



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

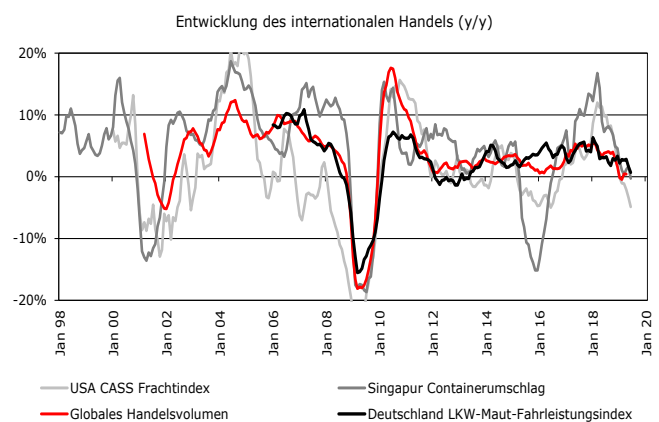
18. Juli 2019

Konjunktur und Kapitalmärkte 2019: Die Halbzeitanalyse

Mitte Juli ist ein guter Zeitpunkt, um den bisherigen Jahresverlauf Revue passieren zu lassen und die Anfang des Jahres getroffenen Prognosen und Einschätzungen auf den Prüfstand zu stellen. Welche Annahmen erwiesen sich bislang als richtig, welche als falsch? Wie sind die ersten sechs Monate zu bewerten, womit ist im zweiten Halbjahr zu rechnen? Ausgangspunkt unseres kleinen Reality-Checks sind dabei die Prognosen, die wir im Januar 2019 in unserer Monatspublikation *Kapitalmarktperspektiven* veröffentlicht haben.

1. Konjunktur: Unsere wirtschaftlichen Einschätzungen zu Jahresbeginn waren von einer gehörigen Portion Skepsis geprägt. Die Vermutung, dass die globale Wachstumsprognose des Internationale Währungsfonds von 3,7 Prozent aufgrund der anhaltenden Handelsstreitigkeiten und des Brexit unrealistisch sei, hat sich bewahrheitet. In der Zwischenzeit hat der IWF seine Prognose zwar auf 3,3 Prozent reduziert, doch könnte selbst dies noch zu optimistisch sein. Während wir für die USA unverändert von einem Wirtschaftswachstum von 2,4 Prozent in diesem Jahr ausgehen, haben wir die Prognose für die Eurozone etwas (von 1,1 auf 1,0 Prozent) und für Deutschland deutlich (von 1,1 auf 0,7 Prozent) reduziert. Da es bislang jedoch keine Hinweise auf eine konjunkturelle Trendwende zum Besseren gibt, zeichnet sich ab, dass eine weitere Prognoseanpassung nach unten erforderlich werden könnte – vor allem für Deutschland, das sich in einer unangenehmen Sandwich-Position zwischen den Streithähnen USA und China befindet. In der Eurozone bildet Deutschland mittlerweile zusammen mit Italien das Schlusslicht beim

Wachstum. Besser sieht es in Frankreich aus, wo sich das Abflauen der Gelbwestenproteste positiv auf die Konjunktur ausgewirkt hat. Wirtschaftlich schwach präsentieren sich auch viele Schwellenländer. Nicht nur in China hat die konjunkturelle Dynamik deutlich nachgelassen, auch viele andere Länder kämpfen mit wirtschaftlichen Problemen. So ist zum Beispiel das reale Bruttoinlandsprodukt in Mexiko, Russland, Südafrika, Südkorea und Brasilien gesunken. All diese Länder leiden unter der Verlangsamung des globalen Handels, der sich auch in den Datenreihen des internationalen Transportgewerbes widerspiegelt. Solange sich diese dunklen Wolken nicht verziehen, ist eine weitere Konjunkturabschwächung wahrscheinlicher als eine Erholung.



