

Financial Market Monitor

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

21. Januar 2019

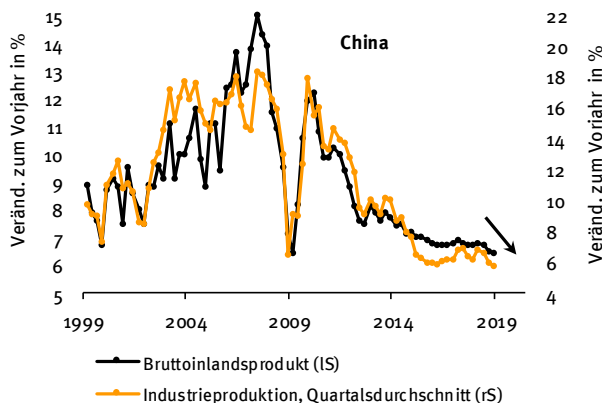
Kapitalmarktanalyse Anlagemanagement	Inhalt
<p>Dr. Daniel Hartmann Chefvolkswirt</p> <p>Dr. Andreas A. Busch Senior Analyst Economic Research</p> <p>Alexander Posthoff Senior Portfolio Manager</p>	China 1
	USA 3
	Eurozone 6
	Finanzmärkte 11
	Emerging Markets 15
	Strategischer Ausblick 16
	Wichtige Termine der Woche 17

China

Chinas Wirtschaft hat 2018 deutlich an Schwung verloren; ...

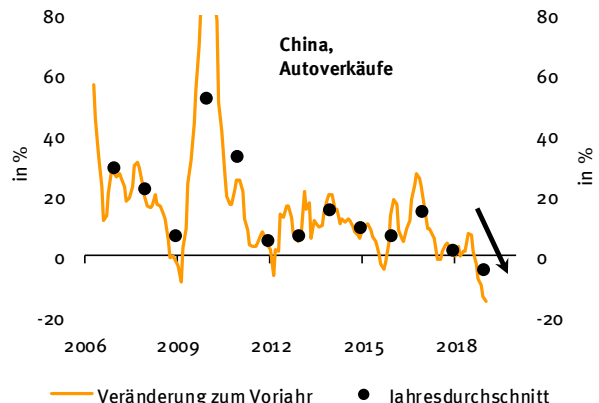
Chinas Wirtschaft hat im vergangenen Jahr spürbar an Schwung verloren. Betrag der BIP-Zuwachs 2017 noch 6,8%, ging die Expansionsrate 2018 ununterbrochen von Quartal zu Quartal zurück und beendete das Jahr mit einem Plus von lediglich 6,4%. Absolut gesehen erscheint das immer noch ein hohes Tempo. Im historischen Vergleich ist es indes eine markante Abschwächung – nicht einmal am Höhepunkt der globalen Finanzkrise 2009 war das Wachstum schwächer ausgefallen (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Chinas Wirtschaft hat 2018 deutlich an Fahrt verloren ...



Quellen: NBS, BANTLEON

Abbildung 2: ... nicht zuletzt wegen eines schwachen Konsums



Quellen: CAIN, BANTLEON

Als Bremsklotz fungierte zunächst das verarbeitende Gewerbe – mit +5,7% gegenüber dem Vorjahr kühlte sich das Wachstum der Industrieproduktion im 4. Quartal 2018 deutlich gegenüber den +6,8% ab, die noch im 1. Quartal

... die Kfz-Verkäufe sind sogar regelrecht eingebrochen.

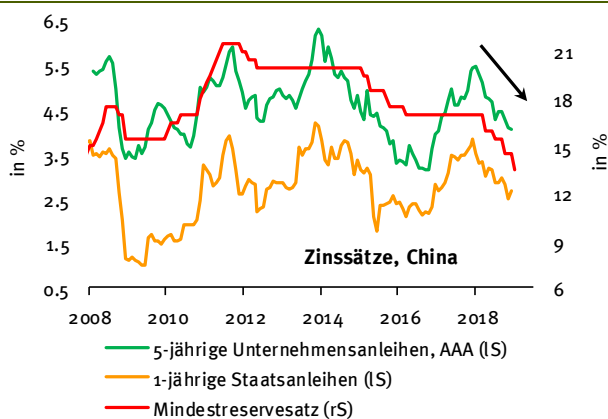
realisiert werden konnten (vgl. Abbildung 1). Die Verunsicherungen durch den Zollkonflikt mit den USA dürften hier ein massgeblicher Belastungsfaktor gewesen sein. Sie erklären die Abschwächung aber nur zum Teil. Zusätzlich wurde die Industriedynamik durch den staatlich vorangetriebenen Schuldenabbau im Unternehmenssektor gebremst und auch der private Konsum musste Federn lassen. Prominent zum Ausdruck bringen das die Kfz-Verkäufe. Nachdem Peking die Nachfrage 2016 durch Steuererleichterungen merklich angekurbelt hatte, wurden diese Vergünstigungen 2017 und 2018 Schritt für Schritt zurückgenommen. In der Folge gingen die Umsätze im vergangenen Jahr um 4,1% zurück – das erste Minus seit 28 Jahren (vgl. Abbildung 2).

Die Regierung stellt sich dem Abschwung jedoch entgegen; ...

Die Regierung hat der Wachstumsverlangsamung jedoch nicht tatenlos zusehen. Zwar verkniff sie sich angesichts des notwendigen Deleveragings ein massives Stimuluspaket, wie es zu Zeiten der Finanzkrise lanciert wurde. Gleichwohl brachte sie eine Reihe von einzelnen Massnahmen auf den Weg. Unter anderem wurde die Mehrwertsteuer gesenkt (von 11% auf 10% bzw. von 17% auf 16%), die Einkommenssteuer reduziert (u.a. durch die Anhebung des Freibetrags) und auch die Abgaben der Unternehmen zurückgefahren. Alles in allem führt dies bei privaten Haushalten und Unternehmen im laufenden Jahr zu Erleichterungen in Höhe von rund 1,0% des BIP.

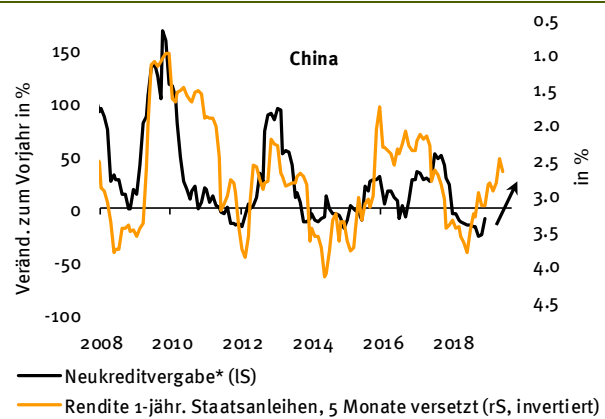
... u.a. wurden eine Reihe von steuerlichen Entlastungen beschlossen ...

Abbildung 3: Die Notenbank sorgt für günstigere Finanzierungskonditionen ...



Quellen: PBC, Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 4: ... was sich bald in einer anziehenden Kreditvergabe zeigen sollte



Quellen: PBC, Bloomberg, BANTLEON; *inkl. Schattenbanken

... und die Staatsausgaben hochgefahren.

Darüber hinaus wurde die Umsetzung von bereits geplanten Infrastrukturinvestitionen beschleunigt. Auch wenn sich der Erfolg dieser Bemühungen nur langsam einstellte – inzwischen zeigen die neusten Daten hier für die letzten Monate des vergangenen Jahres tatsächlich eine Belebung. Nicht zuletzt trug auch die Notenbank zur Ankurbelung der Wirtschaft bei. Bereits im April des zurückliegenden Jahres senkte sie den Mindestreservesatz in einem ersten Schritt von 17% auf 16%. Drei weitere Senkungen folgten – ab 25. Januar 2019 wird der Satz bei 13,5% liegen. Die auf diese Weise frei gewordene Liquidität führte dazu, dass die Renditen in sämtlichen Anleihenklassen spürbar nachgaben (vgl. Abbildung 3).

Auch die Notenbank eilte zu Hilfe und sorgte für mehr Liquidität, ...

... was zu günstigeren Finanzierungskonditionen führte; ...

... in der Folge dürfte die Kreditvergabe in den kommenden Quartalen anziehen, ...

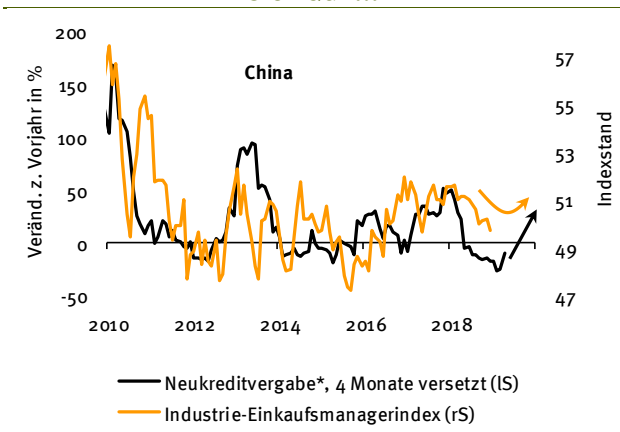
Mit der üblichen Zeitverzögerung sollte sich diese Lockerung der Finanzierungskonditionen positiv auf die Kreditvergabe auswirken. Schon jetzt ist eine gewisse Stabilisierung auszumachen. Der Trend beim Wachstum der Neukreditvergabe – die im vergangenen Jahr nahezu ununterbrochen

geschrumpft ist – hat Ende 2018 nach oben zu drehen begonnen (vgl. Abbildung 4). Beigetragen hat dazu auch die von Peking angeordnete Beschleunigung von Anleihenemissionen der nachgelagerten Gebietskörperschaften.

