jahr mit einem Minus beendet. Selten hat es in den letzten Jahrzehnten überhaupt so eine schlechte Marktkonstellation gegeben.

**Performance im Multi-Asset-Kontext:
Wertentwicklung in lokaler Währung**

	10 Jahre	2018
Shanghai B Shares	146%	-21%
SDAX	268%	-20%
DAX 30	128%	-18%
MDAX	304%	-18%
STOXX 50	26%	-15%
Hang Seng	80%	-15%
MSCI Emerging Markets	130%	-15%
MSCI Europa Value	88%	-14%
S&P GSCI Commodity	-39%	-14%
Euro STOXX 50	70%	-12%
Nikkei 225	129%	-12%
STOXX EUROPE 600	133%	-11%
MSCI Europa Growth	148%	-11%
MSCI World	172%	-9%
Russia RTS	65%	-8%
EXANE TOP- ECI25	78%	-7%
JPM EMBI+	103%	-5%
S&P 500	252%	-5%
Nasdaq	330%	-5%
BOFA ML US HY	195%	-2%
IBOXX BBB	88%	-2%
Gold Bullion	52%	-2%
US Treasuries 10 Jahre	26%	-1%
Bundesanleihen 2 Jahre	8%	0%
US Treasuries 2 Jahre	10%	1%
Bundesanleihen 10 Jahre	64%	3%
Mittelwert	117%	-9%

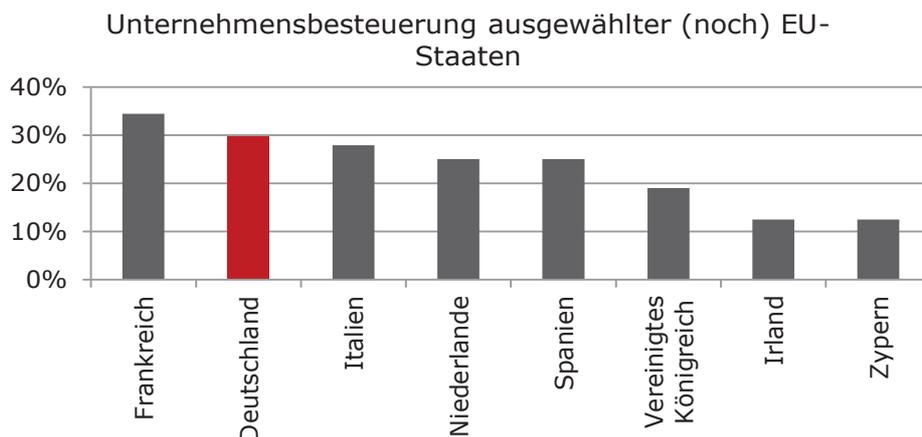
Doch was bedeutet das nun für aktuelle Investitionsentscheidungen? Wir sehen in der geschilderten Entwicklung tatsächlich sogar eine Chance. Selbst wenn die politischen Entwicklungen weiter turbulent verlaufen und die Konjunktur- und Gewinndaten auch noch einige Monate oder Quartale Richtung Süden zeigen: Jetzt ist eigentlich für Investoren der Zeitpunkt gekommen, sich für die kommenden Jahre zu positionieren. Ähnlich wie im Einzelhandel gilt auch für die Börsen, dass der Großteil des Gewinns im Einkauf liegt. Und selbst nach der Lehman-Pleite und der damit einhergehenden scharfen Weltrezession dauerte es nur etwa sechs Monate, bis die Kurse ihren Boden gefunden hatten. Wer langfristig denkt, sollte sich von kurzfristigen Turbulenzen ohnehin nicht verrückt machen lassen, wie die Wertentwicklung von Märkten über längere Perioden eindrucksvoll zeigt. Und so raten wir zwar noch zur Vorsicht, ganz sicher aber nicht zur Panik – politische und wirtschaftliche Unsicherheiten hin oder her.