2. Inflation: Angesichts der schleppenden Konjunkturentwicklung ist es nicht überraschend, dass die Preissteigerungsraten rund um den Globus gesunken sind. Von wenigen Ausnahmen abgesehen (z.B. Eisenerz)

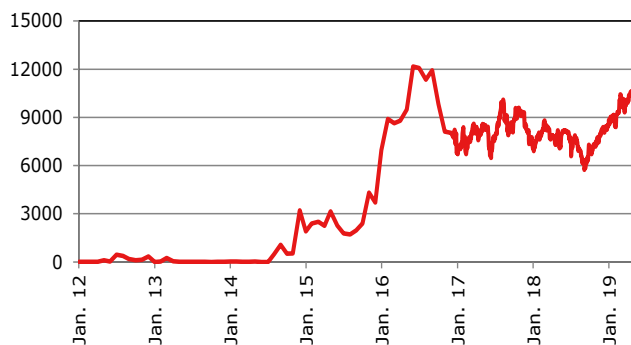
liegen die meisten Rohstoffpreise derzeit unter ihren Vorjahreswerten. Dies gilt beispielsweise mit einem Minus von knapp 20 Prozent für Öl, das in den Warenkörben zur Ermittlung der Inflation einen Anteil von rund zehn Prozent hat. Unsere Prognosen für die Inflationsrate in der Eurozone und in den USA mit 1,2 und 1,6 Prozent haben wir seit Jahresbeginn beibehalten.

3. Zinsen/Rentenmärkte: Die größte Überraschung in diesem Jahr stellt der deutliche Renditerückgang an den Anleihemärkten dar. Auch wenn unsere Prognosen zu Jahresbeginn schon zu den Niedrigsten gehörten, haben wir das tatsächliche Ausmaß des Rückgangs unterschätzt. Die Rendite für 10-jährige US-Staatsanleihen ist in diesem Jahr um 70 Basispunkte auf 2,10 Prozent, die für 10-jährige Bundesanleihen um 60 Basispunkte auf -0,30 Prozent gesunken. Der Kollaps der Renditen ist vor allem auf die schwachen Konjunkturdaten und der damit einhergehenden Erwartung zurückzuführen, dass die Notenbanken die Zinsen senken werden. Vor allem die US-Zentralbank hat in diesem Jahr eine atemberaubende Kehrtwende vollzogen: Kündigte sie noch zu Jahresbeginn an, den Zinserhöhungskurs der Vorjahre fortsetzen zu wollen, hat sie kurze Zeit später dieses Vorgehen erst auf Eis gelegt, ehe sie dann vor einigen Wochen explizit auf einen Zinssenkungskurs umgeschwenkt ist. Nun ist nicht mehr die Frage ob, sondern wann und um wieviel sie die Zinsen senken wird. Ähnliches gilt für die Europäische Zentralbank: Ende 2018 hat man das Anleiheaufkaufprogramm beendet und erklärt, dass man bestrebt sei, nach dem Sommer die Zinsen zu erhöhen. Wir hatten schon damals Zweifel an dieser These geäußert – zu recht, wie wir nun wissen. Aber nicht nur, dass die EZB die Zinsen nicht erhöht, nein, sie wird sie demnächst sogar wieder senken. Und aller Wahrscheinlichkeit nach wird sie auch ihr Anleiheaufkaufprogramm wieder aufleben lassen. So schnell ändern sich die Zeiten! Von daher haben wir unsere Zinsprognose im Vergleich zum Jahresbeginn deutlich nach unten korrigiert: Von 0,45 auf -0,50 Prozent bei 10-jährigen Bunds und von 2,6 auf 1,5 Prozent bei 10-jährigen US-Treasuries.

Sinkende Renditen haben den gesamten Anleihemarkt beflügelt, also nicht nur die Staats-, sondern auch die Unternehmensanleihen und das rund um den Globus. Die hohe Nachfrage nach Anleihen hat zu steigenden Kursen und fallenden Renditen geführt. Mittlerweile weisen Anleihen in einem Volumen von 12,5 Billionen