... dies sollte sich positiv auf die Unternehmensstimmung auswirken und das Wachstum anschieben; ...

Der konjunkturelle Ausblick hellt sich in diesem Umfeld schrittweise auf. Wie die Gegenüberstellung in Abbildung 5 zeigt, dürften die Unternehmen angesichts der weniger restriktiven Finanzierungsbedingungen im Laufe des ersten Halbjahres wieder zuversichtlicher werden. Kurzfristig (1. Quartal) gehen wir allerdings davon aus, dass noch die Bremswirkungen der letztjährigen Deleveraging-Bemühungen dominieren. Endgültig nach oben sollte der Konjunkturtrend somit erst ab dem 2. Quartal drehen. Die Industrieproduktion, die sich 2018 wie eingangs erwähnt deutlich abgekühlt hat, dürfte parallel dazu wieder dynamischer expandieren (vgl. Abbildung 6) und damit das Wirtschaftswachstum ankurbeln.

Abbildung 5: Der Konjunkturausblick hellt sich auf ...



Quellen: PBC, Markit, BANTLEON; *inkl. Schattenbanken

Abbildung 6: ... die Wachstumsdynamik dürfte zulegen



Quellen: Markit, NBS, BANTLEON

... wir rechnen daher nach einem schwachen 1. Quartal mit einem wieder leicht höheren BIP-Wachstum.

Zusammen mit einer graduellen Belebung des privaten Konsums – der von fiskalischer Seite gestützt wird – und einer nachlassenden Verunsicherung vonseiten des Handelskonflikts rechnen wir folglich ab dem 2. Quartal mit einem wieder etwas höheren BIP-Wachstum. Nach einer im 1. Quartal erneut nachgebenden Jahresrate auf 6,3% (nach 6,4% in Q4/2018) sollte das Expansionstempo leicht auf 6,4% anziehen. Im Jahresdurchschnitt folgt daraus ein Zuwachs von 6,3% (nach +6,6% 2018), womit wir etwas weniger skeptisch sind als der Konsensus, der von einer deutlicheren Abschwächung auf 6,2% ausgeht.

USA

In den USA präsentieren sich konjunkturelle Lage und Ausblick spiegelbildlich zu China; ...

... aktuell glänzt die grösste Volkswirtschaft mit robustem Wachstum; ...

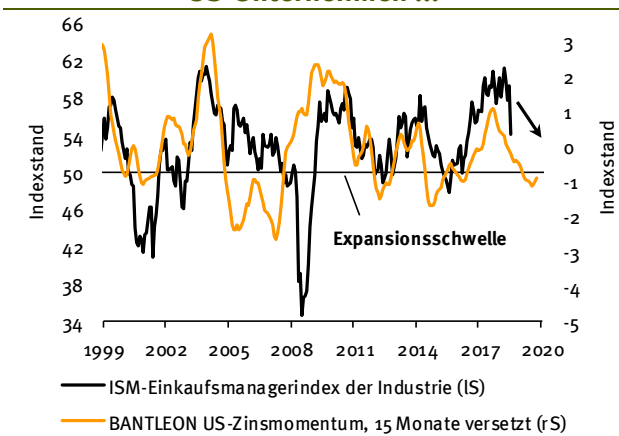
In den USA präsentieren sich die jüngste konjunkturelle Entwicklung und die Wachstumsperspektiven genau spiegelbildlich zu China. Das vergangene Jahr war hier nicht durch eine nachlassende Konjunkturdynamik gekennzeichnet. Im Gegenteil – das Wirtschaftswachstum zog merklich an. Nach Quartalszuwächsen von durchschnittlich +2,3% in Q4/2017 und Q1/2018 konnte in Q2 und Q3/2018 im Mittel ein Plus von 3,9% realisiert werden. Im Schlussquartal dürfte das Expansionstempo bei immerhin knapp 3,0% gelegen haben. Aufgrund des »Government Shutdowns«, der für die

Mitarbeiter der Statistikämter Zwangsurlaub bedeutet, werden die entsprechenden Daten aber nicht wie üblich Ende dieses Monats veröffentlicht. Vielmehr dürften noch einige Wochen vergehen, bis die erste offizielle Schätzung bekannt gegeben werden kann.

... in den kommenden Quartalen ist indes eine Abschwächung vorgezeichnet; ...

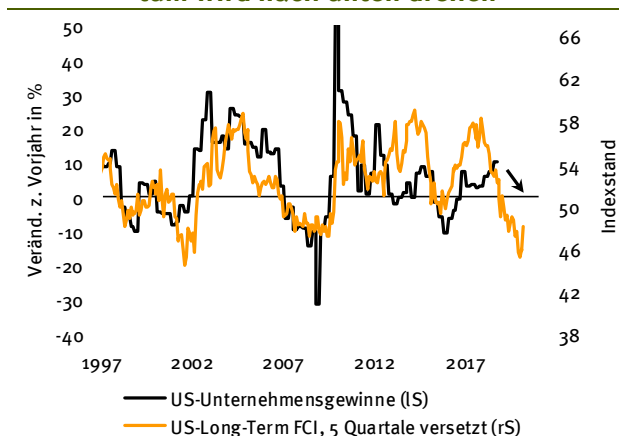
Gegenläufig zum Reich der Mitte stellt sich darüber hinaus der Ausblick in den USA dar. Während in China die Zeichen auf eine moderate Belebung hindeuten, dürfte das Wirtschaftswachstum der weltweit grössten Volkswirtschaft an Schwung verlieren. Im Wesentlichen sind zwei Faktoren dafür verantwortlich. Zum einen die verschlechterten Finanzierungsbedingungen. Wir hatten an dieser Stelle bereits des Öfteren auf die seit Mitte 2016 massiv gestiegenen Zinsen hingewiesen. Bei 2-jährigen Staatsanleihen hat in der Spitze eine Versechsfachung stattgefunden (von 0,50% auf 3,00%) – aktuell liegen sie mit 2,50% immer noch fünf Mal so hoch. Bei den 10-jährigen Pendanten ist trotz der jüngsten Entspannung immer noch eine Verdopplung gegenüber den zyklischen Tiefständen zu verzeichnen.

Abbildung 7: Gestiegene Zinsen belasten US-Unternehmen ...



Quellen: ISM, BANTLEON

Abbildung 8: ... der Trend beim Gewinnwachstum wird nach unten drehen



Quellen: BEA, BANTLEON

... zum einen, weil die gestiegenen Zinsen bremsen, ...

Die Unternehmen – deren Finanzierungsbedingungen sich im gleichen Ausmass verschlechtert haben – werden folglich in den kommenden Quartalen mit der üblichen Verzögerung zunehmend Gegenwind ausgesetzt sehen. Nicht nur die Stimmung wird dadurch gedrückt (vgl. Abbildung 7), sondern auch die Profitabilität sollte leiden. Das Wachstum der Unternehmensgewinne, das zuletzt von der *Trump'schen* Steuerreform einen temporären Schub erhalten hat, wird entsprechend gebremst (Abbildung 8).

... was primär die Investitionsnachfrage belastet; ...

Erfahrungsgemäss werden in diesem Umfeld mehr und mehr Investitionsprojekte in Frage gestellt. Kurzfristig ist der Ausblick zwar noch freundlich, nicht zuletzt weil die Banken weiterhin bereitwillig Kredite gewähren (vgl. Abbildung 9). **Mittelfristig rechnen wir in Anbetracht des zunehmenden Gegenwinds vonseiten der gestiegenen Zinsen indes mit einer wachsenden Vorsicht bei den Banken. Zusammen mit der nachlassenden Gewinndynamik gehen wir entsprechend bis zum Jahresende von einer deutlich schwächeren Investitionsnachfrage aus.**

Neben den verschlechterten Finanzierungsbedingungen dürfte darüber hinaus das Ausklingen der fiskalischen Stimuli des vergangenen Jahres bremsend wirken. Die Senkung der Einkommens- und Körperschaftssteuer hatte das Defizit des Bundeshaushalts um rund 1% des BIP steigen lassen und

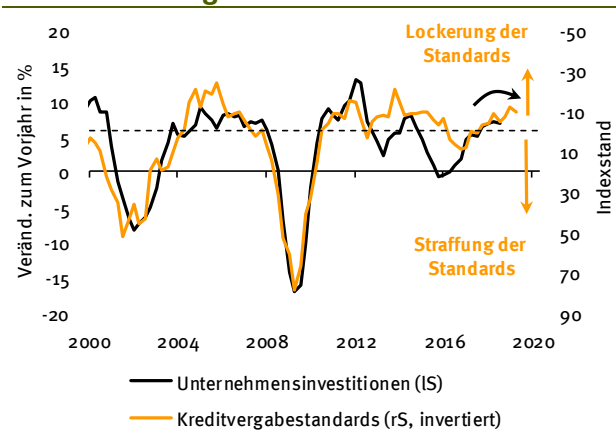
... zum anderen, weil die An-schubwirkung der Steuersen-kungen ausklingt; ...

... zusammengekommen spricht das im Jahresverlauf für eine deutliche konjunkturu-elle Abschwächung.

sorgte so spiegelbildlich für einen entsprechenden Liquiditätsschub aufseiten der privaten Haushalte und Unternehmen. Für das laufende Jahr errechnet das überparteiliche Steuerkomitee des US-Kongresses einen weiteren Impuls in Höhe von 0,4% des BIP. Das heisst, der Rückenwind von dieser Seite wird deutlich geringer, auch wenn er nicht schlagartig in sich zusammenfällt.

