



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

29. August 2019

### Ein stürmischer Herbst

Die Aktienmärkte haben in diesem Jahr mit einer beeindruckenden Wertentwicklung gegläntzt. Elf Prozent Plus beim DAX, 13 Prozent beim europäischen Stoxx 50 oder 15 Prozent beim S&P 500 sind beachtliche Zugewinne. Dabei haben es die wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen, mit denen es Anleger zu tun haben, durchaus in sich. Aber trotz des immer weiter eskalierenden Konflikts zwischen den USA und China haben die Marktteilnehmer ihre Hoffnungen auf ein baldiges Ende des Zollkrieges bislang nicht aufgegeben. Aber wie realistisch ist diese Erwartung? Hätte man es mit einem rational handelnden US-Präsidenten zu tun, wäre der Streit vielleicht schon beigelegt, da Trump im nächsten Jahr wiedergewählt werden möchte. Doch solange sich die USA und China nicht einigen, muss man davon ausgehen, dass die globale wirtschaftliche Abschwächung auch an den USA nicht spurlos vorbeigehen wird, worunter die Wiederwahlchancen des amtierenden Präsidenten leiden könnten.

Der vergangene Freitag hat wieder einmal gezeigt, wie impulsiv und unberechenbar die US-Politik mittlerweile geworden ist. Nachdem China auf die vor einigen Wochen beschlossenen neuen US-Zölle Gegenmaßnahmen ankündigte, geriet der US-Präsident derart in Rage, dass er den US-Unternehmen „befahl“, sich aus China zurückzuziehen. Dieses politische Gebaren erweckt den Eindruck, dass man es nicht mehr mit den Vereinigten Staaten, sondern mit der Volksrepublik Amerika zu tun hat. Doch nicht nur China empfindet Donald Trump als Feind, viel schlimmer ist aus seiner Sicht das Verhalten der US-amerikanischen Notenbank zu bewerten. Statt

wie vom Präsidenten gewünscht die Zinsen deutlich zu senken, halten sich Fed-Präsident Powell und seine Kollegen bedeckt, was die weiteren Schritte angeht. Nicht zuletzt der Druck des Präsidenten führt dazu, dass die US-Notenbank langsamer reagiert als sie es sonst vielleicht täte.



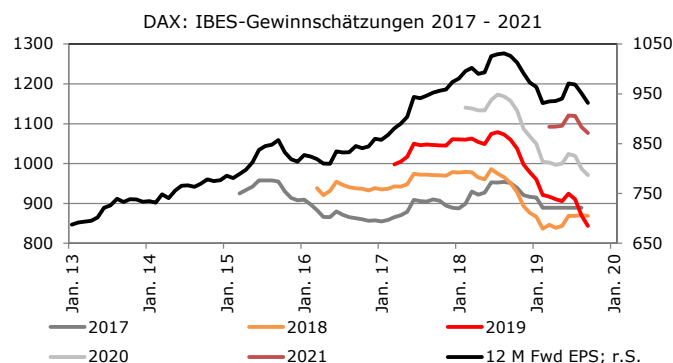
Aber nicht nur die politischen Nachrichten aus den USA halten die Anleger in Atem, gleiches gilt auch für den näher rückenden Brexit. Mit seinem Coup, das Parlament bis Mitte Oktober in eine vierwöchige Pause zu schicken, löst Premier Boris Johnson eine veritable Verfassungskrise in Großbritannien aus. An deren Ende könnten sowohl ein No-Deal-Brexit als auch sein Sturz und anschließende Neuwahlen stehen. Doch selbst im letzten Fall könnte ein Ausscheiden Großbritanniens aus der EU ohne einen Vertrag quasi als Unfall passieren, da Neuwahlen vor dem 31. Oktober kaum stattfinden werden. Dies wäre mit erheblichen negativen wirtschaftlichen Konsequenzen verbunden. Ob die EU für diesen Fall einer erneuten Verlängerung des Austritts zustimmen würde, ist völlig offen.

Die wirtschaftlichen Konsequenzen dieser anhaltenden politischen Unsicherheiten treten immer deutlicher zu Tage. So schwächt sich das globale Wirtschaftswachstum weiter ab. Einer der Hauptleidtragenden dieser Entwicklung ist die deutsche Wirtschaft. Dies liegt zum einen daran, dass für Deutschland die Industrie und der Außenhandel nach wie vor eine sehr wichtige Rolle für das Wachstum spielen. So beträgt der Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung mehr als 20 Prozent, und die Exporte machen rund 40 Prozent des Bruttoinlandsproduktes aus. In den USA liegen diese Anteile dagegen nur bei 12 bzw. bei acht Prozent. Zum anderen befindet sich Deutschland in einer unangenehmen Sandwichposition zwischen den Streithähnen USA und China: Während die USA unser wichtigster Exportpartner sind (fast neun Prozent der Ausfuhren gehen in die USA), ist China unser wichtigster Handelspartner, wenn man die Im- und Exporte zusammenrechnet. Dies macht es auch so schwierig, im Handelskrieg klar Stellung zu beziehen.