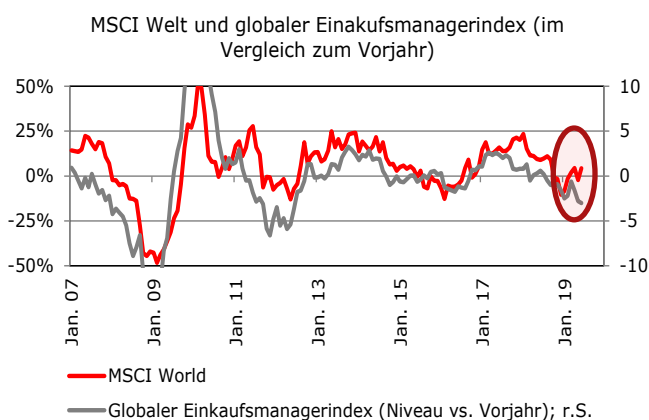
US-Dollar eine negative Rendite auf, das entspricht einem Anteil von gut 20 Prozent an allen ausstehenden Anleihen. In Europa liegt der Anteil sogar bei fast 50 Prozent, wobei es hier sogar kurzlaufende Unternehmensanleihen außerhalb des Investmentgradeuniversums mit negativen Renditen gibt (z.B. von Nokia). Alles in allem war mit europäischen Staats- und Unternehmensanleihen (Investmentgrade) in den ersten sechs Monaten eine Performance von rund sechs Prozent und mit europäischen High-Yield-Unternehmensanleihen eine von acht Prozent zu erzielen. In den USA war die Entwicklung bei den Unternehmensanleihen mit neun bzw. zehn Prozent Wertsteigerung (in USD) sogar noch besser. Schwellenländeranleihen waren mit elf Prozent Wertzuwachs der Top-Performer des ersten Halbjahres.

Volumen ausstehender Anleihen mit negativer Rendite (Barclays Global Aggregate Index, in Mrd. USD)



4. Aktienmärkte: Was Anleihen können, können Aktien schon lange. So jedenfalls bislang in diesem Jahr. Nachdem die Aktienmärkte im vergangenen Jahr den Rückwärtsgang einlegten und insbesondere im vierten Quartal massiv unter die Räder kamen, ist die Entwicklung in diesem Jahr Balsam für die geschundene Anlegerseele. Viele Aktienindizes aus den Industrieländern weisen seit Jahresbeginn ein Plus von 15 bis 20 Prozent auf. Etwas verhaltener verlief die Entwicklung in den Schwellenländern, in denen die Kurse im Durchschnitt aber auch um gut zehn Prozent zulegten. Der Großteil der Performance wurde dabei in den ersten drei Monaten des Jahres erzielt, in denen die übertriebenen Kursverluste aus dem Vorquartal wieder aufgeholt wurden. Nachdem wir aufgrund der katastrophalen Wertentwicklung im Dezember 2018 unsere DAX-Prognose für dieses Jahr von 12.600 auf 11.800 Punkte und die für den S&P 500 von 3.000 auf 2.800 Punkte reduziert hatten, haben wir sie mittlerweile beim DAX wieder auf das ursprüngliche Niveau bzw. auf 3.100 Punkte beim S&P 500 angehoben.

Getragen wurde die Offensive an den Aktienmärkten lange Zeit von der Hoffnung auf eine wirtschaftliche Erholung im zweiten Halbjahr und ein Ende des Handelsstreits zwischen den USA und China. Doch weder das eine, noch das andere ist eingetreten. Es zeichnet sich auch nicht ab, dass dies bald der Fall sein könnte. Die Fronten in dem von Trump provozierten Zweikampf mit China scheinen verhärtet und von der erhofften Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten ist nichts zu sehen. Zuletzt haben die Aktienmärkte von daher auf ein neues Szenario (oder, um in der Fußballersprache zu bleiben, auf einen neuen Stürmer) gesetzt, die Notenbanken. Sinkende Zinsen, so die Überlegung, verhelfen zum einen der Wirtschaft zu einem neuen Aufschwung und zum anderen den Aktienmärkten dank der zusätzlichen Liquidität zu höheren Kursen. Dies hat zu dem skurrilen Marktverhalten geführt, dass schlechte Nachrichten aus der Wirtschaft als gute Nachrichten für die Börse interpretiert werden („bad news are good news“). Für Ökonomen, die ihr Handwerk von der Pike auf gelernt haben, bleiben schlechte Nachrichten jedoch das, was sie sind: schlecht.



