



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

31. Januar 2019

Berichtssaison schwächer als üblich – Gewinnrezession in den USA?

Die Aktienmärkte sind mit viel Schwung und positiver Energie in das neue Jahr gestartet. War der Dezember 2018 aus Anlegersicht noch ein Monat des Grauens, sieht die Entwicklung vier Wochen später deutlich erfreulicher aus. So konnte das dicke Minus aus dem Vormonat im Januar fast komplett wieder aufgeholt werden. Dabei fällt auf, dass fast alle Verlierer des Vorjahres im Moment zu den großen Gewinnern gehören. Im DAX gehören beispielsweise die Deutsche Bank, Continental, HeidelbergCement und Covestro zu den Werten mit der besten Kursentwicklung in diesem Jahr, während sie 2018 mit Verlusten zwischen 40 und 56 Prozent das Ende des Kurszettels schmückten. Aber wird sich diese Entwicklung auch so fortsetzen?

Die Kursverluste des Vorjahres schienen nicht nur aus unserer Sicht übertrieben zu sein. Denn derartige Entwicklungen spielen sich normalerweise nur dann ab, wenn es große wirtschaftliche Probleme gibt. Vor allem in Rezessionen muss man als Anleger mit deutlichen Kursverlusten rechnen – doch 2018 ist die Weltwirtschaft trotz aller Probleme solide gewachsen. Allerdings war zu beobachten, dass die konjunkturellen Probleme im Verlauf des letzten Jahres kontinuierlich zugenommen haben. Vor allem in China und in Europa lief die Wirtschaft nicht mehr rund, weil die politischen Unsicherheiten, die vom Handelsstreit zwischen den USA und China sowie den chaotischen Brexit-Verhandlungen herrühren, zu einer massiven Verunsicherung der Unternehmen und Konsumenten geführt haben. Die deutsche Wirtschaft ist im zweiten Halbjahr nur knapp an einer Rezession vorbeigeschrammt, während Italien weniger Glück hatte: die dortige Wirtschaft ist sowohl

im dritten als auch im vierten Quartal 2018 geschrumpft.



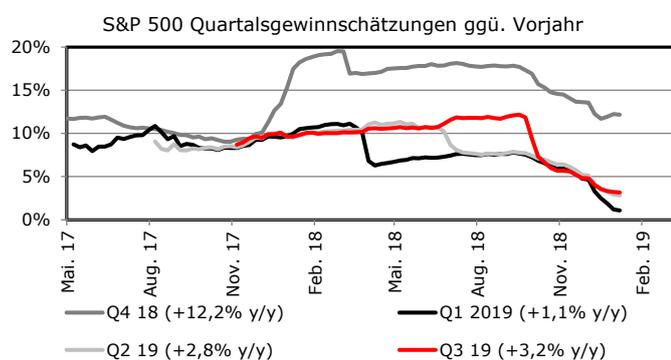
Auch zu Beginn des Jahres 2019 ist leider nicht zu erkennen, dass der Tiefpunkt der wirtschaftlichen Entwicklung erreicht ist. Da sich fast alle wichtigen Konjunkturdaten weiter abgeschwächt haben, steht die Aktienmarkterholung auf einem fundamental wackligen Fundament. Unsere Konjunkturmodelle signalisieren jedenfalls, dass die Prognosen für das wirtschaftliche Wachstum in diesem Jahr vielfach noch zu optimistisch sind. Die Aktienkurse können zwar auch dann steigen, wenn die Wirtschaft schwächelt. Allerdings sollten die Erwartungen für die Gewinnentwicklung der Unternehmen schon hinreichend skeptisch sein und die Frühindikatoren müssen erkennen lassen, dass die wirtschaftliche Talfahrt bald beendet ist.

Wie es um die Unternehmensgewinne bestellt ist, zeigt die Berichtssaison für das vierte Quartal 2018. Aus dem S&P 500 haben mittlerweile gut 200 Firmen ihr Zahlenwerk vorgelegt. 74% der Firmen konnten die Gewinnprognosen übertreffen. Das ist ein etwas besserer

Konjunktur und Strategie

Wert als im langjährigen Mittel (71%), jedoch deutlich weniger als in den vergangenen Quartalen. Bei der Umsatzentwicklung konnten 60% der Unternehmen positiv überraschen, verglichen mit 62% im langjährigen Mittel. Dabei darf man nicht vergessen, dass die Unternehmensanalysten ihre Schätzungen im Vorfeld der Berichtssaison deutlich reduziert haben: Im Oktober 2018 wurde noch ein Gewinnanstieg gegenüber dem Vorjahresquartal von knapp 18 Prozent prognostiziert, mittlerweile zeichnet sich ab, dass das Plus bei rund 12 Prozent liegen dürfte.