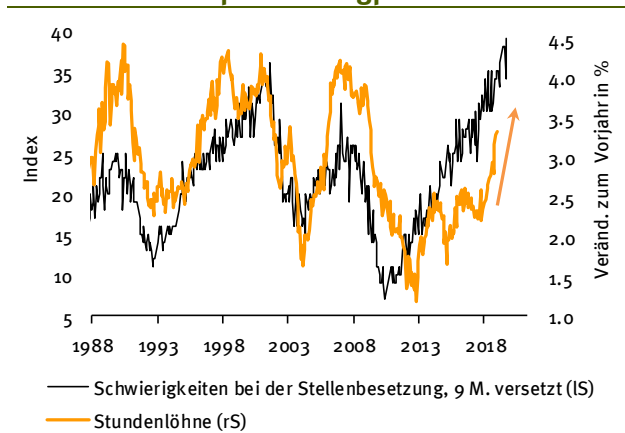
Alles in allem zeichnet sich somit für 2019 eine sukzessive schwächer wer-dende Konsum- und Investitionsnachfrage ab. Das Wirtschaftswachstum, das im Quartalsdurchschnitt 2018 bei gut 3,0% gelegen haben dürfte (an-nualisiert gegenüber dem Vorquartal), sollte daher im 1. Halbjahr auf durchschnittlich rund 2¼% abnehmen. Im 2. Halbjahr erwarten wir einen weiteren Rückgang auf gut 1,5%, womit die inflationsneutrale Potenzial-rate von knapp 2,0% sogar unterschritten würde.

Abbildung 9: Ein abrupter Absturz der Investi- onsnachfrage ist aber nicht zu erwarten



Quellen: BEA, Fed, BANTLEON

Abbildung 10: Zunehmende Kapazitätsengpässe



Quellen: NFIB, BLS, BANTLEON

Der Inflationstrend bleibt in- dessen aufwärtsgerichtet; ...

... der Kerndeflator der priva- ten Konsumausgaben sollte die Fed-Zielmarke leicht über- schreiten.

Was folgt daraus für die No- tenbank?

Bei der Inflation bleibt ungeachtet dieser Aussicht auf eine merkliche kon- junkturelle Abschwächung der Trend aufwärtsgerichtet. Zunächst wirken noch die preistreibenden Effekte der kräftigen Expansionsdynamik der ver- gangenen Quartale nach, die zu einer Reihe von Engpässen geführt haben. Am deutlichsten sichtbar sind diese am Arbeitsmarkt. Hier liegt die Arbeits- losenquote mit 3,8% (Ø in Q4/2018) auf dem tiefsten Stand seit fast 50 Jahren. Für die Unternehmen wird es mithin immer schwieriger, qualifiziertes Per- sonal zu finden, was sich auch im Lohnwachstum widerspiegelt, das nach langer Lethargie endlich spürbar anzieht (vgl. Abbildung 10).

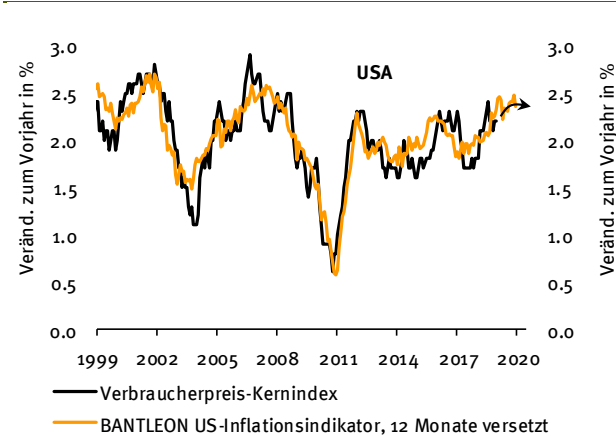
Für die Kerninflationen (ohne die volatilen Nahrungsmittel- und Ener- giepreise) rechnen wir daher im Laufe des Jahres mit einer Fortsetzung des Aufwärtstrends. Gleichwohl sollte dieser flach verlaufen – unser Frühindi- kator kündigt für den Kernindex der privaten Lebenshaltung ausgehend von aktuell 2,2% einen lediglich moderaten Anstieg in Richtung 2,4% an. Der Kerndeflator der privaten Konsumausgaben (das favorisierte Mass der No- tenbank) sollte gleichzeitig von 1,9% auf 2,2% steigen.

Wie wird sich die US-Notenbank in einem derartigen Umfeld verhalten? In Anbetracht der zu erwartenden Wachstumsverlangsamung, die das gesamte Jahr über anhalten dürfte, mehren sich die Argumente, die gegen weitere Leitzinsanhebungen sprechen. Zumal die Währungshüter angesichts der ge- wachsenen Risikoaversion an den Finanzmärkten eine deutlich grössere Zu- rückhaltung gegenüber zusätzlichen Straffungen erkennen lassen und die

Wenn sich das Wachstum nachhaltig verlangsamt, dürfte der Leitzinshöhepunkt erreicht sein; ...

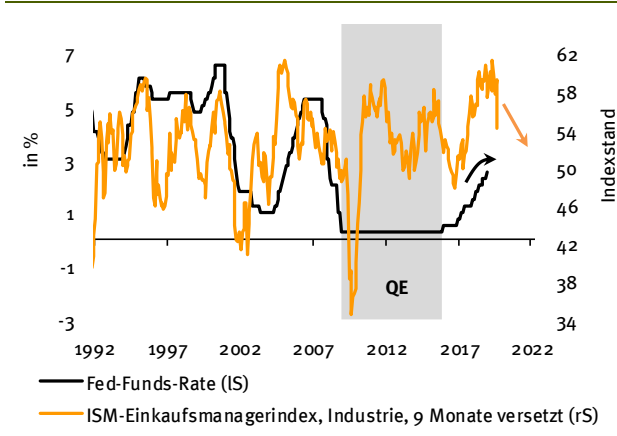
Inflation nahe dem 2%-Ziel keinen Handlungsdruck erzeugt. **Allenfalls eine weitere Anhebung im 1. Halbjahr halten wir noch für möglich, wenn sich zunächst die Wachstumsdynamik nur wenig abschwächt, die Kerninflation klar nach oben tendiert und gleichzeitig die Verunsicherung an den Finanzmärkten spürbar zurückgeht.**

Abbildung 11: Kerninflation dürfte moderat zulegen



Quellen: BLS, BANTLEON

Abbildung 12: Leitzinshöhepunkt (fast) erreicht



Quellen: ISM, Fed, BANTLEON

... es könnten sogar Zinssenkungen ins Blickfeld rücken.

Je deutlicher jedoch die Wirtschaft in den kommenden Quartalen an Fahrt verliert, umso mehr wird sich die Einschätzung durchsetzen, dass der Leitzinshöhepunkt erreicht ist. In diesem Zuge dürften schliesslich sogar Leitzinssenkungserwartungen aufkommen und zwar umso deutlicher, je schwächer die Wachstums- und Inflationszahlen ausfallen. In unserem Basisszenario gehen wir zwar davon aus, dass es letztlich nicht zu einer Zinssenkung kommt. Die Hürde dafür ist jedoch niedrig und je grösser die Verunsicherung an den Finanzmärkten ausfällt, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit für ein Gegensteuern der Fed mit einer Leitzinssenkung.

Eurozone

2018 war in der Eurozone ein Jahr der Enttäuschungen; ...

2018 war für die Eurozone ein Jahr der Enttäuschungen. Ausgehend von hohem Niveau sackte das Wachstum sukzessive ab, wobei zur Erklärung der Rückschläge in einer ersten Reaktion stets auf Sonderfaktoren verwiesen wurde. Gleich im 1. Quartal wurden unter anderem das kalte Winterwetter, der rekordhohe Krankenstand und die vielen Streiks genannt. Im 2. Quartal fiel der Schwarze Peter der ungünstigen Lage der Feiertage zu. In der zweiten Jahreshälfte schien somit eine Belebung vorgezeichnet. Stattdessen ging es jedoch weiter steil abwärts – und wieder waren schnell Erklärungen gefunden: die WLTP-Abgastests, das niedrige Rheinwasser und die Gelbwesten-Proteste.

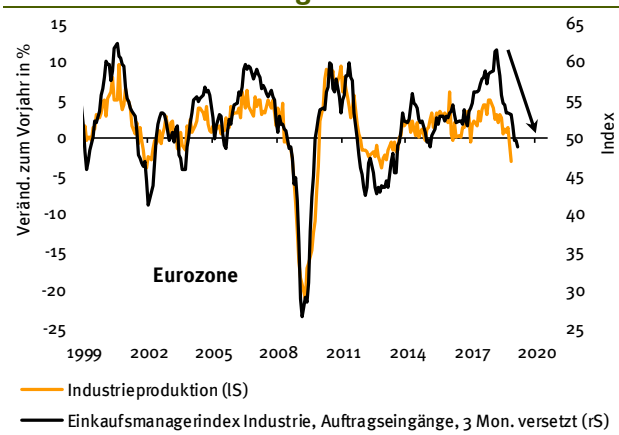
... das Wachstum brach unerwartet stark ein, wofür immer wieder Sonderfaktoren ins Feld geführt wurden; ...