5. *Ausblick*: Was bedeutet dies alles für den Anleger, und wie soll man sich für das zweite Halbjahr positionieren? Das globale Wachstum schwächt sich ab und die Wahrscheinlichkeit, dass es in einigen Ländern zu einer Rezession kommen wird, hat deutlich zugenommen. In fast allen Ländern und Regionen ist dieser negative Trend zu beobachten, die USA halten sich jedoch dank des immer noch boomenden Arbeitsmarktes und des robusten privaten Konsums besser als die meisten anderen Volkswirtschaften. Länder, deren Wachstum stark vom Außenhandel abhängt – zu diesen gehört auch Deutschland – laufen dagegen Gefahr, dass aus einer Wachstumsdelle eine nachhaltige Krise wird.

Da vor diesem Hintergrund die Inflationsraten niedrig bleiben, ist eine expansivere Geldpolitik der Notenbanken vorprogrammiert. In diesem Jahr haben bereits 15 Notenbanken die Zinsen gesenkt, die US Federal Reserve und die Europäische Zentralbank werden schon in Kürze folgen. Die globale Niedrigzinsphase geht in die Verlängerung, und diese wird länger dauern, als man es vom Sport her gewohnt ist. Anleger sind von daher gut beraten, die Duration ihrer Anleihen nicht zu kurz zu wählen. Auch wenn es im ersten Moment angesichts niedriger oder sogar negativer Renditen schwer zu verstehen ist, macht es dennoch Sinn, in Anleihen zu investieren. Ähnlich wie man Wachstumsaktien nicht aufgrund ihrer Dividendenrendite kauft, kauft man Anleihen heute nicht mehr nur wegen ihres Zinskupons, sondern aufgrund der Aussichten auf steigende Kurse. Dabei sollte man auf ein diversifiziertes Portfolio aus Staats- und Unternehmensanleihen setzen, zu dem auch Anleihen aus den Emerging Markets gehören.

Nach der stürmischen ersten Halbzeit bei den Aktien, sollte man sich in der zweiten Spielhälfte defensiver aufstellen. So haben sich die Aktienmärkte von den schwachen ökonomischen Fundamentaldaten zuletzt mehr und mehr entkoppelt, was ihre Bewertung vielfach in die Höhe getrieben hat. US-Aktien sollten sich weiterhin besser schlagen als europäische, da in Europa die Gewinnerwartungen noch viel zu optimistisch sind und nach unten angepasst werden müssen. Allerdings weiß man spätestens seit der Dot-Com-Blase der 1990er Jahre, dass Phasen des „irrationalen Überschwangs“ lange anhalten können. Schließlich findet man immer wieder gute und plausible Argumente, die dafür sprechen, dass die Kurse weiter ansteigen können. Wir empfehlen, den Finger am Abzug zu haben, um die Aktienquote gegebenenfalls schnell reduzieren zu können. Schließlich implizieren unsere Jahresendziele für den DAX und S&P 500, dass das Aufwärtspotenzial an den Börsen nahezu ausgeschöpft ist. Ob das wirklich der Fall ist, werden wir in den nächsten Monaten sehen. Wer sich dann über ungenaue Prognosen ärgert, der sei an ein Zitat des fast legendären Andi Möllers erinnert: „Mailand oder Madrid, Hauptsache Italien!“ Selbst die virtuossten Ballkünstler, die Weltmeister geworden sind und die Champions League gewonnen haben, leiden also manchmal unter Orientierungsprobleme. Ob wir auch dazu gehören, werden wir sehen. In diesem Sinne uns allen eine erfolgreiche zweite Halbzeit.

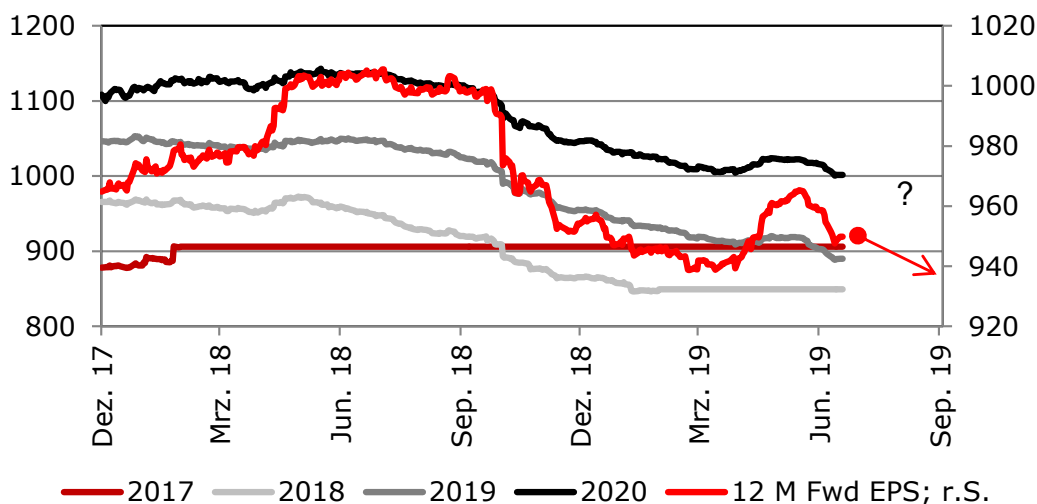
Wochenausblick für die Zeit vom 22. bis 26. Juli 2019