Was bedeutet dies für den Anleger? 1. Nach der Veröffentlichung der BIP-Zahlen für das zweite Quartal haben wir unsere 2019er Wachstumsprognose für Deutschland auf 0,5 Prozent nach unten revidiert, wobei eine technische Rezession, also zwei Quartale in Folge mit einer rückläufigen Wirtschaftsleistung, wahrscheinlich ist. 2020 erwarten wir ein Wachstum von 1,0 Prozent, doch sollte sich von der Verdoppelung des Wachstums 2020 niemand blenden lassen. Dies ist allein ein statistischer Effekt aufgrund der höheren Zahl an Arbeitstagen. Lässt man diesen außen vor, würde das Wirtschaftswachstum 2020 ungefähr auf demselben niedrigen Niveau verharren wie in diesem Jahr.

2. Wir revidieren unsere DAX-Prognose zum Jahresende von bislang 12.600 auf 11.000 Punkte nach unten. Dieser drastisch anmutende Schritt ist darauf zurückzuführen, dass von der prognostizierten Konjunkturerholung nichts in Sicht ist und wir deshalb davon ausgehen, dass die Erwartungen für die Unternehmensgewinne deutlich zu hoch sind. Zwar sind die Prognosen für das Jahr 2019 kontinuierlich nach unten revidiert worden, sodass der Gewinn je Aktie mittlerweile auf einem niedrigeren Niveau liegt als es sowohl im letzten Jahr als auch 2017 der Fall gewesen ist. Doch für das Jahr 2020 zeigen die DAX-Konsensschätzungen lt. IBES und Factset, dass die Analysten einen Gewinnanstieg von

14 Prozent erwarten. Aus Makrosicht halten wir dagegen nur ein Gewinnplus von bestenfalls fünf Prozent für wahrscheinlich, und selbst dafür müsste es in absehbarer Zeit zu einer Verbesserung der konjunkturellen Frühindikatoren kommen. Bislang zeigen diese – wie der in dieser Woche veröffentlichte Ifo-Geschäftsklimaindex – aber weiter nach unten. Das KGV als Bewertungsmultiplikator setzten wir mit 12,5 auf dem aktuellen Niveau an.



3. Anleger sollten nicht den Mut verlieren, denn dies ist kein generelles Votum gegen Aktien. Deutschland und der DAX sind von der gegenwärtigen politischen und ökonomischen Gemengelage besonders negativ betroffen. Dies könnte sich ändern, wenn es zu einem Handelsabkommen zwischen den USA und China kommt oder ein No-Deal-Brexit verhindert werden kann. Da die Gewinnerwartungen für das kommende Jahr für die Unternehmen im (Euro) Stoxx 50 mit rund zehn Prozent etwas weniger ambitioniert sind, halten wir Aktien aus diesen Indizes derzeit für fair bewertet. Defensive Titel, wie Nahrungsmittel- oder Konsumgüterhersteller oder Gesundheits- und Pharmawerte, versprechen sogar weiteres Kurspotenzial, während konjunktursensitive Titel unter Druck bleiben dürften.

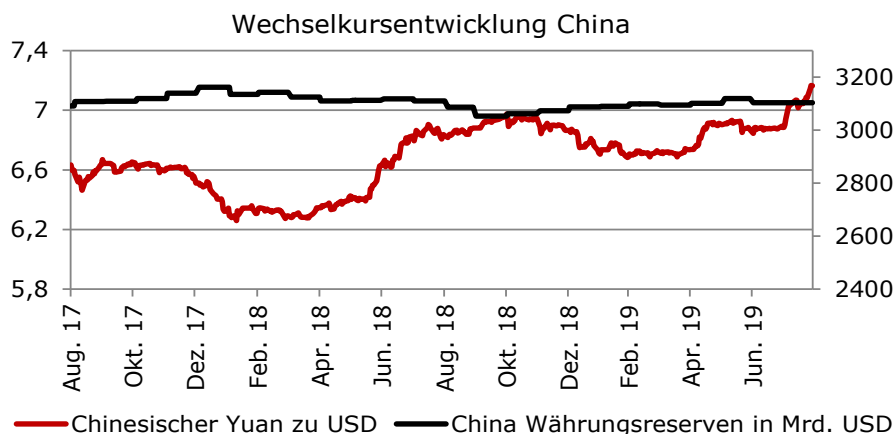
4. US-amerikanische Aktien halten wir trotz der höheren Bewertung weiterhin für attraktiver als europäische Werte. Trotz zuletzt aufziehender dunklerer Wolken am Konjunkturhimmel hält sich die US-Wirtschaft deutlich besser als die meisten anderen Volkswirtschaften. Dies liegt vor allem an der Stärke des privaten Verbrauchs, aber auch an der Technologieführerschaft vieler US-Unternehmen. Deren dominante Marktposition führt zu monopol- oder zumindest zu oligopolartigen Gewinnmargen. Solange diese nicht durch eine stärkere Regulierung oder höhere Besteuerung in Frage gestellt werden, bleibt die Dominanz dieser Unternehmen erhalten.