Besonders unter die Räder gekommen ist die Industrie. Den jüngsten Beleg in dieser Hinsicht lieferte in der vergangenen Woche Eurostat. Demnach verzeichnete die industrielle Erzeugung der Eurozone im November 2018 ihren stärksten Monatsrückgang seit Anfang 2016 (-1,7%). Das Vorjahresniveau wird inzwischen um 3,3% unterschritten, was einem 6-Jahres-Tief gleichkommt (vgl. Abbildung 13). **Nicht zuletzt aufgrund der Industrieschwäche ist der Trend des BIP-Wachstums im 2. Halbjahr auf nur noch +0,1% bis**

... am Jahresende befand sich die Konjunktur nahe der Stagnation; ...

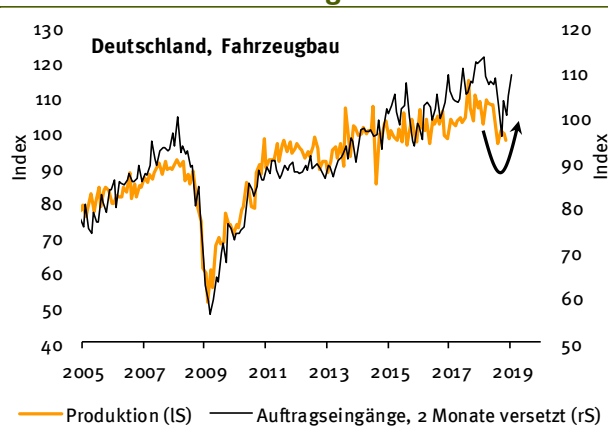
+0,2% pro Quartal abgesackt. Im 1. Halbjahr waren es noch im Mittel +0,4% und 2017 +0,7% BIP-Wachstum pro Quartal. Entsprechend imposant fällt auch der Rückgang bei der Jahresrate aus, die seit Ende 2017 von 2,8% auf 1,0% bis 1,1% eingebrochen ist.

Abbildung 13: Das Jahr 2018 kannte nur eine Richtung: abwärts



Quellen: Eurostat, Markit, BANTLEON

Abbildung 14: Hoffnungsschimmer im Fahrzeugbau



Quellen: Destatis, BANTLEON

... der zyklische Abwärtstrend spiegelte sich eins zu eins in den offiziellen Frühindikatoren wider, die bis zuletzt steil abwärtsgerichtet waren; ...

... allen voran der weltwirtschaftliche Gegenwind setzt der Wirtschaft der Eurozone zu – und hier wiederum speziell der Industrie.

Für das laufende Quartal zeichnet sich immerhin eine technische Gegenbewegung beim BIP-Wachstum ab; ...

Mittlerweile ist klar, dass die Eurozone 2018 einen lupenreinen zyklischen Abschwung erlebt hat und die Sonderfaktoren das Ganze lediglich verstärkt haben. Geradezu exemplarisch spiegelt sich die zyklische Abkühlung im Einkaufsmanagerindex der Industrie wider, der in den vergangenen zwölf Monaten elf Mal gefallen und von 60,6 auf 51,4 Punkte abgerutscht ist (Auftragskomponente von 61,5 auf 48,8 Punkte, vgl. Abbildung 13). Nicht viel anders sieht es bei den IFO-Geschäftserwartungen aus (elf Rückgänge in dreizehn Monaten), die lediglich im August ein temporäres Zwischenhoch verzeichneten.

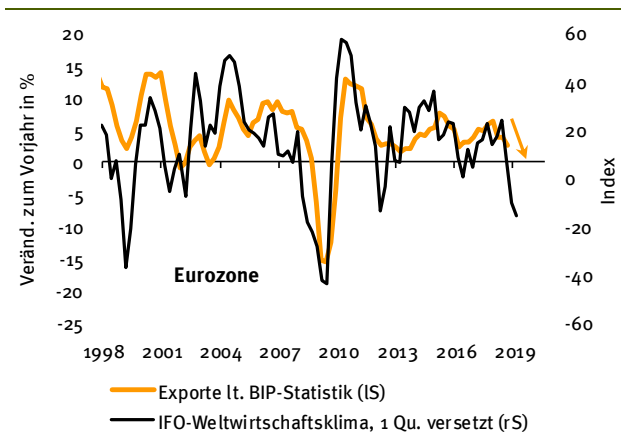
Auslöser des Konjunkturknicks ist die seit Anfang 2018 anhaltende weltwirtschaftliche Abschwächung, die wiederum in China ihre Keimzelle hat (siehe China). Wie stark das Reich der Mitte ins Schlingern geraten ist, zeigt sich nirgendwo deutlicher als beim Autoabsatz, der erstmals seit 28 Jahren wieder geschrumpft ist (vgl. Abbildung 2), was die verwöhnten europäischen Autoexporteure zu spüren bekamen. Ende 2018 trat dann mit den anziehenden Energiepreisen auch noch ein binnenwirtschaftlicher Bremsfaktor in der Eurozone hinzu, der sich vor allem in der Konsumnachfrage negativ niederschlug.

So enttäuschend somit 2018 endete – für das 1. Quartal 2019 zeichnet sich immerhin die lang ersehnte technische Erholung ab. Ein Mutmacher sind die zuletzt wieder anziehenden Auftragseingänge im deutschen Fahrzeugbau, die auf eine Normalisierung der Autoproduktion Anfang 2019 hindeuten (vgl. Abbildung 14). Ausserdem hilft auch der Staat der Konjunktur ein wenig auf die Sprünge. Den »Gelbwesten« sei Dank, sind in Frankreich im Januar keine Steuerhöhungen in Kraft getreten. Stattdessen wurde der Mindestlohn angehoben. In Deutschland werden 2019 ebenfalls einige Wohltaten verteilt (siehe unten). Schliesslich sind mittlerweile auch die Energiepreise wieder auf dem Rückzug. Speziell der private Verbrauch der Eurozone sollte daher robust ins Jahr starten.

... die eigentliche konjunkturelle Trendwende steht indes noch aus; ...

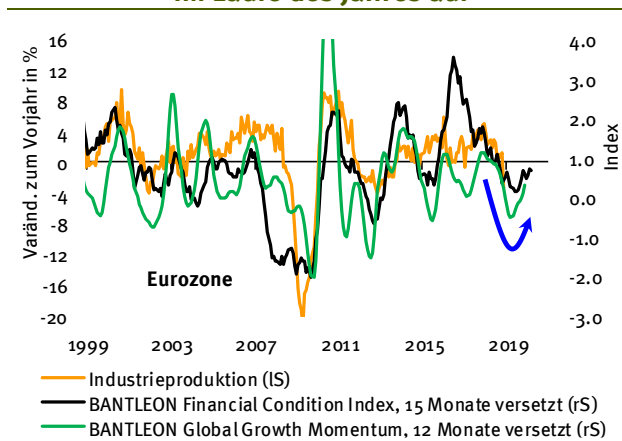
Die aussenwirtschaftliche Abwärtstendenz hält unterdessen unvermindert an (vgl. Abbildung 15). Der Schwächeanfall der chinesischen Wirtschaft ist noch nicht überwunden. Die negativen Auswirkungen des Handelskriegs kommen derzeit sogar erst richtig zur Geltung. Darüber hinaus zeigt mit der US-Konjunktur auch noch der letzte Fels in der Brandung der Weltwirtschaft Konditionsprobleme. **Die offiziellen Frühindikatoren der Eurozone – etwa der Einkaufsmanagerindex der Industrie – dürften daher im laufenden Quartal noch nicht den zyklischen Tiefpunkt durchschreiten.**

Abbildung 15: Export noch unter Abwärtsdruck



Quellen: Eurostat, IFO, BANTLEON

Abbildung 16: Perspektiven hellen sich im Laufe des Jahres auf



Quellen: Eurostat, BANTLEON

... im Frühjahr gehen wir von einer Bodenbildung bei den offiziellen Frühindikatoren aus, ...

Im Frühjahr rechnen wir dann jedoch mit einer Bodenbildung. Auf eine Aufhellung der makroökonomischen Rahmenbedingungen deuten zunächst unsere eigenen, weit vorausschauenden Frühindikatoren hin, die in immer grösserer Zahl ab März/April eine Trendwende andeuten (vgl. Abbildung 16). Sodann hat China inzwischen alle Hebel in Bewegung gesetzt, um die Wirtschaft wieder zu stabilisieren. Mittlerweile mehrten sich unter anderem die Anzeichen, dass das chinesische Kreditwachstum den unteren Wendepunkt erreicht hat (siehe *China*). **Wir rechnen daher ab dem 2. Quartal wieder mit einem allmählich anziehenden Exportwachstum in der Eurozone, was zugleich die Investitionsnachfrage beflügeln sollte.**

... damit einhergehen sollten Lichtblicke in der Weltwirtschaft (China); ...

... gleichzeitig dürfte 2019 vom binnenwirtschaftlichen Umfeld leichter Rückenwind ausgehen; ...

Für eine moderate Erholung spricht auch das binnenwirtschaftliche Umfeld der Währungsunion. Wie oben bereits erwähnt, drückt der Staat in vielen Euroländern nicht weiter auf die Bremse. Stattdessen ist die Fiskalpolitik sogar leicht expansiv ausgerichtet. Die schwachen Regierungen sind dabei nicht zuletzt Getriebene der aufgebrachtten Wählerschaft. So hat die grosse Koalition in Deutschland eine ganze Reihe von Massnahmen auf den Weg gebracht (Mütterrente, Senkung der Krankenversicherungsbeiträge, mehr Pflegekräfte, Kita-Ausbau, Wohnbauförderungen, Kindergelderhöhung etc.), die sich zusammen auf über 20 Mrd. EUR summieren. In Frankreich werden die Bürger von Abgabesenkungen profitieren. Schliesslich dürfte auch die populistische Regierung in Italien einen Teil ihrer Wahlkampfversprechen (Grundeinkommen, niedrigeres Renteneintrittsalter, Steuersenkungen) umsetzen. Die Fiskalimpulse sollten in allen drei grossen Euroländern bei ungefähr 0,5% des BIP liegen.

