



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

26. September 2019

Deutschland: Der perfekte Sturm

Die deutsche Wirtschaft befindet sich seit rund 18 Monaten im Abschwung. Dabei ist es noch gar nicht lange her, dass es so aussah, als ob Deutschland vor rosigen Zeiten stehen würde. 2017 verzeichneten wir ein Wirtschaftswachstum von 2,5 Prozent, und zu Beginn des Jahres 2018 deuteten alle wichtigen Frühindikatoren darauf hin, dass sich diese positive Entwicklung mit viel Schwung fortsetzen würde. Doch bekanntlich kam es dann ganz anders. Schon in der ersten Jahreshälfte des vergangenen Jahres verlor der Aufschwung deutlich an Fahrt, bevor er danach völlig zum Erliegen kam. Mittlerweile ist zu konstatieren, dass die deutsche Wirtschaft seit rund einem Jahr so gut wie nicht mehr gewachsen ist. Worauf ist dieser plötzliche und unerwartete Umschwung zurückzuführen?

Deutschland war seit der Jahrtausendwende einer der Hauptprofiteure der Globalisierung und des damit verbundenen stark zunehmenden globalen Wirtschaftswachstums. Nach der Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation WTO erlebte der Welthandel eine wahre Blütezeit, von der „offene“ Volkswirtschaften überdurchschnittlich stark profitierten. Neben China selbst und seinen regionalen Nachbarn gehörten hierzu auch einige Industrieländer, die ihre Wirtschaft auf einen wachsenden Außenhandel ausgerichtet hatten. Für uns in Deutschland waren die Rahmenbedingungen wie gemacht, um an der zunehmenden Bedeutung des Welt Handels und dem wachsenden globalen Einflusses der Schwellenländer stark zu partizipieren. So beträgt der Anteil der Exporte an der gesamten deutschen Wertschöpfung rund 40 Prozent, während das verarbeitende

Gewerbe in Deutschland immer noch einen Anteil von mehr als 20 Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung hat.

Doch die Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen Jahren erneut verändert, und was sich zunächst als Segen erwies ist mittlerweile als Fluch zu betrachten. So liegt der Höhepunkt der Globalisierung mittlerweile hinter uns. Der Welthandel wächst kaum noch, was auf den zunehmenden Protektionismus und den schwindenden Einfluss liberaler wirtschaftspolitischer Ideen zurückzuführen ist. Darunter leiden naturgemäß die Länder am stärksten, die zuvor profitiert haben: Exportstarke Volkswirtschaften mit einem starken verarbeitenden Gewerbe. Für Deutschland hat sich somit in den vergangenen Monaten der perfekte Sturm zusammengebraut. Statt wie in den Jahren zuvor zu den wachstumsstärksten Industrieländern zu gehören, ist Deutschland an das Tabellenende gerutscht. Zusammen mit Italien läuft Deutschland Gefahr, in eine Rezession abzurutschen.

Eine Besserung der Lage hängt vor allem davon ab, ob der Handelsstreit zwischen den USA und China beigelegt wird oder ob dieser weiter eskaliert. Wichtige konjunkturelle Frühindikatoren, wie der Ifo-Geschäftsklimaindex oder die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor, geben bislang keine Entwarnung, dass die konjunkturelle Talfahrt gestoppt ist. Die in die Zukunft schauenden Komponenten dieser Datenreihen deuten sogar auf eine Verschärfung des Abschwungs hin. Dass

dieser bislang vergleichsweise moderat ausgefallen ist, liegt an der immer noch guten Geschäftslage der Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor und den Konsumenten, deren Stimmung und – wichtiger – deren Ausgabeverhalten bislang Schlimmeres verhindert hat. Doch wird dies auch so bleiben?

Zuletzt haben wir den Eindruck gewonnen, dass die Widerstandsfähigkeit des Dienstleistungssektors nachgelassen hat. Im Unterschied zum verarbeitenden Gewerbe, das sich bereits in einer leichten Rezession befindet, wachsen die Dienstleistungsunternehmen noch. Doch je länger der Abwärtstrend in der Industrie anhält und je stärker der Druck zunimmt, umso geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Dienstleister dauerhaft von der negativeren Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes abkoppeln können.

