

Financial Market Monitor

Basis für das Management der Eigenanlagen der BANTLEON BANK AG und der »BANTLEON Fonds«

18. Februar 2019

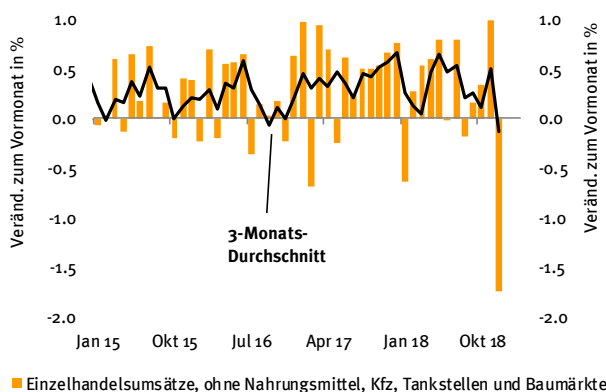
Kapitalmarktanalyse Anlagemanagement	Inhalt
<p>Dr. Daniel Hartmann Chefvolkswirt</p> <p>Dr. Andreas A. Busch Senior Analyst Economic Research</p> <p>Oliver Sharping Portfolio Manager Globale Aktien</p>	<p>Weltwirtschaft 1</p> <p>Eurozone..... 4</p> <p>Finanzmärkte 5</p> <p>Aktienmarkt-Analyse 8</p> <p>Strategischer Ausblick 10</p> <p>Wichtige Termine der Woche 11</p>

Weltwirtschaft

Die US-Einzelhandelsumsätze sind im Dezember eingebrochen; ...

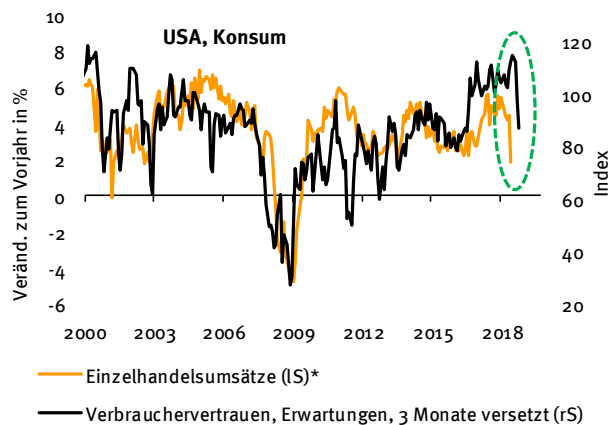
Der Government Shutdown in den USA hat zu Jahresbeginn auch die Veröffentlichung der Wirtschaftsdaten ins Stocken gebracht. Mit grosser Spannung wird daher den ausstehenden Zahlen entgegengefeibert. Gleich eine der ersten »Nachlieferungen« liess dabei mächtig aufhorchen: Wie das Census Bureau mitteilte, brachen die Einzelhandelsumsätze im Dezember um 1,2% gegenüber November ein. Das war nicht nur ein viel schlechterer Wert als erwartet (Konsensus: +0,1%), sondern überhaupt der grösste monatliche Rückgang seit mehr als neun Jahren.

Abbildung 1: Einzelhandel im Dezember eingebrochen



Quellen: Census Bureau, BANTLEON

Abbildung 2: Die Unruhen an den Finanzmärkten und in der Politik sind übergeschwappt



Quellen: Census Bureau, Conference Board, BANTLEON; *ohne Nahrungsmittel, Kfz, Tankstellen und Baumärkte

Damit aber nicht genug. Werden die volatilen Komponenten (Nahrungsmittel, Kfz, Tankstellen und Baumärkte) ausgeklammert und nur die Kern-Umsätze betrachtet, die zugleich in die BIP-Statistik eingehen, betrug das Minus

... betrachtet man die Kernreihe (ohne Kfz, Benzin, Baumärkte und Nahrungsmittel), handelt es sich sogar um den grössten Monatsrückgang seit 19 Jahren.

Auch wenn eine Verzerrung nach unten nicht auszuschliessen ist, stellt der Absturz einen herben Dämpfer dar.

Die Aktienmarktkorrektur und der Shutdown haben die Kauflust offenbar stärker gebremst als gedacht, ...

... was sich auch im rückläufigen Verbrauchervertrauen zeigt.

Inzwischen ist das Umfeld wieder ruhiger geworden, weshalb eine baldige Erholung im Einzelhandel zu erwarten ist.

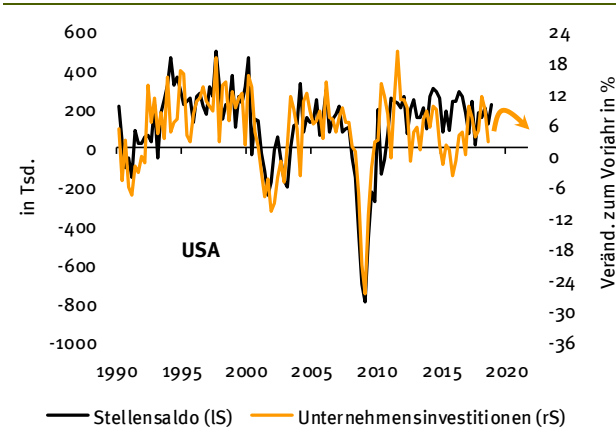
sogar 1,7% (Konsensus: +0,4%, vgl. Abbildung 1). Um einen noch grösseren Monatseinbruch zu finden, muss man hier bis ins Jahr 2000 zurückgehen. In der Folge brach auch die Jahresrate auf einen mehrjährigen Tiefststand ein (1,9% nach 4,5% im November, vgl. Abbildung 2). Praktisch jede Ausgabenkategorie hat im Dezember Federn gelassen. Besonders negativ betroffen waren Sportartikel (-4,9%), Umsätze im Online-Handel (-3,9%) und Gesundheitsausgaben (-2,0%).

Bei der Interpretation der Zahlen ist eine gewisse Demut angebracht. Die Daten zum Einzelhandel sind sehr volatil und revisionsanfällig. Nicht spekulieren sollte man indes darauf, dass es infolge des Government Shutdown zu einer fehlerhaften Datenerhebung gekommen ist. Dies wird vom Census Bureau jedenfalls nachdrücklich verneint. Insgesamt kommt man daher nicht umhin, die Zahlen zunächst so zu nehmen, wie sie sind, und von einem herben Dämpfer zu sprechen.