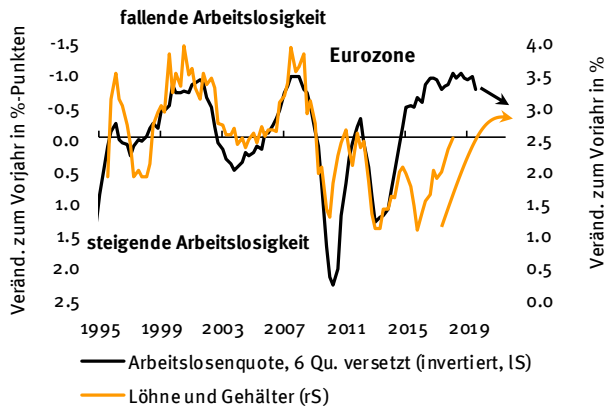
... dazu tragen moderate Impulse der Fiskalpolitik ...

Darüber hinaus wird auch der seit Ende 2017 in der Eurozone vorherrschende Aufwärtstrend des Lohnwachstums nicht abrupt zum Stillstand kommen. Er besitzt – angesichts der kräftig gesunkenen Arbeitslosenraten

... und das robuste Reallohnwachstum bei.

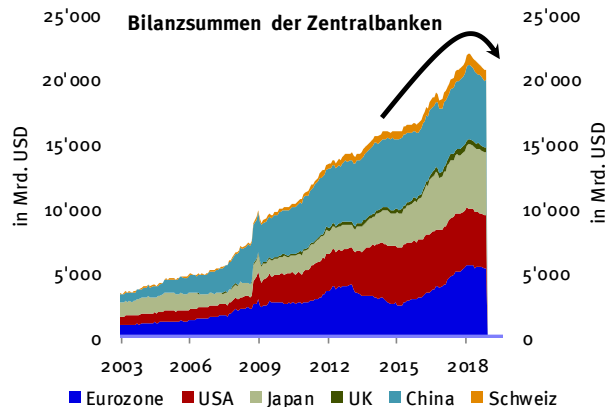
der Euroländer – sogar noch Aufwärtspotenzial (vgl. Abbildung 17). Dem steht zwar ein abflauendes Beschäftigungswachstum gegenüber, dennoch dürfte die Lohnsumme der Eurozone 2019 in nominaler Rechnung um 3,0% bis 3,5% und real um gut 1,5% zulegen, womit zugleich der Spielraum für das Konsumwachstum abgesteckt ist.

Abbildung 17: Lohnwachstum hat an Höhe gewonnen



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Abbildung 18: Notenbanken pumpen kein zusätzliches Geld mehr in die Wirtschaft



Quellen: Macrobond, BANTLEON

Im Ergebnis rechnen wir im Laufe des Jahres mit einer konjunkturellen Belebung; ...

... das BIP-Wachstum sollte Richtung 0,5% pro Quartal anziehen; ...

... gegen eine stärkere Dynamik spricht das nach wie vor fragile weltwirtschaftliche Umfeld; ...

... wir sehen überdies in Bezug auf unser Basisszenario mehr Abwärts- als Aufwärtswahrscheinlichkeiten.

Fazit: 2019 dürfte die Wirtschaft Fahrt aufnehmen; von konjunkturellen Glanzzeiten – wie 2017 – kann jedoch keine Rede mehr sein.

Alles in allem sollte das BIP-Wachstum im Laufe des Jahres leicht anziehen (in Richtung 0,4% bis 0,5% pro Quartal), dabei aber bei Weitem nicht wieder die Dynamik des Jahres 2017 erreichen (0,7%). Gegen eine kräftigere Belebung spricht das weiterhin fragile aussenwirtschaftliche Umfeld. So dürfte sich zwar das Expansionstempo in China stabilisieren, in den USA flaut es aber tendenziell ab (siehe USA). Daneben bestehen nach wie vor politische Risikofaktoren fort (siehe unten), die das Investitionsklima belasten. Genereller Gegenwind geht von der globalen Geldpolitik aus, die keine expansiven Impulse mehr generiert. Stattdessen entziehen die Notenbanken mittlerweile den Märkten Liquidität (vgl. Abbildung 18).

Die Risiken zu unserem moderat zuversichtlichen Basisszenario sind daher ganz klar abwärtsgerichtet. Mithin ist nicht auszuschließen, dass der Wachstumstrend das ganze Jahr auf sehr niedrigem Niveau nahe der Nulllinie verharrt. Dieser Fall tritt dann ein, wenn es China nicht gelingt, den zyklischen Abwärtstrend in den nächsten Monaten zu stoppen. Darüber hinaus könnte der Abschwung in den USA steiler ausfallen, als von uns unterstellt. Die vielen politischen Gefahrenherde seien hier nur am Rande erwähnt: die weiterhin drohenden US-Importzölle auf Autos, ein Hard Brexit und mögliche Turbulenzen in Italien einschliesslich einer Bankenkrise.

Fazit: Wir rechnen im 1. Quartal 2019 mit einer technischen Erholung beim BIP-Wachstum. Die eigentliche konjunkturelle Trendwende dürfte erst im 2. Quartal einsetzen und von einem moderat anziehenden Export- und Konsumwachstum getragen werden. Einer stärkeren Dynamik stehen verschiedene Faktoren entgegen (anhaltende politische Unsicherheit, Rückzug der expansiven Geldpolitik und schwächere US-Wirtschaft). 2020 dürften die Aufschwungkkräfte bereits wieder nachlassen.

Das Inflationsbild der Eurozone war im vergangenen Jahr zweigeteilt. Die Headline-Inflationsrate befand sich eindeutig im Aufwind und hat einen weiteren Schritt Richtung 2,0%-Marke gemacht (Jahresdurchschnitt 1,7%

Die Teuerungsentwicklung war 2018 gespalten: Die Headline-Inflation zog an, die Kerninflationsrate verharrte auf tiefem Niveau; ...

nach 1,5% 2017 und 0,2% 2016). Dies lag allerdings ausschliesslich am zwischenzeitlichen Höhenflug der Energiepreise. Unter Ausklammerung dieser volatilen Komponente (sowie der Nahrungsmittel) ergab sich kein Fortschritt gegenüber den Vorjahren. Die Kerninflationsrate verharrte das sechste Jahr in Folge bei 1,0% (vgl. Abbildung 20).

Abbildung 19: Lohndruck sollte auf die Preise überschwappen ...

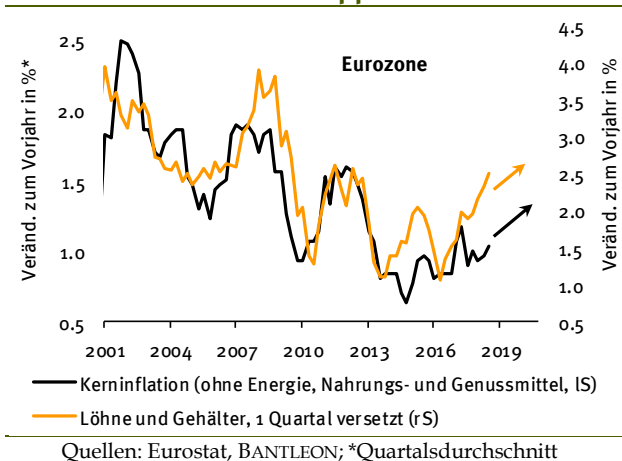
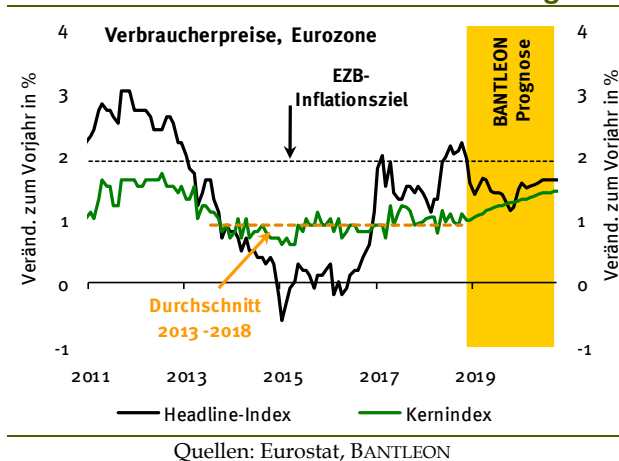


Abbildung 20: ... und für einen flachen Aufwärtstrend bei der Kerninflation sorgen



... unterdessen hat sich wachsender Kostendruck (bei den Löhnen und Vorprodukten) aufgestaut, ...

... der sich sukzessive in den nächsten Quartalen entladen sollte; ...

... wir prognostizieren daher für 2019 und für 2020 eine leicht anziehende Kerninflation.

Die EZB hat den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik skizziert; ...

... angesichts des schwachen Wachstums ist die Notenbank allerdings zuletzt unter Druck geraten, ...