Der Stimmung der Konsumenten konnten die vielen negativen politischen und wirtschaftlichen Nachrichten bislang wenig anhaben. Doch können die Verbraucher die deutsche Wirtschaft wirklich dauerhaft vor einer tieferen Rezession „retten“? Bei allen positiven Nachrichten über den privaten Verbrauch in Deutschland sollte nicht übersehen werden, dass die Wachstumsraten des Konsums in den vergangenen Jahren relativ bescheiden ausgefallen sind. Viel mehr als ein reales Plus von ein bis zwei Prozent ist trotz niedriger Arbeitslosigkeit und steigender Löhne nicht zu verzeichnen gewesen. Daran wird sich wohl selbst dann nicht viel ändern, wenn es am Arbeitsmarkt nicht zu einer Trendwende kommt. Denn die deutschen Privathaushalte haben trotz guter Rahmenbedingungen in den vergangenen Jahren ihre Sparquote von zehn auf elf Prozent erhöht, sodass weniger Geld zum Ausgeben übriggeblieben ist. Dies liegt daran, dass die immer niedrigeren Zinsen (genommen die Nullzinsen, die es für Spar- und Tagesgeldeinlagen gibt), zu einer höheren Ersparnisbildung führen, damit der zukünftige Konsum im Rentenalter einigermaßen aufrechterhalten werden kann. Hieran wird deutlich, dass die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank mittlerweile eine wichtige Schwelle überschritten hat: Die immer niedrigeren Zinsen wirken sich nicht mehr – wie es die traditionelle geldpolitische Theorie vorsieht – positiv auf das Wirtschaftswachstum aus, sondern negativ. Der unter Geldpolitikern viel diskutierte „Umkehrzins“ scheint also in Deutschland schon erreicht zu sein. Denn auch die Unternehmen signalisieren, dass immer niedrigere Zinsen

kaum Anreiz bieten, mehr Kredite aufzunehmen, um mehr zu investieren.

Im dritten Quartal dürfte die deutsche Wirtschaft erneut leicht geschrumpft sein, sodass das Kriterium einer technischen Rezession erfüllt wäre. Rezession hört sich sehr negativ an, allerdings handelt es sich im Moment um eine sehr milde Form der Rezession, die kaum von einer Stagnation zu unterscheiden ist. Bislang gehen wir für das vierte Quartal wieder von einem leichten Wachstum aus, sodass sich für das Gesamtjahr ein reales BIP-Wachstum von 0,5 Prozent abzeichnet. Für das nächste Jahr prognostizieren wir eine Wachstumsrate von 0,9 Prozent, wobei die nahezu verdoppelte Wachstumsrate nur darauf zurückzuführen ist, dass es je nach Bundesland zwischen drei und fünf Arbeitstage mehr gibt. Bereinigt man diesen Effekt – so wie es international üblich ist – bleibt das Wachstum auch 2020 bei 0,5 Prozent.

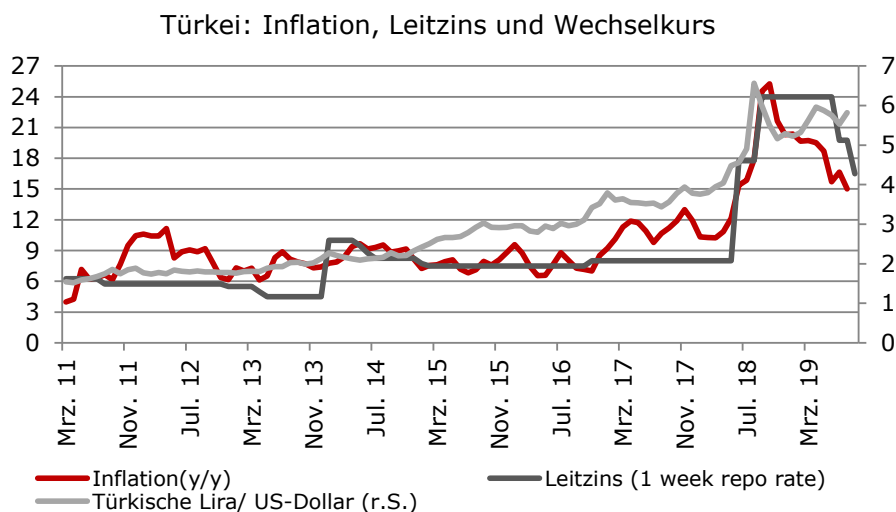
Die Reduzierung unserer DAX-Prognose auf 11.000 Punkte hat für reichlich Diskussionen gesorgt. Um es nochmal zu verdeutlichen: Die Prognoseanpassung ist allein der Tatsache geschuldet, dass sich die deutsche Wirtschaft, im Gegensatz zu den Erwartungen, bisher nicht erholt hat und die Gewinnerwartungen für die DAX-Unternehmen seit Jahresbeginn deutlich reduziert wurden. Für die Gewinne in diesem Jahr sind die Konsensgewinnschätzungen um 12 Prozent reduziert worden, die Erwartungen für 2020 sind um acht Prozent gesunken. Da es zuletzt weitere Gewinnwarnungen gab, dürfte das Ende der Fahnenstange bei den Anpassungen nach unten noch nicht erreicht sein. Kopfzerbrechen bereitet uns vor allem der erwartete Gewinnanstieg von fast 15 Prozent im nächsten Jahr, der ohne eine deutliche wirtschaftliche Erholung unrealistisch ist. Allerdings könnten die geringeren Gewinnerwartungen durch einen höheren Bewertungsmultiplikator ausgeglichen werden. Wir haben für unser neues Kursziel ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,5 unterstellt, das etwas oberhalb des langfristigen Durchschnitts von 12 liegt. Würde man stattdessen mit einem KGV von 14 oder 15 rechnen, ließen sich DAX-Ziele von 12.400 oder 13.200 ableiten. Möglich, dass Anleger wegen angeblich fehlender Anlagealternativen diesmal bereit sind, eine höhere Prämie für Aktien zu bezahlen. Normalerweise sind die Bewertungskennzahlen im Abschwung allerdings niedriger als im Durchschnitt.