Und Gründe für die Kaufzurückhaltung zum Jahresende gibt es durchaus. Zum einen die heftige Aktienmarktkorrektur, die selbst die Regierung in Unruhe versetzt hat. Der Finanzminister sah sich deswegen sogar Ende Dezember gezwungen, die Finanzaufsicht anzurufen. Zum anderen hatte der Government Shutdown zumindest eine psychologisch negative Wirkung entfaltet. Diese zeigte sich auch in den Verbrauchervertrauensumfragen, die im Dezember ebenfalls starke Verluste hinnehmen mussten. Die Konsumerwartungen sackten sogar auf ein 2-Jahres-Tief (vgl. Abbildung 2).

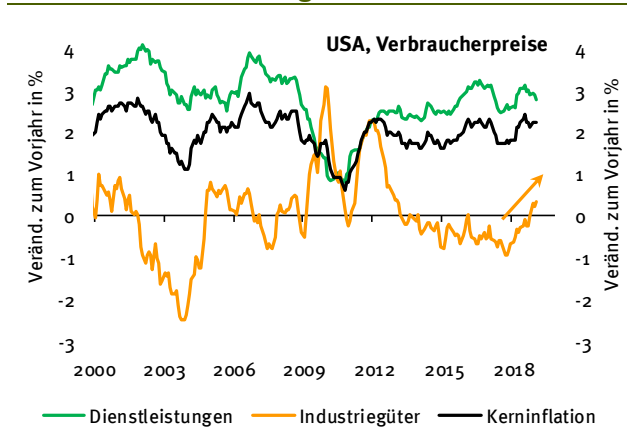
Da mittlerweile der Zwangsurlaub der Bundesbehörden aufgehoben ist, ein neuer Shutdown abgewendet scheint und sich die Aktienmärkte erholt haben, spricht viel dafür, dass sich die Konsumenten vom Schock erholt haben und in den ersten Monaten des Jahres die Kauflust zurückkehrt. Dies gilt umso mehr, als das übergeordnete Umfeld immer noch positiv ist. Die Löhne ziehen kräftig an und der Arbeitsmarkt brummt.

Abbildung 3: Die Konjunkturabkühlung wird sich auch auf den Arbeitsmarkt auswirken



Quellen: BLS, BEA, BANTLEON

Abbildung 4: Keine Deflation bei Industriegütern mehr



Quellen: BLS, BANTLEON

Im BIP-Wachstum wird sich der temporäre Käuferstreik gleichwohl niederschlagen ...

Mit Blick auf das BIP-Wachstum im 4. Quartal stellen die Dezember-Einzelhandelsumsätze dennoch einen Rückschlag dar, zumal auch noch die November- und Oktober-Werte in der Summe leicht nach unten korrigiert wurden. **Der (reale) Zuwachs dürfte daher eher bei 2,5% als bei 3,5% gelegen haben (im Vergleich zum Vorquartal und in annualisierter Rechnung). Verglichen mit dem Plus von 3,5% in Q3 hat mithin der Konsum als wich-**

... und zwar sowohl in Q4/2018 als auch in Q1/2019; ...

... die BIP-Zuwächse dürften um die Jahreswende eher bei 2,0% als 3,0% liegen bzw. gelegen haben.

Nach einem kurzen Zwischenspurts sollte die Konsumnachfrage dann von anderer Seite unter Druck geraten: der rückläufigen Investitionstätigkeit der US-Wirtschaft.

Die US-Inflationszahlen vom Januar fielen weniger spektakulär aus; ...

... die Kerninflationsrate verharrt bei über 2,0%; ...

... die Teuerung bei Industriegütern befindet sich im Aufwind; ...

... die Tendenz zu einem leicht anziehenden Preisdruck solltet in den kommenden Monaten fortbestehen.

In der laufenden Woche stehen in den USA Industrie- und Immobiliendaten auf der Agenda.

tiger Wachstumsmotor merklich an Schwung verloren. Gleichzeitig spiegeln die jüngsten Daten von der Lagerhaltung einen grösseren Gegenwind von dieser Seite wider als bislang anzunehmen war. In der Summe korrigieren wir daraufhin unser Prognoseband für das BIP-Wachstum in Q4 um 0,5%-Punkte auf 2,0% bis 2,5% nach unten.

Für das laufende Quartal stellen die jüngsten Daten vom Einzelhandel ebenfalls eine Bürde dar. Zwar ist, wie oben erwähnt, in den nächsten Monaten von einer Erholung auszugehen. Der Konsum geht jedoch mit einem statistischen Unterhang ins neue Jahr, der erst einmal wettgemacht werden muss, d.h., selbst wenn die Einzelhandelsumsätze im Januar/Februar um knapp 1,0% zulegen, ist lediglich das Durchschnittsniveau des 4. Quartals erreicht. **Auch im 1. Vierteljahr zeichnet sich somit kein Spitzenergebnis beim privaten Verbrauch ab. Mit unserer BIP-Schätzung bleiben wir daher ebenfalls vorsichtig. Unsere aktuelle Prognose für Q1 liegt bei rund 2,0%.**

Im 2. Quartal dürften endgültig alle Bremseffekte vom Jahresende 2018 abgestreift sein. Dann droht jedoch von anderer Seite zunehmend Ungemach. Als Folge der vergangenen Zinsanstiege und der abnehmenden Impulse der Fiskalpolitik wird die Investitionsbelebung an Schwung verlieren, was sich wiederum in einem weniger starken Stellenaufbau niederschlagen wird (vgl. Abbildung 3). **Mithin dürften allmählich die besten Zeiten am Arbeitsmarkt vorbei sein und die Konsumenten von dieser Seite nachlassenden Rückenwind verspüren.**

Weniger spektakulär verlief die Veröffentlichung der Inflationszahlen vom Januar. Demnach ist der Verbraucherpreisindex am Beginn des Jahres stagniert. Preisdämpfend wirkten die Energiepreise, die zum dritten Mal in Folge deutlich nachgaben (-3,1% im Vergleich zum Vormonat). Alle übrigen Komponenten legten unterdessen um +0,2% im Vergleich zu Dezember zu. Der Kernindex (ohne Energie- und Nahrungsmittel, knapp 80% des Warenkorbs) wäre sogar beinahe um 0,3% (+0,24%) angestiegen. Aufwärtsdruck ging vor allem von den Bekleidungspreisen aus (+1,1%). Daneben wiesen Mieten und Gesundheitsleistungen überdurchschnittliche Zuwächse auf (+0,3%). Im Vorjahresvergleich verharrte die Kerninflationsrate bei 2,2%.