Auch wenn es mittlerweile wie ein Kampf gegen Windmühlen anmutet, sprechen dennoch gewichtige Argumente dafür, dass der Inflationsdruck in den nächsten Quartalen zunimmt. In der Folge dürfte die Kerninflation ihren angestammten Platz verlassen und nach oben ausbrechen. Allen voran hat sich das Lohnwachstum seit seinem Tiefpunkt im Jahr 2016 mehr als verdoppelt und es besteht – wie oben erwähnt – auf dem aktuellen Niveau von 2,5% weiteres Aufwärtspotenzial (vgl. Abbildung 19 und Abbildung 17). Die Unternehmen werden nicht umhinkommen, den wachsenden Kostendruck in den Preisen weiterzugeben. Zumal auch immer stärker über die Verteuerung von Vorleistungsgütern geklagt wird.

Der konjunkturbedingte Teuerungsdruck lässt zwar 2019 nach. Wenn unser Basisszenario eintritt, ebbt er aber nicht komplett ab. **Wir gehen daher davon aus, dass die Kerninflation 2019 im Jahresdurchschnitt auf 1,2% und 2020 weiter auf 1,4% anzieht (vgl. Abbildung 20).**

Aus Sicht der EZB wäre dies zumindest von der Richtung her eine willkommene Entwicklung. Derzeit sehen sich die Notenbanker aber noch mit einem herausfordernden Umfeld konfrontiert. Im vergangenen Jahr hat die EZB den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik grob skizziert. In einem ersten Schritt sollte das QE-Programm beendet werden (im Dezember 2018 geschehen). Ende 2019 könnten dann die Leitzinsen angehoben werden und nach einer weiteren namhaften Zeitspanne (wohl mindestens ein Jahr) wird schliesslich die Notenbankbilanz wieder zurückgefahren.

Angesichts des zuletzt stark abfallenden Wachstums ist die EZB indes unter Druck geraten, ihren Exit weiter hinauszuzögern. Die Währungshüter haben dem im Wording bereits Rechnung getragen. So wird immer häufiger betont, dass der Ausstieg sehr graduell und vorsichtig durchgeführt wird. Vielen Beobachtern reicht dies allerdings nicht aus. Sie fordern, dass die EZB die »Forward Guidance« weiter nach hinten verschiebt. Die Leitzinsen sollen

... die Erwartung über den Beginn des Zinserhöhungszyklus weiter zu schieben.

Aus unserer Sicht können die Währungshüter jedoch zunächst abwarten; ...

... bis Mitte des Jahres sollte sich die Lage beruhigt haben und somit der Boden für die erste Leitzinsanhebung Ende 2019 bereitet sein.

Das kommende Notenbanktreffen dürfte eine Sitzung des Übergangs werden.

Auf der Agenda der nächsten Tage steht überdies die Veröffentlichung wichtiger Konjunkturindikatoren (IFO-Barometer, ZEW-Index, EMIs).

demnach nicht nur mindestens »über den Sommer hinweg« (aktuelles Wording), sondern bis Ende 2019 auf dem gegenwärtigen Niveau gehalten werden.

Aus unserer Sicht hat die EZB jedoch bis Mitte des Jahres Zeit, um ihren Zinsausblick anzupassen. Sollte sich bis dahin zum einen die Konjunktur stabilisiert haben und zum anderen die Kerninflation über 1,0% geklettert sein (= unser Basisszenario), wäre der Boden für eine Leitzinsanhebung Ende 2019 bereitet. **Wir rechnen entsprechend im Dezember mit einer Anhebung der Depositenrate von -0,40% auf -0,20%. 2020 könnten dann noch zwei zusätzliche Straffungen folgen, die den Leitzins auf +0,25% führen würden.** Weiter wird die EZB aber aller Voraussicht nach zunächst nicht kommen. Im nächsten Jahr dürfte das konjunkturelle Momentum bereits wieder nachlassen. Selbst dieser kurze Leitzinserhöhungszyklus hängt indes am seidenen Faden. Tritt unser Risikoszenario einer anhaltenden Konjunkturschwäche ein, bleibt 2019 jegliche geldpolitische Straffung aus.

Das Notenbanktreffen in der nächsten Woche wird eine Sitzung des Übergangs sein. *Mario Draghi* wird einerseits die jüngste Wachstumsschwäche anerkennen, andererseits aber auch darauf hinweisen, dass viele Sonderfaktoren die Wirtschaft zuletzt belastet haben, und somit auf Zeit spielen. Um die Gemüter zu beruhigen, wird er betonen, dass die Notenbank über genügend Instrumente verfügt, um der Konjunktur notfalls unter die Arme zu greifen.

Neben der EZB-Sitzung werden in den nächsten Tagen noch wichtige Konjunkturindikatoren vom Januar publiziert. Wir rechnen mit durchwachsenen Ergebnissen. Während einige Indices ihren übergeordneten Abwärtstrend fortsetzen sollten, dürfte es bei anderen zu einer Gegenbewegung auf die schwachen Dezemberergebnisse kommen. Ein Kandidat dafür ist der Service-Einkaufsmanagerindex der Eurozone, der Ende 2018 stark unter den Gelbwesten-Protesten litt. Entsprechend prognostizieren wir hier 51,6 nach 51,2 Punkten. Mit wenig Bewegung rechnen wir beim EUR-Verbrauchervertrauen (-6,4 nach -6,2 Punkten) und beim EUR-Einkaufsmanagerindex der Industrie (51,2 nach 51,4 Punkten). Das IFO-Barometer dürfte weiter nachgeben (100,5 nach 101,0 Punkten), wobei speziell die Lagekomponente noch Abwärtspotential besitzt. Der ZEW-Index sollte hingegen seine Bodenbildung fortsetzen (-16,5 nach -17,5 Punkten).

Finanzmärkte

Seit Jahresbeginn hat sich an den Finanzmärkten wieder Zuversicht eingestellt, ...

... wozu allen voran die Aussicht auf einen Handelsdeal zwischen den USA und China beigetragen hat.

Auch die jüngsten Brexit-Turbulenzen änderten daran nichts; ...

Seit Jahresbeginn hat sich der tiefe Pessimismus an den Finanzmärkten in eine moderate Zuversicht verwandelt. Dazu haben vor allem drei Entwicklungen beigetragen: *Erstens* der konziliantere Ton der US-Regierung gegenüber China und der klar bekundete Wille, einen Handelsdeal mit dem Reich der Mitte abzuschließen. *Zweitens* das Zurückrudern der Fed, die vor dem nächsten Zinsschritt erst einmal geduldig abwarten möchte. *Drittens* hat sich mit Blick auf die Konjunktur die Meinung durchgesetzt, dass doch nicht alles so schlimm ist wie zunächst befürchtet. Demnach hat sich die Weltwirtschaft zwar abgekühlt, steht aber nicht unmittelbar vor einer Rezession.

Auch die jüngsten Brexit-Turbulenzen haben die Märkte nicht aus der Bahn geworfen. Dass der Austrittsvertrag im britischen Parlament durchgefallen ist, wird von den Investoren mit einem lachenden und einem weinenden Auge bewertet. So ist nicht nur die Wahrscheinlichkeit eines ungeordneten

... vielmehr setzen die Märkte offenbar auf einen Verbleib des Königreichs in der EU.

Die Aktienmärkte verbuchten vor diesem Hintergrund kräftige Kursgewinne; ...

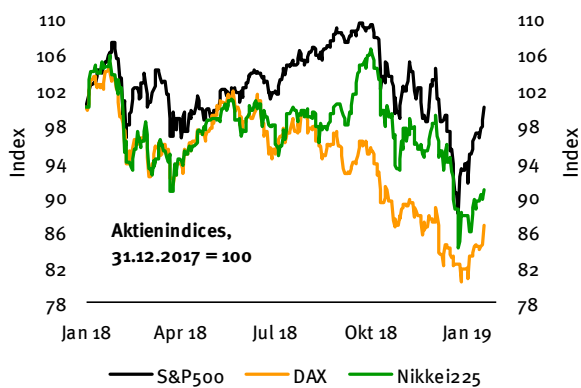
... gleichzeitig engten sich die Spreads an den Anleihenmärkten auf breiter Front ein.

Brexits gestiegen, gleichzeitig haben auch die Hoffnungen auf ein zweites Referendum Auftrieb erfahren (siehe unseren Kommentar: *Auf dem Weg zum zweiten Referendum*). Grossbritannien könnte somit möglicherweise doch noch in der EU verbleiben.

Zusammengenommen hat sich die Stimmung auf breiter Front aufgehellt, was sich insbesondere an den Aktienmärkten in einer Erholungsrallye niederschlug (vgl. Abbildung 21). Seit dem Tiefpunkt im Dezember gewannen der NASDAQ 16%, der S&P500 14%, der brasilianische Bovespa-Index 13%, der Nikkei225 10%, der DAX 9% und der Eurostoxx50 8%.