Wochenausblick für die Zeit vom 30. September bis 04. Oktober 2019

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Veröffentlichung
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-0,1%	-1,2%	3,0%	-2,2%	0,7%		30. September
D: Einzelhandelsumsätze, y/y	5,6%	4,3%	-1,4%	4,4%	3,5%		30. September
D: Änderung Anzahl Arbeitslose in tsd.	-11	62	0	1	4	2	30. September
D: Arbeitslosenquote	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	30. September
D: vorl. Konsumentenpreise, m/m	1,0%	0,2%	0,3%	0,5%	-0,2%	0,1%	30. September
D: vorl. Konsumentenpreise, y/y	2,0%	1,4%	1,6%	1,7%	1,4%	1,5%	30. September
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. - Final	44,4	44,3	45,0	43,2	43,5	41,4	1. Oktober
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. - Final	55,7	55,4	55,8	54,5	54,8	52,5	3. Oktober
D: Einkaufsmanagerindex gesamt - Final	52,2	52,6	52,6	50,9	51,7	49,1	3. Oktober
E-19: Arbeitslosenquote	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%		30. September
E-19: vorl. Konsumentenpreise, y/y	1,7%	1,2%	1,3%	1,0%	1,0%	1,1%	1. Oktober
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	1,3%	0,8%	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%	1. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. - Final	47,9	47,7	47,6	46,5	47,0	45,6	1. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. - Flash	52,8	52,9	53,6	53,2	53,5	52,0	3. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex gesamt - Flash	51,5	51,8	52,2	51,5	51,9	50,4	3. Oktober
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,3%	-0,1%	-0,6%	0,2%	0,1%		3. Oktober
E-19: Produzentenpreise, y/y	2,6%	1,6%	0,7%	0,2%	0,0%		3. Oktober
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,2%	-0,4%	1,2%	-0,6%	0,5%		3. Oktober
E-19: Einzelhandelsumsätze, y/y	2,1%	1,1%	2,8%	2,2%	2,3%		3. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Leitzins sinkt um 750 Basispunkte



Im vergangenen Jahr hatte die Türkei mit einer handfesten Währungskrise zu kämpfen. Mit der Abwertung der türkischen Lira stieg die Inflation kräftig an und erreichte im Oktober 2018 den Höchststand von 25,2%. Die Zentralbank war im Zuge dessen dazu gezwungen den Leitzins in wenigen Schritten auf 24% anzuheben. Mit dem folgenden wirtschaftlichen Abschwung und einer kurzen Rezession sowie einer sinkenden Inflationsrate stieg jedoch der politische Druck durch Präsident Erdogan, der sich (auch schon vorher) für deutliche Zinssenkungen aussprach.