Auffallend ist die jüngste Aufwärtsbewegung bei der Teuerung von Industriegütern, die das disinflationäre Umfeld der Vorjahre verlassen haben (vgl. Abbildung 4). Hierbei könnten die eingeführten Importzölle (vor allem auf chinesische Produkte, aber auch generell auf Stahl und Aluminium) eine Rolle spielen.

Wir gehen davon aus, dass die Tendenz zu einer leicht zulegenden Kerninflation anhält. Mehr noch als die Zölle sorgt dabei das anziehende Lohnwachstum für Preisdruck. Gleichzeitig dürfte jedoch die Konjunktur in den nächsten Monaten abflauen, was den Überwälzungsspielraum der Unternehmen begrenzt. **Per saldo sollte die Teuerung daher nur in sehr milder Form zulegen. Am Jahresende erwarten wir eine Kerninflationsrate von 2,4%.**

In den kommenden Tagen folgen in den USA weitere Nachlieferungen von Daten, die eigentlich schon vor längerem hätten veröffentlicht werden sollen. Bei den Auftragseingängen langlebiger Güter erwarten wir aufgrund von Grossaufträgen in der Luftfahrtbranche im Dezember ein ordentliches Plus von 3,1% (nach -0,7%). Daneben stehen turnusgemäss Stimmungsindikatoren vom Februar auf der Agenda. Der Geschäftsklimaindex der regionalen

Notenbank von Philadelphia sollte wieder in seinen übergeordneten Abwärtstrend einschwenken (13,0 nach 17,0 Punkten). Der NAHB-Wohnungsmarkindex dürfte sich nach seinem Rückgang von insgesamt 12 Punkten im November und Dezember geringfügig von 58,0 auf 59,0 Punkte erholt haben.

Eurozone

Die Konjunkturdaten der Eurozone enttäuschen weiterhin; ...

Die jüngsten Konjunkturdaten der Eurozone reihen sich nahtlos in den Trend der vergangenen Wochen ein. Es überwiegen nach wie vor die negativen Überraschungen und damit die langen Gesichter. Allerdings handelte es sich zuletzt zumeist um rückwärtsgewandte Zahlen, die lediglich in immer neuen Facetten unterstreichen, wie enttäuschend das Jahresende verlaufen ist.

... statt leicht zuzulegen ist das deutsche BIP im 4. Quartal lediglich stagniert; ...

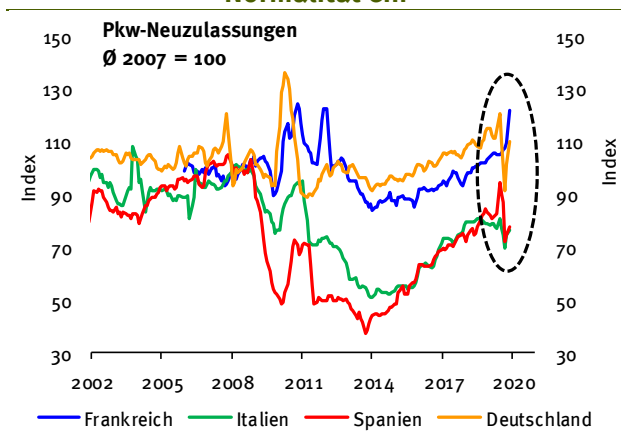
Ein Beispiel in dieser Hinsicht sind die deutschen BIP-Zahlen vom 4. Quartal 2018, die von Destatis am vergangenen Donnerstag erstmals präsentiert wurden. Die Erwartungen hingen bereits im Vorfeld sehr tief. Nach dem schrumpfenden BIP in Q3 rechnete der Konsensus für Q4 allenfalls mit einem BIP-Zuwachs von +0,1% bis +0,2%. Laut Statistikamt stagnierte die Wirtschaftsleistung jedoch sogar lediglich bzw. verzeichnete einen ganz kümmerlichen Zuwachs (+0,02%). **Mithin war es nur ein Wimpernschlag, mit dem Deutschland an der »technischen Rezession« vorbeigeschrammt ist.**

... das 2. Halbjahr 2018 war damit konjunkturell ein Desaster; ...

Die Schwäche des 2. Halbjahrs zeigt sich in aller Klarheit in der Jahresrate des BIP-Wachstums, die seit Ende 2017 von 2,8% auf 0,6% abgestürzt ist und damit inzwischen das niedrigste Niveau seit fünf Jahren aufweist. Im Jahresdurchschnitt erreichte der BIP-Zuwachs – dank des ordentlichen 1. Halbjahrs – immerhin noch +1,4% (nach +2,5% 2017). 2019 ist die Ausgangsbasis aufgrund der niedrigen Startrampe deutlich schwieriger. **Das Wachstum wird nach unserer Einschätzung gerade noch gut +1,0% erreichen. Aber bereits dies setzt einen schwungvollen Jahresauftakt voraus.**

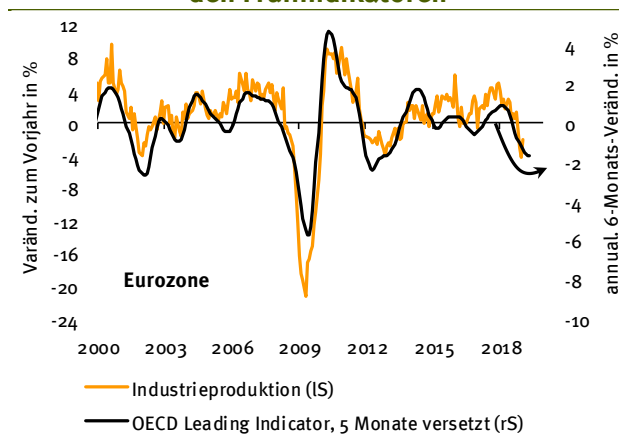
... zugleich ist die Ausgangsbasis für das laufende Jahr extrem dürftig.