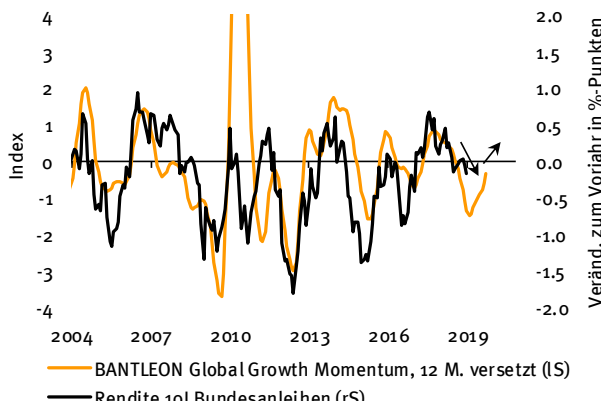
An den Anleihenmärkten herrscht auf den ersten Blick das gleiche Bild. Nachdem sich die europäischen High-Yield-Spreads (im Vergleich zu Staatsanleihen) in den vergangenen Monaten von 250 auf 520 Bp mehr als verdoppelt haben, hat sich die Lage zuletzt wieder entspannt. Die Risikoaufschläge engten sich auf 460 Bp ein. Ähnliches gilt für die Spreads von Peripherie-Staatsanleihen. Während die italienischen Risikoaufschläge erstmals seit September unter 250 Bp gefallen sind, nähern sich die spanischen der 100-Bp-Marke (jeweils 10-jährige Laufzeiten)

Abbildung 21: Einmal tief durchatmen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 22: Bund-Renditen sollten im Laufe des Jahres die Kurve kriegen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON; Fed-Funds-Rate versus geschätzter neutraler Leitzins

Merkwürdigerweise haben aber auch Bundesanleihen leichte Kuravancen verzeichnet.

Wir rechnen allerdings damit, dass im Laufe des 1. Quartals die Risk-off-Stimmung nochmals zurückkehrt; ...

Aus der Reihe tanzten einmal mehr Bundesanleihen, die keineswegs abgestraft wurden, sondern seit Jahresbeginn ebenfalls zu den Gewinnern zählen und ihren übergeordneten Aufwärtstrend fortsetzten. Sie profitierten von den dovishen Signalen der Geldpolitik (die zugleich die Aktienmärkte beflügelten) und den zuletzt schwachen Teuerungsdaten, welche die Inflationserwartungen nach unten drückten. Die Entwicklung zeigt aber auch, dass nach wie vor eine gehörige Portion Vorsicht an den Märkten vorhanden ist und somit noch keine generelle Flucht aus den sicheren Häfen eingesetzt hat. Dies spiegelt sich ebenfalls im Goldpreis wider, der nach der Hausse im Dezember sein Niveau (gut 1.280 USD) im Januar zumindest gehalten hat.

Mit Blick voraus schliessen wir nicht aus, dass die Erholung bei Risikoassets noch einige Zeit anhält. Vor allem wenn ein Durchbruch in den Handelsgesprächen zwischen den USA und China vermeldet wird, könnte dies nochmals für eine Euphoriewelle sorgen. Einen Freifahrtschein für Risikoassets wollen wir dennoch nicht ausstellen. **Stattdessen gehen wir davon aus, dass die Risk-off-Stimmung im Laufe des 1. Quartals nochmals zurückkehrt.**

... unter anderem sollten negativen Nachrichten aus China erneut nachhaltige Zweifel an der weltwirtschaftlichen Erholung schüren ...

... und in der Folge die Aktienmärkte auf Talfahrt schicken.

Erst wenn der globale Konjunkturtrend wieder eindeutig nach oben zeigt, wovon wir frühestens im 2. Quartal 2019 ausgehen, ...

... hellen sich die Rahmenbedingungen für Risikoassets grundsätzlich auf.

Gleichzeitig wäre damit auch der Boden für die Zinswende in der Eurozone bereitet; ...

... die Bund-Renditen sollten in der zweiten Jahreshälfte kräftig anziehen.

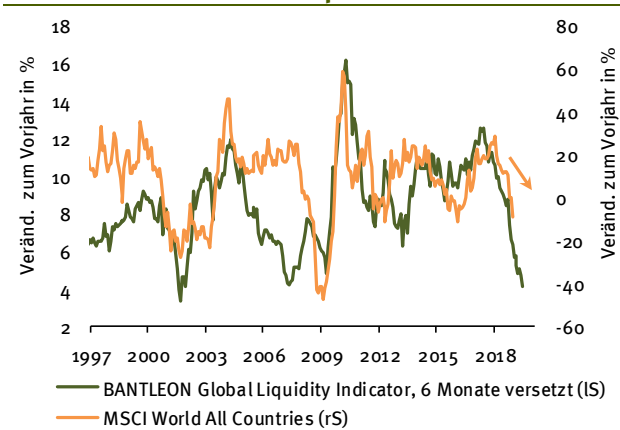
Vor allem dürften negative Konjunkturdaten das Umfeld belasten und den Investoren vor Augen führen, dass der zyklische Tiefpunkt (weltweit und in der Eurozone) noch nicht durchschritten ist. Mit Gegenwind rechnen wir primär aus China, dessen Konjunktur sich vorerst weiterhin in schwierigem Fahrwasser befindet (siehe *China*). Gleichzeitig sollten die US-Daten zumindest belegen, dass der zyklische Schwung im laufenden Jahr nachlässt. In der Eurozone werden sich zwar die realwirtschaftlichen Daten erholen, die offiziellen Frühindikatoren dürften aber bestenfalls eine Bodenbildung vollziehen.

In Anbetracht dessen erwarten wir, dass in den nächsten Wochen nochmals Rezessionsängste aufkommen und in diesem Zuge die europäischen Aktienmärkte die zyklischen Tiefststände vom Dezember testen (DAX: 10.200). Die US-amerikanischen Börsen sollten derweil auf die Werte vom Jahresbeginn abtauchen (S&P500: 2.450). Umgekehrt rechnen wir damit, dass die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen das Jahres-Low von 0,15% ins Visier nehmen.

Die Sorgen um die Weltwirtschaft werden erst dann abebben, wenn klar erkennbar wird, dass die von der chinesischen Regierung lancierten Stimuli Früchte tragen und das Reich der Mitte konjunkturell wieder Tritt fasst. Vor allem aufseiten der deutschen Exporteure sollte dies zum Aufatmen führen und eine Exportbelebung in Gang setzen. Damit rechnen wir allerdings frühestens im 2. Quartal. Es wäre zugleich der Startschuss für eine konjunkturelle Belebung in der Eurozone, die auch an den Aktienmärkten auf fruchtbaren Boden fallen würde. **DAX und Eurostoxx50 sollten sich in Wellen nach oben bewegen und das Jahr deutlich im Plus beenden** (vgl. Tabelle).

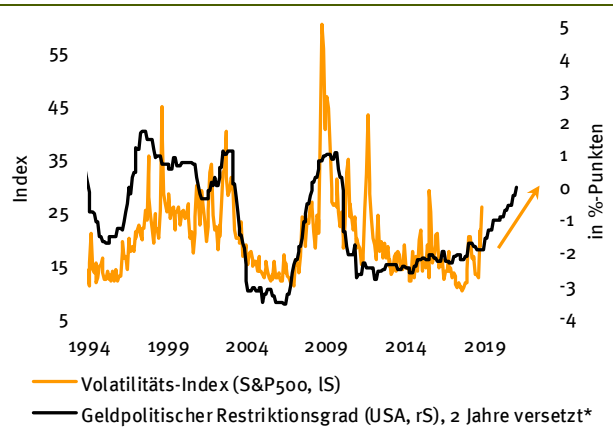
Mit der konjunkturellen Stabilisierung wäre zugleich die Basis für die erste Leitzinserhebung im Dezember 2019 bereitet. Die Anleihenmärkte werden dies bereits im Sommer antizipieren. Jedem wäre überdies klar, dass es nicht bei einer Straffung bliebe. **Die Bund-Renditen dürften entsprechend über alle Laufzeiten hinweg kräftig anziehen** (vgl. Abbildung 22) und dabei die Höchststände von Anfang 2018 übertreffen. Bei 10-jährigen Laufzeiten rechnen wir für Ende 2019 mit einem Niveau von knapp 1,0%.

Abbildung 23: Die Geldpolitik entzieht den Märkten Liquidität ...



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 24: ... und sorgt damit für zunehmende Volatilität an den Märkten



Quellen: Bloomberg, BANTLEON; Fed-Funds-Rate versus geschätzter neutraler Leitzins

Ein wolkenloses Umfeld wie 2016/2017 zeichnet sich gleichwohl nicht ab; ...

Alles in allem gehen wir davon aus, dass im Laufe des Jahres die Risk-on-Stimmung die Oberhand gewinnt und Risikoassets gegenüber den sicheren Häfen outperformen. Allerdings dürfte die Entwicklung bei Weitem

nicht so glatt verlaufen wie in den Jahren 2016/2017, als sich der Optimismus nahezu ungebrochen durchsetzte. Stattdessen rechnen wir mit einem sehr volatilen und von vielen Rückschlägen geprägten Umfeld.

... vielmehr dürfte allein der Weg zur konjunkturellen Trendwende mit Stolpersteinen gesät sein.

Bereits der Weg bis zur möglichen konjunkturellen Trendwende ist von Stolpersteinen gesät. Zu nennen sind die zahlreichen politischen Konfliktfelder, die jederzeit eskalieren können: vom Brexit bis zu den drohenden US-Importzöllen auf Autos. Darüber hinaus könnte es innerhalb der Eurozone erneut zu Spannungen kommen – etwa im Umfeld der Europawahlen im Mai oder weil eine der vielen instabilen Regierungen (Italien, Spanien, Griechenland) zerbricht.

Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass die US-Wirtschaft stärker einbricht als gedacht; ...

Das grösste Rückschlagsrisiko geht jedoch von der US-Konjunktur und der Geldpolitik aus. In unserem Basisszenario unterstellen wir, dass sich das Wachstum in den USA im laufenden Jahr nur moderat abschwächt. Das Risiko besteht jedoch in einem steileren Abwärtstrend, was nicht nur die US-Aktienbörsen, sondern die globalen Märkte unter Druck setzen würde.