Der alte Notenbankchef musste gehen und der Neue – Murat Uysal – lieferte prompt: Innerhalb von zwei Monaten wurde der Leitzins um 750 Basispunkte auf 16,50% gesenkt. Mit den jüngsten Äußerungen von Uysal wurden die Erwartungen an weitere deutliche Zinssenkungen allerdings gemindert. Dies dürfte Erdogan nicht genügen, der trotz besser laufender Konjunktur einen Zins von unter 10% „vorschlägt“. Bei einer aktuellen Inflationsrate von etwa 15% ist dieser Spielraum aber kaum gegeben.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	26.09.2019 16:31	19.09.2019 -1 Woche	23.08.2019 -1 Monat	25.06.2019 -3 Monate	25.09.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	26932	-0,6%	5,1%	1,4%	1,7%	15,5%
S&P 500	2974	-1,1%	4,4%	1,9%	2,0%	18,6%
Nasdaq	8024	-1,9%	3,5%	1,8%	0,2%	20,9%
DAX	12299	-1,3%	5,9%	0,6%	-0,6%	16,5%
MDAX	25728	-1,4%	2,7%	1,1%	-1,4%	19,2%
TecDAX	2820	-2,5%	3,7%	-0,7%	-1,2%	15,1%
EuroStoxx 50	3531	-0,6%	5,9%	2,5%	3,3%	17,7%
Stoxx 50	3234	0,4%	5,4%	1,9%	5,4%	17,2%
SMI (Swiss Market Index)	10024	-0,4%	2,9%	1,3%	11,1%	18,9%
FTSE 100	7376	0,3%	4,0%	-0,6%	-1,7%	9,6%
Nikkei 225	22048	0,0%	6,5%	4,0%	-7,9%	10,2%
Brasilien BOVESPA	104469	0,1%	7,0%	4,4%	32,9%	18,9%
Russland RTS	1353	-1,8%	6,7%	-2,0%	15,8%	26,9%
Indien BSE 30	38990	8,0%	6,2%	-1,1%	6,4%	8,1%
China Shanghai Composite	2929	-2,3%	1,1%	-1,8%	5,3%	17,5%
MSCI Welt (in €)	2185	0,1%	5,4%	5,0%	7,1%	21,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1006	0,0%	4,4%	0,0%	3,8%	8,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	174,36	106	-418	148	1649	1082
Bobl-Future	135,53	32	-49	107	516	301
Schatz-Future	112,30	8	-25	2	58	36
3 Monats Euribor	-0,41	-1	0	-7	-9	-10
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,45	-2	9	2	-37	0
3 Monats \$ Libor	2,10	-6	-4	-21	-28	-71
Fed Funds Future, Dez 2019	1,68	-3	12	2	-116	-1
10-jährige US Treasuries	1,70	-8	17	-30	-140	-99
10-jährige Bunds	-0,58	-7	9	-24	-112	-82
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,24	-2	0	-9	-37	-25
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,80	-6	14	-27	-87	-63
US Treas 10Y Performance	643,64	0,4%	-1,8%	3,0%	16,2%	10,9%
Bund 10Y Performance	684,94	0,8%	-0,9%	2,8%	12,5%	9,2%
REX Performance Index	501,59	0,3%	-0,5%	0,8%	4,2%	2,9%
IBOXX AA, €	0,13	-4	18	-13	-75	-75
IBOXX BBB, €	0,80	-3	14	-22	-94	-126
ML US High Yield	6,29	6	-12	-17	-24	-173
JPM EMBI+, Index	861	-0,2%	-0,5%	-1,9%	9,1%	8,8%
Wandelanleihen Exane 25	7546	0,0%	0,1%	2,2%	1,3%	9,5%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	387,41	0,5%	-1,3%	-5,7%	-7,0%	-5,3%
MG Base Metal Index	293,53	-1,0%	1,1%	-0,7%	-6,6%	-0,4%
Rohöl Brent	61,88	-4,0%	4,8%	-5,6%	-24,8%	16,5%
Gold	1508,39	0,5%	-1,7%	5,3%	25,4%	17,7%
Silber	18,08	1,5%	3,7%	16,9%	24,6%	16,6%
Aluminium	1729,25	-2,7%	-0,9%	-3,5%	-15,4%	-7,2%
Kupfer	5757,00	-0,1%	2,6%	-4,5%	-8,8%	-3,2%
Eisenerz	92,97	-0,5%	0,1%	-13,9%	35,5%	34,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	2053	-6,3%	-5,3%	60,4%	41,6%	61,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0950	-1,1%	-1,0%	-3,8%	-7,0%	-4,4%
EUR/ GBP	0,8865	0,1%	-2,0%	-0,9%	-1,0%	-1,2%
EUR/ JPY	117,79	-1,4%	0,0%	-3,4%	-11,3%	-6,4%
EUR/ CHF	1,0859	-1,0%	-0,3%	-2,2%	-4,5%	-3,6%
USD/ CNY	7,1295	0,5%	0,5%	3,6%	3,8%	3,7%
USD/ JPY	107,78	-0,2%	2,2%	0,6%	-4,6%	-1,6%
USD/ GBP	0,8098	1,1%	-0,6%	3,0%	6,6%	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.