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	47,6	44,1	44,4	44,3	45,0	45,4	24. Juli
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	55,3	55,4	55,7	55,4	55,8	55,6	24. Juli
D: Einkaufsmanagerindex gesamt – Flash	52,8	51,4	52,2	52,6	52,6	52,7	24. Juli
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	98,8	99,7	99,3	97,9	97,4	97,8	25. Juli
D: Ifo-Geschäftserwartungen	94,0	95,6	95,3	95,2	94,2	95,1	25. Juli
D: Ifo-Lageeinschätzung	103,9	104,1	103,5	100,7	100,8	100,7	25. Juli
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-7,4	-7,2	-7,9	-6,5	-7,2	-7,0	23. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	49,3	47,5	47,9	47,7	47,6	47,7	24. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	52,8	53,3	52,8	52,9	53,6	53,1	24. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex gesamt – Flash	51,9	51,6	51,5	51,8	52,2	52,2	24. Juli
E-19: M3, y/y	4,2%	4,6%	4,7%	4,8%	4,7%		24. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: 13% Gewinnwachstum in 2020?

Factset DAX-Gewinnschätzungen



Im Vorfeld der Berichtssaison haben die Gewinnwarnungen deutscher Unternehmen zugenommen. Nicht nur Unternehmen aus der zweiten Börsenliga wie Aumann, Krones und die Deutsche Beteiligungs AG haben ihre Erwartungen an das Jahr 2019 zurückgeschraubt. Mit Lufthansa, Daimler und BASF haben auch Unternehmen aus dem Dax ihre Ziele für dieses Jahr kassiert. Weitere Gewinnwarnungen sind wahrscheinlich. So haben auch Analysten in den vergangenen Wochen ihre Gewinnerwartungen reduziert. Wurde zu Beginn des Jahres noch mit einem Anstieg der Gewinne der Dax-Unternehmen von über 12% gerechnet, wurde diese Zahl nun auf knapp 5% nach unten korrigiert. Überraschend war das nicht: In Anbetracht der weltweiten und insbesondere in Deutschland mittlerweile ausgeprägten Wachstumsschwäche und einer Rezession im Industrie-