Abbildung 5: Allmählich tritt wieder Normalität ein



Quellen: EZB, BANTLEON

Abbildung 6: Beginnende Bodenbildung bei den Frühindikatoren



Quellen: Eurostat, OECD, BANTLEON

Immerhin macht die Struktur des Q4-BIP-Ergebnisses Mut; ...

Zumindest die Struktur des BIP-Ergebnisses im 4. Quartal macht diesbezüglich Hoffnung. Das Statistikamt hat zwar noch keine konkreten Zahlen vorgelegt, spricht aber davon, dass die Investitionen deutlich und der Konsum leicht zugelegt hätten. Vom Aussenhandel sei eine neutrale Wirkung ausge-

gangen. **Als Belastungsfaktor bleiben damit nur die Lager übrig, die Ende 2018 offenbar spürbar abgebaut wurden.**

... es ist offenbar zu einem kräftigen Lagerabbau gekommen, womit die Basis für eine Produktionserholung im laufenden Quartal gelegt wurde.

In diese Richtung hatten bereits die Daten zur Industrieproduktion gedeutet, die im 4. Quartal erneut stark zurückgefahren wurde (-1,5% im Vergleich zu Q3), obwohl sich z.B. die Exporte zum Jahresende nicht weiter abgeschwächt hatten. Mithin nutzten die Unternehmen das Schlussquartal dazu, um in den Vorratslagern Tabula rasa zu machen. Damit wurde zugleich die Basis gelegt, um im laufenden Quartal wieder die Produktion hochzufahren.

Vor allem die Fahrzeugproduktion dürfte sich kräftig erholen, ...

Anzeichen dafür gibt es allen voran in der Autoindustrie, worauf neben den Aktivitätsdaten auch die Pkw-Neuzulassungen hindeuten. Im Januar 2019 sind sie nicht nur in Deutschland, sondern in der gesamten Eurozone zum vierten Mal in Folge nach oben geschneilt. Der Einbruch im September (-40% in Deutschland, -37% in der Eurozone) wurde somit zum grossen Teil wieder wettgemacht (vgl. Abbildung 5). Am weitesten damit fortgeschritten ist Frankreich, die südeuropäischen Länder haben hingegen noch Nachholbedarf. Auf jeden Fall ist der Boden für einen kräftigen Produktionsanstieg im laufenden Quartal bereitet. **Wir halten daher daran fest, dass es auch beim BIP-Wachstum zu einer erkennbaren Erholung kommt. In Deutschland sollte die Wirtschaftsleistung in Q1 um +0,4% bis +0,5% zulegen, in der Eurozone um +0,3% bis +0,4%.**

... worauf mittlerweile auch die Gegenbewegung bei den Pkw-Neuzulassungen hindeutet.

Die eigentliche konjunkturelle Trendwende steht indes erst noch aus, ...

Die eigentliche konjunkturelle Trendwende ist darin allerdings noch nicht zu sehen, sondern lediglich ein Rückpralleffekt auf das schwache 2. Halbjahr 2018. Immerhin mehren sich aber die Indizien, dass es in den nächsten Monaten auch zu einer zyklischen Bodenbildung kommt. Erste Belege in dieser Hinsicht liefern nunmehr auch die offiziellen Frühindikatoren. So dreht etwa die Veränderungsrate des OECD Leading Indicator, die bislang steil nach unten gerichtet war, zunehmend ein (vgl. Abbildung 6). Dies korrespondiert zu vielen unserer weit vorauslaufenden Indikatoren, die im Frühjahr ebenfalls auf eine zyklische Stabilisierung hindeuten.

... aber auch hier verdichten sich die Anzeichen, dass der zyklische Wendepunkt näher rückt.

In der laufenden Woche stehen die Umfrageergebnisse wichtiger Frühindikatoren (IFO- und ZEW-Index, EMIs) vom Februar auf der Agenda.

Die laufende Woche wird Aufschluss darüber geben, ob der Konjunktur-trend vorerst weiter nach unten zeigt. In Deutschland kann es nicht mehr viel schlechter kommen als im 2. Halbjahr 2018. Entsprechend sollten die ZEW-Erwartungen im Februar ihre Aufwärtsbewegung der Vormonate in gemässigtem Tempo fortsetzen (-12,5 nach -15,0 Punkten). Beim EUR-Einkaufsmanagerindex der Industrie (50,2 nach 50,5 Punkten) und dem IFO-Barometer (98,9 nach 99,1 Punkten) rechnen wir allerdings im laufenden Monat nochmals mit kleineren Rückschlägen. Gleiches gilt für das französische Unternehmensvertrauen (102 nach 103 Punkten). Mit Blick auf die IFO-Erwartungen (94,4 nach 94,2 Punkten) und den EUR-EMI des Dienstleistungssektors (51,3 nach 51,2 Punkten) könnte indes eine Stabilisierung eintreten. Auch das EUR-Verbrauchervertrauen dürfte sich verbessern (-7,4 nach -7,9 Punkten). Alles in allem zeichnet sich eine bunte Mischung an Zahlen ab.

Finanzmärkte

Die Finanzmärkte durchleben weiter ein Wechselbad der Gefühle; ...

Die Finanzmärkte durchleben weiter ein Wechselbad der Gefühle. Nachdem zum Ende der ersten Februarwoche kurzfristig die Risk-off-Stimmung zurückgekehrt war, gewann in den vergangenen Tagen erneut die Zuversicht die Oberhand. Lediglich am Donnerstag flackerte kurzfristig nochmals Unsicherheit auf. Per saldo legten die Aktienmärkte im Wochenvergleich welt-

... an den Aktienbörsen hat in den vergangenen Tagen erneut der Risikoappetit die Oberhand gewonnen; ...

... an den Anleihenmärkten ist dagegen wenig davon zu spüren – die sicheren Häfen bleiben gefragt.

Die Aktienmärkte wurden insbesondere von den konstruktiven Handelsgesprächen zwischen den USA und China beflügelt; ...

... die enttäuschenden Konjunkturdaten sorgten nur kurzfristig für Verunsicherung.