## Wochenausblick für die Zeit vom 02. bis 06. September 2019

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Final	44,1	44,4	44,3	45,0	43,2	43,6	02. September
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Final	55,4	55,7	55,4	55,8	54,5	55,4	04. September
D: Einkaufsmanagerindex gesamt – Final	51,4	52,2	52,6	52,6	50,9	51,4	04. September
D: Auftragseingänge, m/m	0,6%	0,5%	-2,0%	2,5%	-0,4%		05. September
D: Auftragseingänge, y/y	-4,7%	-4,0%	-7,7%	-3,2%	-2,7%		05. September
D: Industrieproduktion, m/m	0,5%	-2,0%	0,1%	-1,5%	0,1%		06. September
D: Industrieproduktion, y/y	-1,3%	-2,8%	-4,5%	-5,1%	-3,9%		06. September
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Final	47,5	47,9	47,7	47,6	46,5	47,0	02. September
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,1%	-0,3%	-0,1%	-0,6%	-0,1%		03. September
E-19: Produzentenpreise, y/y	2,9%	2,6%	1,6%	0,7%	0,6%		03. September
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Final	55,4	55,7	55,4	55,8	54,5	54,4	04. September
E-19: Einkaufsmanagerindex gesamt – Final	51,9	51,6	51,5	51,8	52,2	52,2	04. September
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,2%	0,1%	-0,6%	1,1%	0,2%		04. September
E-19: Einzelhandelsumsätze, y/y	2,0%	2,1%	1,0%	2,6%	2,2%		04. September
	<b>Q4 2018</b>	<b>Q1 2019</b>	<b>Q2 2019</b>				
E-19: BIP, q/q – s.a. – Final	0,2%	0,4%	0,2%				06. September
E-19: BIP, y/y – s.a. – Final	1,2%	1,2%	1,1%				06. September
E-19: Änderung Anzahl Beschäftigte, q/q	0,3%	0,3%	0,2%				06. September
E-19: Änderung Anzahl Beschäftigte, y/y	1,3%	1,3%	1,1%				06. September

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: China wertet Yuan weiter ab



Im Handelskrieg zwischen den USA und China hat Peking nun neben Zöllen und nichttarifären Handelshemmnissen eine weitere Waffe ins Feld geführt. Nachdem die chinesische Zentralbank ihre Währung bereits Anfang August auf über 7,00 CNY/USD abwertete, lässt sie den Yuan weiter auf einen Kurs von mittlerweile 7,15 fallen. Damit hat die Währung den tiefsten Wert seit 2008 erreicht. Eine gewisse Abwertung der Währung ließe sich noch aus der Schwächephase der chinesischen Wirtschaft und weiteren geldpolitischen Schritten der Zentralbank herleiten. Diese so rasante Abwertung deutet aber eindeutig auf eine chinesische Intervention hin. Mit der günstigeren Währung möchten die