sektor war es eher verwunderlich, dass die Gewinnschätzungen erst jetzt so deutlich angepasst wurden und sogar vor einem Monat noch mit einem Gewinnwachstum von 8% gerechnet wurde. Noch erstaunlicher sind jedoch die Erwartungen an die Gewinne für 2020. Auch wenn das Niveau aufgrund der Reduzierung der Erwartungen für 2019 gesunken ist, wird dennoch weiterhin mit einem Anstieg der Gewinne um 13% im kommenden Jahr gerechnet. Dies ist eigentlich nur mit viel Konjunkturoptimismus oder der Möglichkeit der Ausweitung der Margen etwa über höhere Preise zu erklären. Inflation und Produzentenpreise zeigen diesen Spielraum aber kaum an und auch ein konjunktureller Aufschwung scheint angesichts schwacher Konjunkturdaten und Frühindikatoren sowie eines schwer lösbaren Handelskonflikts eher ein frommer Wunsch zu sein.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	18.07.2019	11.07.2019	17.06.2019	17.04.2019	17.07.2018	31.12.2018
	12:47	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	27220	0,5%	4,2%	2,9%	8,4%	16,7%
S&P 500	2984	-0,5%	3,3%	2,9%	6,2%	19,1%
Nasdaq	8185	-0,1%	4,3%	2,4%	4,2%	23,4%
DAX	12281	-0,4%	1,6%	1,1%	-3,0%	16,3%
MDAX	25789	0,1%	1,9%	0,0%	-3,3%	19,5%
TecDAX	2849	-1,0%	2,0%	1,3%	-0,1%	16,3%
EuroStoxx 50	3484	-0,4%	3,0%	0,2%	0,8%	16,1%
Stoxx 50	3192	0,0%	2,1%	0,9%	3,7%	15,6%
SMI (Swiss Market Index)	10010	1,3%	1,6%	4,3%	13,4%	18,7%
FTSE 100	7503	-0,1%	2,0%	0,4%	-1,6%	11,5%
Nikkei 225	21046	-2,8%	-0,4%	-5,5%	-7,3%	5,2%
Brasilien BOVESPA	103856	-1,2%	6,4%	11,3%	32,9%	18,2%
Russland RTS	1353	-3,3%	0,9%	6,9%	16,1%	26,9%
Indien BSE 30	38897	0,2%	-0,2%	-1,0%	6,5%	7,8%
China Shanghai Composite	2901	-0,6%	0,5%	-11,1%	3,7%	16,3%
MSCI Welt (in €)	2198	0,3%	3,4%	2,6%	7,4%	19,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1055	0,7%	4,6%	-3,0%	2,9%	11,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	172,93	111	137	863	1008	939
Bobl-Future	134,62	44	53	202	247	210
Schatz-Future	112,29	6	13	40	27	35
3 Monats Euribor	-0,37	-1	-5	-6	-5	-6
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,51	-3	-11	-19	-39	0
3 Monats \$ Libor	2,30	0	-12	-29	-4	-51
Fed Funds Future, Dez 2019	1,72	-6	-6	-58	-95	-1
10-jährige US Treasuries	2,06	-6	-2	-53	-80	-63
10-jährige Bunds	-0,32	-5	-7	-40	-60	-56
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,13	1	-1	-12	-17	-14
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,60	-10	-13	-35	-51	-43
US Treas 10Y Performance	621,96	0,7%	0,4%	5,4%	10,2%	7,1%
Bund 10Y Performance	666,47	0,7%	0,8%	4,0%	7,5%	6,3%
REX Performance Index	497,79	0,0%	0,3%	1,6%	2,6%	2,1%
IBOXX AA, €	0,19	-6	-18	-33	-54	-68
IBOXX BBB, €	0,91	-7	-33	-49	-65	-115
ML US High Yield	6,44	-2	-21	-10	-16	-157
JPM EMBI+, Index	878	0,4%	1,6%	5,1%	10,0%	11,0%
Wandelanleihen Exane 25	7445	0,0%	2,0%	2,4%	0,4%	8,0%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	404,29	-0,1%	-2,0%	-4,9%	-6,5%	-1,2%
MG Base Metal Index	298,60	1,3%	4,3%	-5,7%	-5,3%	1,3%
Rohöl Brent	64,31	-4,0%	4,1%	-10,5%	-10,9%	21,0%
Gold	1420,00	0,6%	6,1%	11,5%	15,7%	10,8%
Silber	15,93	4,8%	7,1%	6,4%	2,0%	2,7%
Aluminium	1829,50	1,2%	5,9%	-0,3%	-11,4%	-1,8%
Kupfer	5968,00	0,3%	2,6%	-8,7%	-2,4%	0,3%
Eisenerz	121,14	0,7%	16,3%	30,3%	92,0%	75,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	2064	13,7%	88,8%	169,1%	19,9%	62,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1208	-0,7%	-0,2%	-0,8%	-4,3%	-2,1%
EUR/ GBP	0,8985	0,1%	0,5%	3,7%	1,2%	0,1%
EUR/ JPY	120,86	-0,9%	-1,0%	-4,5%	-8,3%	-4,0%
EUR/ CHF	1,1074	-0,4%	-1,2%	-2,9%	-4,9%	-1,7%
USD/ CNY	6,8762	0,1%	-0,7%	2,8%	2,5%	0,0%
USD/ JPY	107,95	-0,5%	-0,6%	-3,7%	-4,4%	-1,5%
USD/ GBP	0,8018	0,5%	0,7%	4,6%	5,5%	2,1%

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.