Allerdings werden die Prognosen für die kommenden Quartale weiter nach unten revidiert: Für Q1 2019 wird nur noch mit einem Gewinnzuwachs von rund einem Prozent gerechnet, für Q2 und Q3 mit jeweils drei Prozent und für Q4 mit elf Prozent. Da aber die Gewinnerwartungen zu Beginn eines Jahres fast immer zu optimistisch sind – vor allem in Jahren mit nachlassender Konjunkturdynamik – besteht ein erhebliches Risiko für eine sogenannte "Gewinnrezession". Darunter versteht man, dass die Gewinne in mindestens zwei aufeinanderfolgenden Quartalen unter dem Vorjahreswert liegen.



Beim S&P 500 kam es das letzte Mal zwischen dem zweiten Quartal 2015 und dem zweiten Quartal 2016 zu einer Gewinnrezession, davor war dies zwischen dem vierten Quartal 2007 und dem dritten Quartal 2009 acht Quartale in Folge zu beobachten. Meistens gehen Gewinnrezessionen mit einer negativen Aktienmarktentwicklung einher. So legte der S&P 500 zwischen Oktober 2007 und März 2009 den Rückwärtsgang ein, und auch zwischen Februar 2015 und Februar 2016 gingen die Kurse zurück. 2019 könnte es über drei Quartale (Q1 - Q3 2019) hinweg zu sinkenden Gewinnen kommen. Auf Sektorebene gibt es vier Branchen, in denen die Analysten schon jetzt eine Gewinnrezession prognostizieren: für Energie (Q1 - Q4 2019), Technologie (Q1 - Q3 2019), Rohstoffe (Q4 2018 - Q2 2019) und für Versorger (Q4 2018 - Q2 2019).

Während für den S&P 500 auf Gesamtjahressicht für dieses Jahr ein Gewinnanstieg von sechs Prozent (2020: 11 Prozent) erwartet wird, sind die Prognosen für den DAX mit einer Zuwachsrate von neun Prozent in diesem Jahr (2020: 10 Prozent) sogar noch optimistischer. Die langfristig erwarteten Steigerungsraten liegen für den S&P 500 bei sechzehn und beim DAX bei 10 Prozent. Angesichts der derzeitigen makroökonomischen Entwicklungen fällt es uns aber schwer, diesen Optimismus für die Mikroökonomie zu teilen. So erwarten wir für die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr eine reale Wachstumsrate des BIP von rund einem Prozent, während die USA etwa doppelt so stark wachsen sollten. Vor einem Jahr wurde für die 2018er Gewinne der DAX-Unternehmen ebenfalls ein Zuwachs von neun Prozent gegenüber dem Vorjahr prognostiziert, mittlerweile weiß man, dass die Firmenerträge im letzten Jahr sogar gesunken sind. Auch wenn wir nicht davon ausgehen, dass sich dies 2019 wiederholen wird, würden wir im Moment allenfalls eine Gewinnsteigerungsrate von fünf Prozent für dieses und nächstes Jahr erwarten.

Um unser Jahresendziel von 11.800 DAX-Punkten zu erreichen, müsste in diesem Szenario das KGV von derzeit knapp 12 auf 12,5 Punkte ansteigen. Ein leichter Gewinnanstieg zuzüglich eines etwas höheren Bewertungsmultiplikators würde aber das Eintreten unseres Basisszenarios voraussetzen: keine globale Rezession, sondern „nur“ eine wirtschaftliche Abschwächung in den Industrie- und in den meisten Schwellenländern. Eine entscheidende Annahme ist hierbei, dass es zu einem Handelsabkommen zwischen den USA und China kommt, sodass sich die wirtschaftliche Lage im Reich der Mitte stabilisiert. Dies wäre gerade für große Exportnationen wie Deutschland und Japan, für die China mittlerweile der wichtigste Handelspartner ist, eine gute Nachricht. Zudem müsste ein harter Brexit vermieden werden, unter denen alle europäischen Volkswirtschaften stark leiden würden.