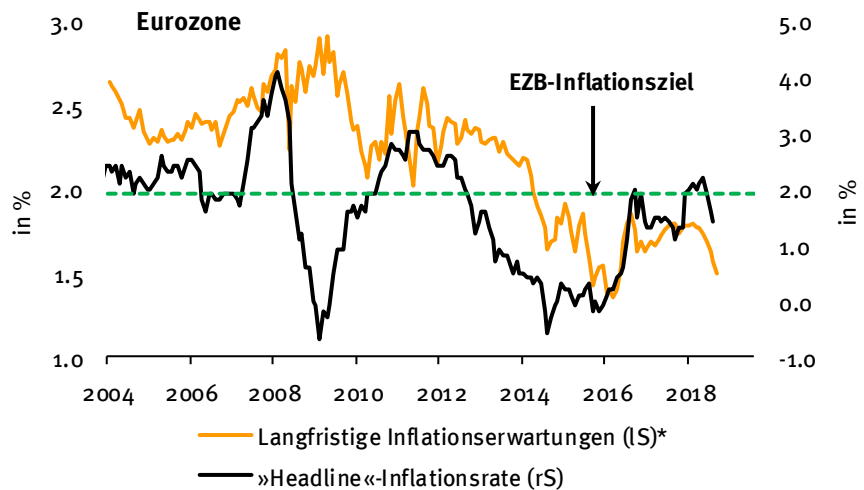
weit deutlich zu. Das galt auch für die europäischen Börsen. Der DAX verbuchte ein Plus von 3,6% und näherte sich mit 11.300 Punkten seinem Jahreshoch (11.371 Punkte). Noch besser schnitten – wie zumeist in den vergangenen Wochen – der französische (+3,8%) und der italienische Börsenplatz (+4,5%) ab.

An den Anleihenmärkten ist demgegenüber weiterhin wenig von Risk-on zu spüren. Bundesanleihen sind in den vergangenen Tagen kaum unter Druck geraten. Spiegelbildlich verharrten die Renditen nahe ihren zyklischen Tiefstständen. Auch bei den Spreads hielten sich die Bewegungen in Grenzen.

Mit Blick auf die Aktienbörsen ist nach wie vor der Handelskonflikt zwischen China und den USA das dominierende Thema. Nachdem Donald Trump hier Anfang Februar Öl ins Feuer gegossen hatte, überwogen zuletzt wieder die freundlichen Töne zwischen beiden Seiten. Allein die Tatsache, dass sich die Delegationen immer häufiger treffen und immer prominenter besetzt sind, spricht dafür, dass ein Deal in greifbare Nähe rückt. Darüber hinaus ist China offenbar gewillt, weitreichende Zugeständnisse zu machen (mehr Importe aus den USA, Marktöffnung gegenüber US-Unternehmen etc.). Trump wollte seinerseits nicht mehr ausschliessen, dass man die Deadline für die nächste Stufe der Zollerhebung (1. März) erneut nach hinten verschiebt. All diese Nachrichten erfreuten die Börsen und trugen zu Kursgewinnen bei.

Lediglich die Veröffentlichung der US-Einzelhandelsumsätze vom Dezember liess die Märkte kurzfristig innehalten. Der deutliche Rückgang bei den Verkäufen übertraf selbst die schlimmsten Erwartungen (vgl. Weltwirtschaft) und schürte vorübergehend die Konjunkturängste. Kühlt sich die US-Wirtschaft doch schneller ab als allgemein erwartet? Schon bald gewannen die Märkte den schlechten Nachrichten indes etwas Positives ab. Schliesslich wird es dadurch noch unwahrscheinlicher, dass die Fed nochmals restriktiver wird und erneut an der Zinsschraube dreht.

Abbildung 7: Inflationserwartungen gehen auf Tauchstation



Quellen: Eurostat, Bloomberg, BANTLEON; *abgeleitet aus Inflations-Swaps (in 5J für 5J)

Staatsanleihen erhalten einerseits Rückenwind von den Notenbanken, ...

Die Aussicht auf eine anhaltend expansive Geldpolitik ist auch einer der Gründe, der die Anleihenmärkte – allen voran Bundesanleihen – weiterhin beflügelt. Entsprechende Hoffnungen wurden in den vergangenen Tagen

... die weiter ein dovishes Wording anstimmen, ...

von den EZB-Vertretern geschürt. So bestätigte Direktoriumsmitglied *Benoît Coeuré*, dass die Notenbank intensiv über neue Langfristender diskutiere. Ausserdem halte er nichts davon, die Zinsen vorsorglich anzuheben, um damit Spielraum für künftige Zinssenkungen zu gewinnen. Die EZB müsse sich vielmehr mit ihrer Politik an den zuletzt schwachen Wachstumstrend anpassen.

... andererseits befinden sich die Inflationserwartungen im freien Fall.

Die zweite Quelle, aus der Unterstützung für Bundesanleihen resultiert, sind die derzeit rückläufigen Inflationserwartungen. Die aus inflationsindexierten Staatsanleihen abgeleiteten Markterwartungen sind im Februar auf neue zyklische Tiefststände gefallen (vgl. Abbildung 7). Die unerwartet schwachen Konjunkturdaten vom Jahresende haben hier nachhaltige Spuren hinterlassen. Kaum jemand glaubt mehr daran, dass der fundamentale Preisdruck der Eurozone in den nächsten Quartalen zunimmt. Vielmehr dürfte sich die Kerninflation nach dieser Lesart auf tiefem Niveau festsetzen.

Wir halten diesen Inflationss pessimismus der Märkte für übertrieben.

Wir sind im Hinblick auf die Inflation der Eurozone nicht ganz so skeptisch. Die Reflationierung hat mit dem anziehenden Lohnwachstum die erste Stufe erreicht und wird sich in den kommenden Quartalen auf die Inflationsraten übertragen. Von dieser Seite erfahren Bundesanleihen wachsenden Gegenwind. Dieser sollte allerdings erst dann voll zur Geltung kommen, wenn auch der Konjunkturtrend wieder nach oben dreht, womit wir frühestens ab dem 2. Quartal rechnen.

Im Hinblick auf die Konjunktur bleiben wir indes kurzfristig skeptisch – entsprechend rechnen wir bei Risikoassets nochmals mit einem Dämpfer.