Wochenausblick für die Zeit vom 21. Januar bis 25. Januar 2019

	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise m/m	0,3%	0,5%	0,3%	0,1%	-0,2%		21. Januar
D: Produzentenpreise y/y	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	2,9%		21. Januar
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-13,7	-10,6	-24,7	-24,1	-17,5	-18,5	22. Januar
D: ZEW Lageeinschätzung	72,6	76	70,1	58,2	45,3	43,5	22. Januar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	55,9	53,7	52,2	51,8	51,5	51,0	24. Januar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	55,0	55,9	54,7	53,3	51,8	51,5	24. Januar
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	103,9	103,8	102,9	102	101	100,4	25. Januar
D: Ifo-Geschäftserwartungen	101,1	101	99,7	98,7	97,3	97,0	25. Januar
D: Ifo-Lageeinschätzung	106,7	106,6	106,1	105,5	104,7	104,1	25. Januar
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-1,9	-2,9	-2,7	-3,9	-6,2	-6,0	23. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	54,6	53,2	52,0	51,8	51,4	51,0	24. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	54,4	54,7	53,7	53,4	51,2	51,0	24. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Mindeststeuersätze – bitte nicht!



Quelle: Bundesministerium der Finanzen

Kurz vor der Europa-Wahl wagt die EU-Kommission einen Vorstoß zur Vereinheitlichung der Steuerpolitik. Konkret soll die Einstimmigkeit bei Steuerbeschlüssen schrittweise bis 2025 hin zu einer qualifizierten Mehrheit geändert werden. Da Einstimmigkeit aus Sicht der Kommission weder eine praktikable noch effektive Entscheidungsregel ist und besonders Niedrigsteuer-Staaten wie Luxemburg, Irland sowie baltische Staaten gerne ihr Veto-Rechte einsetzen, soll dies in vier Schritten geändert werden. Damit sollen „systematische Fortschrittsblockaden“ in Zukunft nicht mehr möglich sein und der „Kuhhandel“, der in der Vergangenheit allzu oft stattgefunden hat, verhindert werden. Die vorgeschlagenen Schritte sehen wie folgt aus: Zusammenarbeit der Behörden im Kampf gegen Steuerflucht und -vermeidung sowie Abschluss von Drittstaatenabkommen, Abschaffung der Einstimmigkeit zur Verfolgung nichtfiskalischer Ziele (z.B. Klimaschutz) und Einführung der qualifizierten Mehrheit für Fragen zur Mehrwertsteuer.