Chinesen die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Exporte verbessern und damit den Strafzöllen seitens der USA entgegenwirken. Auch der zeitliche Zusammenhang mit den jüngsten Zollerhebungen durch die USA ist augenfällig. Gleichzeitig kann es sich China jedoch nicht leisten, seine Währung zu stark abzuwerten. In diesem Fall nämlich würden die Importe teurer werden und die Gefahr der Kapitalflucht bestehen. Außerdem würde dies nur weitere Reaktionen durch Trump provozieren. Auch wenn der Trend der letzten Wochen anders aussieht, sollte der Yuan aus diesen Gründen nicht unter 7,25 abwerten.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	29.08.2019 17:15	22.08.2019 -1 Woche	26.07.2019 -1 Monat	28.05.2019 -3 Monate	28.08.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	26317	0,2%	-3,2%	3,8%	1,0%	12,8%
S&P 500	2917	-0,2%	-3,6%	4,1%	0,7%	16,4%
Nasdaq	7957	-0,4%	-4,5%	4,6%	-0,9%	19,9%
DAX	11827	0,7%	-4,8%	-1,7%	-5,6%	12,0%
MDAX	25396	0,6%	-3,2%	0,8%	-6,7%	17,6%
TecDAX	2762	0,5%	-6,3%	-3,9%	-8,7%	12,7%
EuroStoxx 50	3406	1,0%	-3,4%	1,7%	-1,2%	13,5%
Stoxx 50	3117	0,7%	-3,0%	0,7%	1,4%	12,9%
SMI (Swiss Market Index)	9832	0,3%	-1,4%	1,6%	8,2%	16,6%
FTSE 100	7178	0,7%	-4,9%	-1,3%	-5,8%	6,7%
Nikkei 225	20461	-0,8%	-5,5%	-3,8%	-10,3%	2,2%
Brasilien BOVESPA	98967	-1,0%	-3,7%	2,7%	27,7%	12,6%
Russland RTS	1282	-0,1%	-4,9%	0,8%	18,9%	20,2%
Indien BSE 30	37069	1,6%	-2,1%	-6,7%	-4,7%	2,8%
China Shanghai Composite	2891	0,3%	-1,8%	-0,7%	4,1%	15,9%
MSCI Welt (in €)	2112	-0,7%	-4,0%	2,5%	2,5%	16,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	965	-0,8%	-7,3%	-1,1%	-4,5%	3,5%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	179,30	126	509	1150	1678	1576
Bobl-Future	136,13	31	140	238	412	361
Schatz-Future	112,56	7	29	50	61	62
3 Monats Euribor	-0,42	0	-5	-11	-10	-11
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,56	-3	-5	-20	-44	0
3 Monats \$ Libor	2,12	-1	-14	-40	-19	-68
Fed Funds Future, Dez 2019	1,60	-2	-18	-50	-108	-1
10-jährige US Treasuries	1,51	-10	-57	-76	-138	-117
10-jährige Bunds	-0,70	-6	-28	-54	-108	-94
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,27	-3	-12	-20	-37	-28
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-1,01	-10	-33	-57	-93	-85
US Treas 10Y Performance	658,36	1,2%	6,0%	8,2%	16,6%	13,4%
Bund 10Y Performance	694,78	0,8%	3,4%	6,0%	12,3%	10,8%
REX Performance Index	505,48	0,1%	1,2%	2,1%	4,3%	3,6%
IBOXX AA, €	-0,07	-4	-16	-51	-83	-95
IBOXX BBB, €	0,64	-5	-12	-73	-101	-142
ML US High Yield	6,37	-2	-3	-37	-12	-164
JPM EMBI+, Index	865	0,1%	-2,0%	2,9%	10,2%	9,3%
Wandelanleihen Exane 25	7539	0,0%	0,6%	4,0%	1,2%	9,4%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	390,36	-1,1%	-3,9%	-6,5%	-5,2%	-4,6%
MG Base Metal Index	289,66	0,0%	-2,8%	-1,8%	-8,0%	-1,7%
Rohöl Brent	60,44	1,0%	-4,5%	-13,4%	-21,1%	13,8%
Gold	1536,11	2,4%	8,2%	20,1%	27,0%	19,9%
Silber	18,30	6,9%	11,5%	27,4%	23,0%	18,0%
Aluminium	1715,00	-1,5%	-3,5%	-3,5%	-18,7%	-7,9%
Kupfer	5673,00	0,2%	-4,5%	-4,5%	-7,5%	-4,6%
Eisenerz	91,63	-1,2%	-23,7%	-6,9%	36,1%	32,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	2267	7,0%	17,0%	109,5%	34,6%	78,4%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1059	-0,2%	-0,7%	-1,2%	-5,6%	-3,4%
EUR/ GBP	0,9068	0,3%	1,0%	2,9%	-0,3%	1,0%
EUR/ JPY	117,72	-0,3%	-2,8%	-3,9%	-9,5%	-6,5%
EUR/ CHF	1,0895	-0,1%	-1,4%	-3,2%	-4,7%	-3,3%
USD/ CNY	7,1449	0,8%	3,8%	3,4%	5,0%	3,9%
USD/ JPY	106,13	-0,3%	-2,3%	-3,0%	-4,6%	-3,1%
USD/ GBP	0,8201	0,5%	1,6%	3,9%	5,6%	4,4%

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.