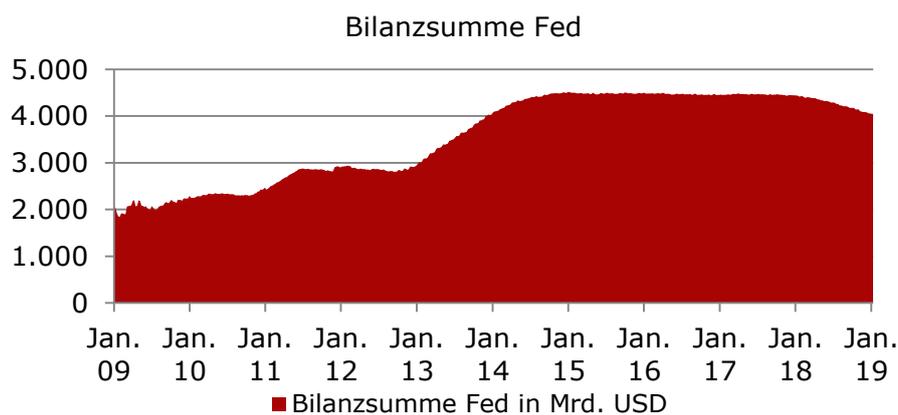
Solange diese beiden politischen Hürden nicht gemeistert sind, dürfte einerseits die konjunkturelle Schwächephase anhalten und andererseits weiterer Revisionsbedarf bei den Unternehmensgewinnen bestehen. Von daher werten wir die derzeitige Erholung an den Aktienmärkten vor allem als technische Gegenreaktion auf die starken Kursverluste des Jahres 2018. Aus fundamentaler Sicht kann jedoch keine Entwarnung gegeben werden, sodass Anleger noch nicht zu euphorisch werden sollten.

Wochenausblick für die Zeit vom 4. Februar bis 8. Februar 2019

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,9	54,7	53,3	51,8	53,1		5. Februar
D: Auftragseingänge, m/m	0,0%	0,2%	-1,0%	0,3%			6. Februar
D: Auftragseingänge, y/y	-2,5%	-3,1%	-4,3%	-6,6%			6. Februar
D: Industrieproduktion, m/m	-0,1%	-0,8%	-1,9%	0,5%			7. Februar
D: Industrieproduktion, y/y	-0,2%	0,5%	-4,6%	-3,8%			7. Februar
D: Exporte, m/m	-0,3%	0,9%	-0,3%	0,1%			8. Februar
D: Exporte, y/y	2,0%	3,3%	-0,1%	0,0%			8. Februar
D: Importe, m/m	0,6%	0,8%	-1,3%	0,2%			8. Februar
D: Importe, y/y	7,8%	7,0%	3,8%	3,0%			8. Februar
E-19: Sentix	12,0	11,4	8,8	-0,3	-1,5	-1,1%	4. Februar
E-19: Produzentenpreise m/m	0,6%	0,8%	-0,3%	-0,4%			4. Februar
E-19: Produzentenpreise y/y	4,6%	4,9%	4,0%	3,4%			4. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	54,7	53,7	53,4	51,2	50,8		5. Februar
E-19: Einzelhandelsumsätze m/m	-0,5%	0,6%	0,6%	0,4%			5. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fed unerwartet „dovish“



Wie erwartet hat die Fed auf ihrer gestrigen Sitzung den Leitzins unverändert bei einer Spanne von 2,25-2,50% belassen. Schwächere volkswirtschaftliche Daten und der nachlassende Inflationsdruck hatten dazu geführt, dass nahezu sämtliche Marktteilnehmer von dieser Entscheidung ausgingen. Es war aber dennoch überraschend, wie deutlich sich der Tonfall in der offiziellen Erklärung und der anschließenden Pressekonferenz im Vergleich zur vorherigen FOMC-Sitzung geändert hat. So wird etwa die wirtschaftliche Aktivität nur noch mit „solide“ statt „stark“ beschrieben. Außerdem werden mehr wirtschaftliche Risiken gesehen, womit auch die Argumente für weitere Zinserhöhungen abgenommen haben. Überdies wurde immer wieder betont, dass die Fed in ihrer Ausrichtung „geduldig“ agieren werde, was auch neu in die offizielle Erklärung aufgenommen wurde. Noch größer aber war die Überraschung, dass der Bezug zu „weiteren graduellen Zinserhöhungen“ fallen