Im Umkehrschluss bleiben wir für Risikoassets in den nächsten Wochen weiterhin skeptisch und zwar selbst dann, wenn ein Handelsdeal zwischen den USA und China zustandekommt. Damit würde zwar ein schwerwiegender Unsicherheitsfaktor aus der Welt geräumt. Die eigentliche Ursache für die schwache weltwirtschaftliche Entwicklung der vergangenen Quartale liegt jedoch woanders. An erster Stelle ist die endogene Wachstumsabkühlung in China zu nennen, die hauptsächlich vom dortigen Deleveraging vorangetrieben wurde. Wir rechnen damit, dass die davon ausgehende Belastung noch nicht ganz abgeklungen ist. Mithin sollte das chinesische Wachstum vorerst weiter abflauen. Auch in den USA lässt das zyklische Momentum aus verschiedenen Gründen (unter anderem rückläufige Fiskalimpulse) und nicht nur wegen des Handelsstreits nach. Die negativen Meldungen sollten somit auch hier anhalten und die Risikofreude der Märkte dämpfen.

Tabelle 1: EUR-Finanzmärkte

Datum	Renditen (%)					Aktien		
	EUR 3M	DEU 2J	DEU 5J	DEU 10J	USA 10J	MSCI Welt	S&P500	DAX
15.02.2019	-0,31	-0,56	-0,35	+0,10	2,66	5.947	2.775	11.299
08.02.2019	-0,31	-0,58	-0,37	+0,09	2,63	5.829	2.686	10.906

Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Aktienmarkt-Analyse

Unternehmerischer Wandel prägte im vergangenen Jahr die europäischen Aktienmärkte ...

Eine Welt im Wandel macht auch vor Konzernen nicht halt. Der Trend zur Veränderung von börsennotierten Großunternehmen (»Corporate Change«) war auch im vergangenen Jahr ein wichtiger Impulsgeber am europäischen Aktienmarkt. Etablierte Unternehmen reagieren weiterhin auf die sich rasant verändernde Wettbewerbsdynamik durch Abspaltungen, Fusionen und Übernahmen (»M&A«) sowie Reorganisationen. Mit einem erneuten Anstieg des Veräußerungsvolumens von Unternehmensteilen um ca. 25% im Jahresvergleich und einer weiter steigenden Anzahl angekündigter Spin-offs bleibt die Veränderungsrate konstant hoch (Abbildung 8).

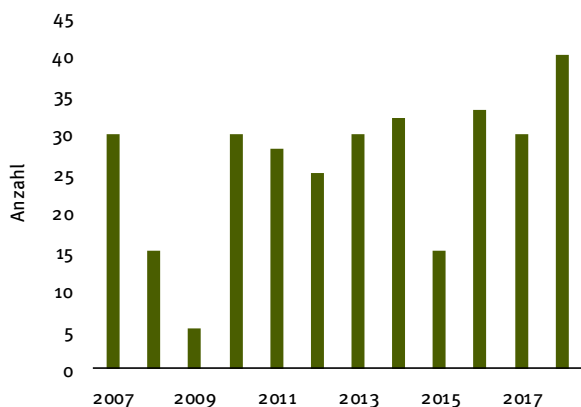
... und neue Impulse für Wandel sind auch für 2019 gegeben.

Das Jahr 2018 begann mit einer regelrechten Flut von angekündigten Umstrukturierungen und Assetverkäufen, darunter A.P. Moeller-Maersk, Altice, Prudential und Telenor. Im Jahresverlauf 2018 hielt der Trend mit Ankündigungen von Old Mutual, ThyssenKrupp und Novartis zunächst an und schwächte erst zum 4. Quartal hin leicht ab. Auch wenn Bewertungsmultiplikatoren bzw. Preise für Unternehmensparten zum Jahresende hin korrigiert haben, ist die Veräußerung bzw. Abspaltung von »Perlen« nach wie vor hochattraktiv für Konzerne.

Europäische Konglomerate sind überdurchschnittlich stark vom unternehmerischen Wandel betroffen.

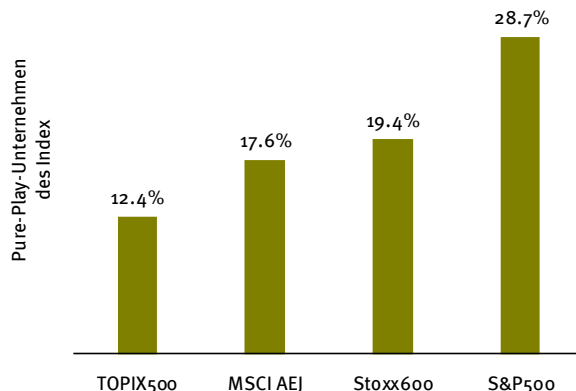
Die Wettbewerbslandschaft wird sich auch im Jahr 2019 nicht zuletzt durch technologische Disruption wandeln und Konzerne sehen sich gezwungen mit teils radikalen Veränderungsmassnahmen zu reagieren. Angesichts des schwächelnden Konjunkturmehls sollten die Managementanreize, dafür Geschäftsbereiche anorganisch zu erweitern bzw. die Zukunft von Nicht-Kernaktivitäten zu prüfen, weiter anhalten. Überschussliquidität, Niedrigzinsniveau und Private-Equity-Fundraising auf Rekordniveau unterstützen diesen strukturellen Veränderungstrend und das einhergehende M&A-Momentum zusätzlich. Insbesondere in Europa, wo die Zahl der Unternehmenssegmente von Konzernen wesentlich höher und die Zahl der spezialisierten »Pure Play«-Unternehmen noch wesentlich geringer ist als in den USA (Abbildung 9), wird es für zu breit aufgestellte Konglomerate ansonsten schwierig, nicht weiter hinter ihre spezialisierten Konkurrenten zurückzufallen.

Abbildung 8: Spin-offs (Westeuropa)



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 9: Anteil spezialisierte Unternehmen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Umbruch der dt. Versorgerlandschaft als Musterbeispiel für den Veränderungstrend.

Komplexität der »Corporate Change«-Thematik als Quelle neuer Renditechancen, ...

... die Investoren durch ereignisorientierte (»event-driven«) Strategiekomponenten erschliessen können.