Diese drei Punkte halten wir noch für sinnvoll. Als letzten Schritt sieht die EU allerdings die Entwicklung von Initiativen in der Steuerpolitik „für eine faire und wettbewerbliche Besteuerung“ vor, die mit qualifizierter Mehrheit entschieden werden sollen. Diese Formulierung scheint bewusst offen gehalten zu sein, öffnet aber letztendlich Tür und Tor für Mindeststeuersätze. Damit würde der Steuerwettbewerb zwischen den EU-Staaten allerdings ad absurdum geführt werden. Dieser Wettbewerb ist ein wirksames und dringend notwendiges Mittel, um die EU-Staaten vor exzessiven Steuererhebungen zu bewahren und die Unternehmen und Bürger davor zu beschützen. Auch benötigen strukturschwächere Länder (besonders in Osteuropas) die Möglichkeit Standortnachteile durch niedrigere Steuern abzumildern. Grund zur Panik besteht jedoch nicht, schließlich muss die Abkehr von der Einstimmigkeit mit Einstimmigkeit beschlossen werden.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	17.01.2019 17:21	10.01.2019 -1 Woche	14.12.2018 -1 Monat	16.10.2018 -3 Monate	16.01.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	24186	0,8%	0,4%	-6,3%	-6,2%	3,7%
S&P 500	2619	0,9%	0,7%	-6,8%	-5,7%	4,5%
Nasdaq	7035	0,7%	1,8%	-8,0%	-2,6%	6,0%
DAX	10917	0,0%	0,5%	-7,3%	-17,6%	3,4%
MDAX	22732	0,1%	2,0%	-7,0%	-15,9%	5,3%
TecDAX	2517	-0,6%	-0,1%	-6,0%	-5,1%	2,7%
EuroStoxx 50	3070	-0,2%	-0,7%	-5,7%	-15,2%	2,3%
Stoxx 50	2834	0,1%	-0,4%	-3,8%	-12,4%	2,7%
SMI (Swiss Market Index)	8921	1,4%	2,4%	1,4%	-5,7%	5,8%
FTSE 100	6842	-1,4%	0,0%	-3,1%	-11,8%	1,7%
Nikkei 225	20402	1,2%	-4,6%	-9,5%	-14,8%	1,9%
Brasilien BOVESPA	94861	1,1%	8,5%	10,7%	18,8%	7,9%
Russland RTS	1157	1,3%	3,6%	-0,8%	-8,2%	8,5%
Indien BSE 30	36374	0,7%	1,1%	3,4%	4,6%	0,8%
China Shanghai Composite	2560	1,0%	-1,3%	0,5%	-25,5%	2,6%
MSCI Welt (in €)	1967	1,8%	0,3%	-4,3%	-3,5%	5,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1009	2,4%	2,9%	4,3%	-11,0%	5,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	164,59	38	139	587	382	105
Bobl-Future	132,77	3	43	190	158	25
Schatz-Future	111,92	-1	3	6	5	-2
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	1	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,24	-2	-3	-15	-38	0
3 Monats \$ Libor	2,78	-2	-2	34	105	-3
Fed Funds Future, Dez 2019	2,43	-1	-17	-44	22	0
10-jährige US Treasuries	2,74	0	-15	-43	19	5
10-jährige Bunds	0,24	5	-1	-24	-25	0
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	-1	-2	-14	-7	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,15	9	3	-21	-8	9
US Treas 10Y Performance	580,44	0,0%	2,2%	4,7%	0,9%	0,0%
Bund 10Y Performance	631,60	0,2%	0,8%	3,1%	4,7%	0,7%
REX Performance Index	489,49	0,1%	0,5%	1,6%	2,2%	0,4%
IBOXX AA, €	0,87	-4	-1	2	17	0
IBOXX BBB, €	2,02	-9	-3	25	80	-4
ML US High Yield	7,24	-10	-18	55	117	-77
JPM EMBI+, Index	813	0,6%	3,0%	3,4%	-2,8%	2,7%
Wandelanleihen Exane 25	6963	0,0%	0,1%	-3,8%	-6,9%	1,0%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	412,31	0,3%	-0,6%	-1,5%	-6,1%	0,8%
MG Base Metal Index	296,81	0,7%	-1,2%	-5,1%	-16,5%	0,7%
Rohöl Brent	60,72	-1,2%	0,7%	-24,7%	-12,6%	14,3%
Gold	1292,38	0,2%	4,3%	5,2%	-3,2%	0,9%
Silber	15,60	-0,4%	6,7%	6,0%	-8,9%	0,6%
Aluminium	1840,25	0,0%	-3,6%	-9,1%	-15,6%	-1,2%
Kupfer	5938,25	0,5%	-3,1%	-4,3%	-15,6%	-0,2%
Eisenerz	74,43	0,6%	9,6%	5,5%	-2,7%	7,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1055	-11,3%	-24,7%	-33,1%	-13,6%	-17,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1385	-1,3%	0,9%	-1,7%	-6,9%	-0,6%
EUR/ GBP	0,8806	-2,3%	-2,1%	0,5%	-0,8%	-1,9%
EUR/ JPY	124,10	-0,5%	-3,1%	-4,5%	-8,3%	-1,4%
EUR/ CHF	1,1311	0,3%	0,5%	-1,2%	-4,1%	0,4%
USD/ CNY	6,7735	-0,2%	-1,9%	-2,0%	5,1%	-1,5%
USD/ JPY	109,10	0,6%	-3,8%	-2,8%	-1,2%	-0,4%
USD/ GBP	0,7738	-1,1%	-2,8%	2,2%	6,6%	-1,5%

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.