gelassen und stattdessen die Phrase aufgenommen wurde, man werde warten und sehen „welche zukünftigen Anpassungen zur Zielspanne der Leitzinsen angemessen sein werden“. Gerade dieser sehr neutral gefasste Satz ist ein Hinweis darauf, dass die Fed in ihrem Zinszyklus bereits am Ende angelangt sein könnte. Aber nicht nur in Bezug auf den Leitzins, sondern auch zur Bilanzverkürzung äußerte sich die Fed unerwartet „dovish“. Das Statement und Powells Äußerungen zeigen klar, dass man bei der Reduktion nicht mehr per Autopilot agieren wird, sondern das Programm an die Marktgegebenheiten anpassen werde. Außerdem wolle man die „post-crisis“ Geldpolitik mit umfangreichen Reserven fortführen. Dies lässt erwarten, dass die Bilanzverkürzung schon weit fortgeschritten ist. In Anbetracht dieser Äußerungen dürften die Renditen von US-Treasuries weiter sinken.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	31.01.2019 17:01	24.01.2019 -1 Woche	28.12.2018 -1 Monat	30.10.2018 -3 Monate	30.01.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Dow Jones	24964	1,7%	8,2%	0,4%	-4,3%	7,0%
S&P 500	2698	2,1%	8,5%	0,6%	-4,4%	7,6%
Nasdaq	7276	2,9%	10,5%	1,6%	-1,7%	9,7%
DAX	11113	-0,2%	5,2%	-1,5%	-15,8%	5,2%
MDAX	23633	0,3%	9,5%	-0,2%	-11,5%	9,5%
TecDAX	2578	-1,8%	5,2%	0,2%	-2,3%	5,2%
EuroStoxx 50	3146	0,6%	5,3%	0,0%	-12,8%	4,8%
Stoxx 50	2886	1,0%	4,7%	-0,3%	-10,5%	4,6%
SMI (Swiss Market Index)	8943	0,1%	6,1%	1,0%	-5,2%	6,1%
FTSE 100	6971	2,2%	3,5%	-0,9%	-8,1%	3,6%
Nikkei 225	20773	1,0%	3,8%	-3,2%	-10,8%	3,8%
Brasilien BOVESPA	98250	0,6%	11,8%	13,1%	16,3%	11,8%
Russland RTS	1214	2,2%	13,9%	9,9%	-4,7%	13,9%
Indien BSE 30	36257	0,2%	0,5%	7,0%	0,6%	0,5%
China Shanghai Composite	2585	-0,3%	3,6%	0,6%	-25,9%	3,6%
MSCI Welt (in €)	2011	0,3%	7,3%	-0,2%	-1,6%	6,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1037	0,5%	7,5%	9,8%	-10,0%	7,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	165,18	-14	164	474	627	164
Bobl-Future	132,93	-7	41	141	244	41
Schatz-Future	111,88	-4	-6	-11	6	-6
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	1	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,25	0	0	-10	-44	0
3 Monats \$ Libor	2,74	-3	-6	20	96	-7
Fed Funds Future, Dez 2019	2,36	-7	-5	-45	0	0
10-jährige US Treasuries	2,65	-6	-7	-46	-8	-4
10-jährige Bunds	0,16	3	-8	-22	-47	-9
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	0	1	-11	-9	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,27	0	-3	-25	-31	-3
US Treas 10Y Performance	582,77	0,2%	0,6%	4,7%	2,9%	0,4%
Bund 10Y Performance	634,18	-0,1%	1,0%	2,4%	6,4%	1,1%
REX Performance Index	488,86	0,0%	0,2%	0,9%	2,6%	0,2%
IBOXX AA, €	0,80	-1	-8	-2	4	-8
IBOXX BBB, €	1,92	-3	-14	11	65	-14
ML US High Yield	7,15	-10	-88	14	99	-86
JPM EMBI+, Index	823	-0,1%	3,9%	5,5%	-0,8%	4,0%
Wandelanleihen Exane 25	7038	0,0%	2,2%	-1,7%	-5,1%	2,1%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	413,66	0,6%	1,2%	-0,4%	-6,7%	1,1%
MG Base Metal Index	306,20	2,4%	3,1%	0,4%	-15,9%	3,9%
Rohöl Brent	62,30	2,1%	17,3%	-18,2%	-9,2%	17,3%
Gold	1322,11	3,1%	3,5%	8,0%	-1,4%	3,2%
Silber	15,93	3,9%	3,9%	10,1%	-6,8%	2,7%
Aluminium	1890,75	0,9%	1,8%	-2,9%	-14,1%	1,5%
Kupfer	6120,25	3,8%	2,2%	0,7%	-12,7%	2,9%
Eisenerz	75,60	1,3%	9,2%	4,0%	-0,5%	9,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	721	-23,2%	-43,3%	-52,3%	-39,5%	-43,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1470	1,1%	0,1%	0,9%	-7,7%	0,2%
EUR/ GBP	0,8718	0,2%	-3,3%	-2,3%	-0,8%	-2,9%
EUR/ JPY	124,83	0,3%	-1,2%	-2,7%	-7,5%	-0,8%
EUR/ CHF	1,1386	0,9%	1,4%	0,0%	-1,8%	1,0%
USD/ CNY	6,6958	-1,4%	-2,6%	-3,9%	5,8%	-2,6%
USD/ JPY	109,04	-0,6%	-1,1%	-3,6%	0,2%	-0,5%
USD/ GBP	0,7605	-0,8%	-3,5%	-3,2%	7,4%	-3,1%

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.