Die deutsche Versorgerlandschaft ist aktuell ein Musterbeispiel für die immer schneller werdende Veränderungsrate und den Umbruch von Konzernstrukturen. Die Branchenriesen RWE und E.ON hatten sich erst im Jahr 2016 von grossen Geschäftsteilen getrennt und damit die beiden neuen Unternehmen Uniper und Innogy geschaffen. Nur wenige Monate vergingen, bis die ausländische Konkurrenz und aktivistische Investoren nach Uniper griffen. Keine drei Jahre später steht nun die nächste branchenverändernde Megatransaktion bevor. Mit einem komplexen M&A-Deal in Form eines weitreichenden Asset-Swaps mit dem Codenamen »Live-Wire« wollen RWE und E.ON auf die Energierevolution und die verschärfte Wettbewerbsdynamik nachhaltig reagieren und sich noch stärker spezialisieren. E.ON will das Vertriebs- und Netzgeschäft übernehmen und RWE das Ökostromgeschäft von Innogy und E.ON. Die geplante Transaktion gestaltet sich komplex und hat ein Volumen von rund 20 Milliarden Euro. Sie markiert den Beginn einer neuen Ära für die deutsche Energielandschaft.

Die gleichzeitige Präsenz von M&A-Aktivität, Spin-offs und Aktivisten-Kampagnen macht den deutschen Versorgersektor daher aktuell hochinteressant für ereignisorientierte (»event-driven«) Investmentstrategien, da derartige Komplexität oftmals mit attraktiven, temporären Marktineffizienzen einhergeht. Durch fundamentale Analyse der Unternehmen und Transaktionsparameter können entstehende Bewertungslücken identifiziert und aktiv genutzt werden. Investoren, die sich den langfristigen, vom breiten Aktienmarkt entkoppelten Trend des unternehmerischen Wandels zunutze machen wollen, können sich durch ereignisorientierte Strategiekomponenten entsprechend positionieren und sich damit neue, weniger zum Gesamtmarkt korrelierte Aktienrenditequellen erschliessen.

Strategischer Ausblick – von Dr. Daniel Hartmann

*Die wachsenden Rezessions-
ängste und enttäuschenden
Inflationszahlen der Eurozone
haben die Inflationserwartungen
an den Anleihenmärkten
zuletzt einbrechen lassen; ...*

*... in auffallendem Kontrast
hierzu steht die zunehmende
konjunkturelle Zuversicht an
den Aktienbörsen.*

*Ist der Inflationss pessimismus
übertrieben?*

*Die hartnäckig niedrige Kern-
inflation der vergangenen
Jahre ist auch eine Folge mehrerer
Angebotsschocks; ...*

*... mittlerweile hat sich der
Ölpreis stabilisiert, der Euro
wertet tendenziell ab und die
Lohninflation der Eurozone
ist im Aufwind; ...*

*... zumindest einen Teil der
gestiegenen Lohnkosten dürften
die Unternehmen weiter-
reichen; ...*

*... die Kerninflation sollte daher
in den nächsten Quartalen
ebenso anziehen wie die
Headline-Inflation; ...*

*... dies wird nominale Bundesanleihen belasten, während
inflationsexponierte Staatsanleihen einen gewissen Schutz
bieten.*

An eine Reflationierung in der Eurozone glaubt derzeit kaum jemand mehr. Jedenfalls gehen viele Analysten mittlerweile davon aus, dass die Kerninflation ihren Seitwärtstrend der vergangenen Jahre fortsetzt und somit auf dem Niveau von knapp 1,0% verharrt. Dies spiegelt sich auch in den Inflationserwartungen der Märkte wider. Die aus den inflationsindexierten Anleihen abgeleiteten Erwartungen über die künftige Teuerung sind zuletzt auf neue zyklische Tiefststände gefallen. Die Rezessionsängste und die enttäuschenden Inflationszahlen vom Jahresende haben nachhaltige Spuren hinterlassen.

Allerdings nur an den Anleihen- und nicht an den Aktienmärkten. Dort herrscht wachsende Zuversicht. Die meisten Investoren rechnen inzwischen damit, dass sich das globale Wachstum in diesem Jahr wieder stabilisiert. Ansonsten wären die Kursavancen an den Aktienbörsen seit Anfang 2019 (Eurostoxx50: +10%) kaum plausibel. Insgesamt wird somit davon ausgegangen, dass auch der nächste Aufschwung »inflationfrei« verläuft.

Ist das Vertrauen in eine anhaltend tiefe Inflation gerechtfertigt? Ohne Zweifel verwundert es, dass die Wachstumsbelebung der vergangenen Jahre keine Spuren in der Kerninflation der Eurozone hinterlassen hat. Dies lässt sich jedoch mit mehreren Angebotsschocks erklären. Allen voran war der Ölpreis zwischen Ende 2014 und Anfang 2016 um mehr als 75% eingebrochen (von 115 USD auf 26 USD). Dies hat wiederum die Headline-Inflation der Eurozone 2015/2016 auf durchschnittlich $\pm 0,0\%$ gedrückt. Die Folge waren niedrige Tariflohnabschlüsse in den Jahren 2016/2017 – selbst im boomenden Deutschland. Die Lohninflation der Eurozone verharrte entsprechend auf extrem niedrigerem Niveau. 2017/2018 entfaltete dann auch noch die Euro-Aufwertung (+20% gegenüber USD) preisdämpfende Wirkung.

Mittlerweile hat sich der Ölpreis unter Schwankungen stabilisiert und der Euro wertete in den vergangenen Monaten leicht ab. Die Headline-Teuerungsrate ist entsprechend wieder deutlich über 1,0% angezogen. Dies hat sich 2018 auch in den Tariflohnabschlüssen bemerkbar gemacht, die in Deutschland zumeist bei über 3,0% lagen (Metall- und Elektroindustrie: +4,0%). Überhaupt ist die Lohninflation in der Eurozone 2017/2018 kräftig nach oben geschneit (von gut 1,0% auf rund 2,5%), denn auch in den Peripherieländern ist die Phase der Lohnzurückhaltung vorbei.

Es wird viel darüber diskutiert, ob der Lohndruck in Zeiten der Globalisierung weitergegeben werden kann. Würden die Unternehmen davon absehen, belastet dies jedoch automatisch die Erträge. Ein nachhaltiges Schrumpfen der Gewinnmargen haben die Firmen in der Vergangenheit aber nur während einer Rezession hingenommen.

Betrachtet man die aktuelle Situation der Eurozone, hat sich die Konjunktur zwar merklich abgekühlt, mit einem Abrutschen in die Rezession rechnen wir jedoch nicht. Die Unternehmen werden demzufolge zumindest einen Teil der gestiegenen Lohnkosten in den Preisen weitergeben. Die Kerninflation sollte daher in den nächsten Quartalen ansteigen, wenn auch nur in gemäßigtem Tempo. Die sich abzeichnende weltwirtschaftliche Erholung dürfte überdies zu einer Stabilisierung des Ölpreises beitragen. Alles in allem wird sich somit auch die Headline-Inflationsrate 2019/2020 in einem Bereich zwischen 1,5% und knapp 2,0% einpendeln. Der aktuelle Inflationss pessimismus der Märkte scheint mithin übertrieben. Spätestens ab Mitte 2019 sollten somit nominale Bundesanleihen unter Druck geraten, während inflationsindexierte Staatsanleihen einen gewissen Schutz genießen.

Wichtige Termine der Woche vom 18.02.2019 – 22.02.2019

Montag, 18.02.2019

USA: *Feiertag (Presidents' Day)*

Dienstag, 19.02.2019

Eurozone:	Bauproduktion (Dez.)	11.00 Uhr
Deutschland:	ZEW-Konjunkturbarometer (Feb.)	11.00 Uhr
USA:	NAHB-Housing Market Index (Feb.)	16.00 Uhr

Mittwoch, 20.02.2019

Japan:	Handelsbilanz (Jan.)	0.50 Uhr
Niederlande:	Verbrauchervertrauen (Feb.)	6.30 Uhr
Deutschland:	Erzeugerpreise (Jan.)	8.00 Uhr
	Auktion 5-jähriger Bundesanleihen i.H.v. ca. 4 Mrd. EUR	11.30 Uhr
Belgien:	Verbrauchervertrauen (Feb.)	15.00 Uhr
Eurozone:	Verbrauchervertrauen, erste Schätzung (Feb.)	16.00 Uhr
USA:	Protokoll zur Fed-Sitzung vom 29./30. Januar 2019	20.00 Uhr

Donnerstag, 21.02.2019

Deutschland:	Verbraucherpreise, endgültige Schätzung (Jan.)	8.00 Uhr
Frankreich:	Unternehmensvertrauen (Feb.)	8.45 Uhr
	Verbraucherpreise, endgültige Schätzung (Jan.)	8.45 Uhr
Eurozone:	Einkaufsmanagerindikatoren, erste Schätzung (Feb.)	10.00 Uhr
Spanien:	Auktion 2- bis 10-jähriger Staatsanleihen i.H.v. ca. 4,5 Mrd. EUR	10.30 Uhr
Frankreich:	Auktion 3- bis 6-jähriger Staatsanleihen i.H.v. ca. 9 Mrd. EUR	11.00 Uhr
USA:	Auftragseingänge langlebiger Güter (Dez.)	14.30 Uhr
	Philadelphia-Fed Geschäftsklima (Feb.)	14.30 Uhr
	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	14.30 Uhr
	Markit-Einkaufsmanagerindex, verarb. Gewerbe, erste Schätzung (Feb.)	15.45 Uhr
	Verkäufe bestehender Einfamilienhäuser (Jan.)	16.00 Uhr

Freitag, 22.02.2019

Japan:	Verbraucherpreise (Jan.)	0.30 Uhr
Deutschland:	Bruttoinlandsprodukt, zweite Schätzung (4. Qu./2018)	8.00 Uhr
	IFO-Geschäftsklima (Feb.)	10.00 Uhr
Eurozone:	Verbraucherpreise, endgültige Schätzung (Jan.)	11.00 Uhr
Italien:	Auktion 2-jähriger Staatsanleihen i.H.v. ca. 2 Mrd. EUR	11.00 Uhr
Belgien:	Unternehmensvertrauen (Feb.)	15.00 Uhr
Eurozone:	<i>Rede Mario Draghi an der Universität von Bologna</i>	16.30 Uhr

Rechtlicher Hinweis

Der Management Monitor dient den Anteilhabern der »BANTLEON Fonds« zur Information und gibt einen Überblick über die Investitionsentscheidungen in den einzelnen Managementmethoden. Die hier gegebenen Kommentare, Analysen und Meinungen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Die Weitergabe – auch von Auszügen – ist ohne vorherige Zustimmung der BANTLEON BANK AG nicht gestattet.

Zurverfügungstellung von Analysen (Research)/Qualifikation unter MiFID II

Nach Art. 24 Abs. 7, 8 und 9 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID-II-Richtlinie) bzw. § 70 Abs. 1 WpHG (n.F.) darf ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen grundsätzlich keine Zuwendungen wie Provisionen, Gebühren, sonstige Geldleistungen oder nichtmonetäre Vorteile von Dritten annehmen, sofern nicht bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind.

Das vorliegende Dokument qualifiziert als Finanzanalyse/Research und gilt somit als nichtmonetärer Vorteil. Für die Annahme von Analysen (Research) gilt die Sonderregelung in Art. 13 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 bzw. § 70 Abs. 2 WpHG (n.F.).

Sofern Ihr Haus ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne der MiFID-II-Richtlinie ist, ist eine **Annahme künftiger Versionen der vorliegenden Analyse auch ab dem 3. Januar 2018 unter folgenden Voraussetzungen möglich:**

1. Verwendung nur im Rahmen der Verwaltung eigener Kapitalanlagen
Sofern Ihr Haus die Analyse ausschliesslich im Rahmen der Verwaltung der eigenen Kapitalanlagen verwendet, so ist die Annahme der Analyse nicht als Zuwendung im Sinne der MiFID-II-Regulierung zu qualifizieren. Ein Bezug ist daher weiterhin ohne Weiteres zulässig.
2. Übrige Verwendung gegen Bezahlung
Sofern Ihr Haus die Analyse im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen nutzt, ist die Annahme der Analyse nur dann nicht als Zuwendung im Sinne der MiFID-II-Regulierung zu qualifizieren, wenn Ihr Haus im Gegenzug dafür eine direkte Zahlung aus eigenen Mitteln erbringt. Bitte setzen Sie sich mit uns in Verbindung, damit wir Sie über die anwendbaren Preise informieren können.