... das grösste potenzielle Abwärtsrisiko geht indes von der Geldpolitik aus, ...

Sodann ist die Geldpolitik trotz der zuletzt dovishen Tonlage der Fed und der EZB spätestens seit Ende 2017 auf restriktiveren Kurs eingeschwenkt. Seitdem schrumpfen die Notenbankbilanzen (vgl. Abbildung 18) und sinkt das globale Geldmengenwachstum (vgl. Abbildung 23). Einer der wichtigsten Triebkräfte der Aktienmärkte befindet sich damit auf dem Rückzug. **Wie Abbildung 24 zeigt, geht mit steigendem Restriktionsgrad der Geldpolitik automatisch eine grössere Volatilität an den Märkten einher.** Dies wird auch dieses Jahr der Fall sein. Letzteres gilt umso mehr, als die Fed eine erneute Erholung an den Märkten zum Anlass nehmen wird, doch noch an der Zinsschraube zu drehen. Parallel wird auch die EZB jedes mögliche Zeitfenster nutzen, um endlich die Periode der Negativzinsen zu beenden. Beides kommt aber an den Aktienmärkten nicht gut an.

... die den Märkten Liquidität entzieht, was im Laufe des Jahres zu kräftigen Kursauschlägen führen sollte.

Fazit: 2019 dürften Risikoassets wieder outperformen, zugleich ist das Rückschlagsrisiko jedoch gross.

Alles in allem sollte das Jahr 2019 für Risikoassets erfreulicher ausfallen als 2018 – vorausgesetzt unser Basisszenario einer moderaten weltwirtschaftlichen Erholung tritt ein. Gleichzeitig lauern vielerorts Risiken. Entsprechend gross ist die Wahrscheinlichkeit von Kursrückschlägen. Damit einher geht die Gefahr, dass der Investor gerade zum falschen Zeitpunkt einsteigt. Mit Blick über 2019 hinaus drohen überdies weitere dunkle Wolken aufzuziehen: Der US-Aufschwung neigt sich dem Ende zu. Gleichzeitig sind die geld- und fiskalpolitischen Spielräume bereits weit ausgereizt.

BANTLEON Prognosen		Mär 18	Jun 18	Sep 18	Dez 18	Mär 19	Jun 19	Sep 19	Dez 19	Mär 20	Jun 20
Renditen	Fed-Funds (Obergrenze)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
	10J Treasuries	2.74	2.86	3.06	2.68	2.65	2.40	2.40	2.60	2.70	2.80
	EZB-Einlagensatz	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	0.00	0.25
	10J Bundesanleihen	0.50	0.30	0.47	0.24	0.15	0.30	0.60	0.90	1.10	0.90
Spreads (Bp)	Bund / Pfandbriefe (10J)	36	45	44	56	65	55	50	45	40	45
	Bund / Unternehmensanleihen	83	105	100	136	160	140	130	120	100	110
	Bund / Hochzinsanleihen	315	386	354	502	550	500	450	400	375	390
Aktien	DAX	12'096	12'306	12'246	10'558	10'200	11'000	11'800	12'500	13'000	12'500
	Eurostoxx50	3'361	3'395	3'399	3'001	2'900	3'100	3'300	3'500	3'650	3'500
	SMI	8'740	8'609	9'087	8'429	8'100	8'600	9'200	9'700	10'000	9'700
	S&P500	2'640	2'718	2'913	2'506	2'450	2'400	2'450	2'500	2'600	2'700

Emerging Markets

Freundlicher Jahresauftakt in allen Emerging Markets Assets; ...

Sowohl die Aktien als auch die Anleihen aus den Emerging Markets haben zum Jahresanfang eine beeindruckende Rallye hingelegt. Die sich abzeichnende Verbesserung der Rahmenbedingungen hatten wir in unserer letzten Analyse bereits beschrieben. Den freundlichen Jahresauftakt führen wir vor allem auf die zurückhaltenden Worte der Fed hinsichtlich weiterer Zinsanhebungen zurück. Der daraufhin schwächere Dollar gab Emerging-Markets-Anlagen postwendend den nötigen Auftrieb.

... weiterer Rückenwind möglich – schwacher Dollar und China bleiben bestimmend.

Zusätzlichen Rückenwind könnte eine Beilegung des Handelskonfliktes zwischen den USA und China bedeuten. Gerade hier dürften die Marktteilnehmer in den nächsten Wochen sehr gespannt auf die Verhandlungsergebnisse zwischen den beiden Nationen schauen. Als dritter positiver Faktor könnte sich – aufgrund der Abhängigkeit von Rohstoffen und Exporten – eine Stabilisierung der globalen Konjunktur und hier vor allem Chinas erweisen. Entsprechend positiv wurde von den Märkten die Senkung des Mindestreserve-satzes durch die chinesische Zentralbank und die Ankündigung von Steuer-senkungen durch das Finanzministerium aufgenommen (siehe *China*).

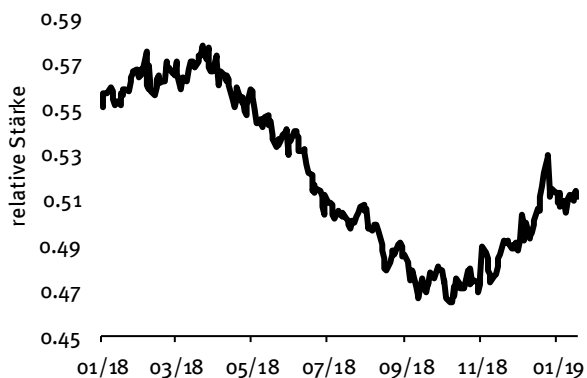
Markttechnische Unterstützung sowohl für Aktien als auch Anleihen.

Markttechnisch hat sich beim Aktienindex MSCI Emerging Markets gegenüber dem MSCI World seit Oktober eine beachtliche relative Stärke entwickelt. Dies spricht für zunehmende Nachfrage seitens globaler Anleger (vgl. Abbildung 25). Die Rendite der breiten Emerging-Markets-Anleihenindizes haben im Herbst die obere Bandbreite ihrer mehrjährigen Range getestet und sind nach Süden gedreht (vgl. Abbildung 26), sodass hier – allein aus markt-technischen Gründen – mit weiter rückläufigen Renditen gerechnet werden kann.

Aktienexposure wurde bereits erhöht. Breite Streuung bleibt unerlässlich.

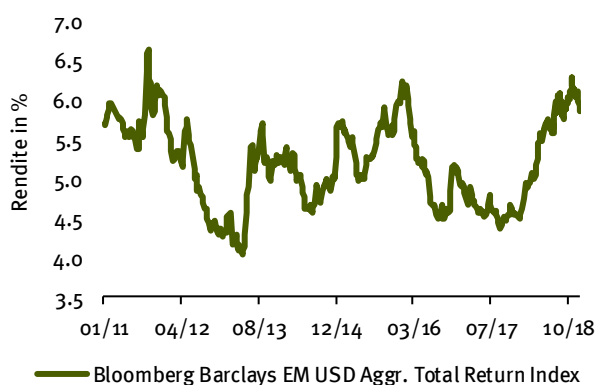
Wir haben den Anteil von Emerging-Markets-Aktien in den ersten Handelstagen des neuen Jahres erhöht. Auf der Anleienseite bevorzugen wir unverändert einen sehr breit gestreuten Mix vor allem lateinamerikanischer und osteuropäischer Emittenten unter Vermeidung der ausgesprochenen High-Yield-Adressen.

Abbildung 25: MSCI Emerging Markets mit relativer Stärke gegenüber MSCI World



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 26: Renditen an zyklischen Hochs – Abprallen am oberen Ende der Bandbreite



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Strategischer Ausblick – von Dr. Andreas A. Busch

Auf den überraschend starken Aktienmarkteinbruch Ende 2018 folgte eine bemerkenswerte Erholung; ...

... ungeachtet dieser zuletzt erfreulichen Entwicklung bleibt aber Vorsicht geboten.

Die weltweite Wachstumsdynamik dürfte ausgehend von China zunächst weiter nachlassen; ...

... erst im Frühjahr ist hier eine Wende zum Besseren zu erwarten – ...

... den Börsen droht mithin von dieser Seite kurzfristig weiterer Gegenwind.

Sollte die chinesische Wirtschaft dann tatsächlich Fahrt aufnehmen, rückt der US-Ab-schwung in den Fokus; ...

... daneben mahnt der Liquiditätsentzug der Notenbanken zur Vorsicht.

Fazit: Das wirtschaftliche Umfeld für die Börsen bleibt 2019 herausfordernd; ...

... zunächst dominieren die belastenden Faktoren ...

... und anschliessend ist der Weg zu höheren Kursen mit grossen Risiken gepflastert.

So überraschend sich der Abwärtstrend an den weltweiten Aktienmärkten Ende vergangenen Jahres beschleunigt hatte, so eindrucksvoll konnte sich die Lage seit dem Jahreswechsel wieder stabilisieren. Die Ankündigung einer Pause im Zins-erhöhungszyklus durch die US-Notenbank und die beschwichtigenden Äusserungen zum Handelsstreit durch die Regierung *Trump* reichten im Grossen und Ganzen aus, um die US-Märkte um knapp 15% (S&P500) und die europäischen um knapp 10% (DAX) zulegen zu lassen. Ein gutes Omen für das Aktienjahr 2019?

Wir sind skeptisch. Unserer Einschätzung nach ist weiterhin Vorsicht geboten. Zum einen kann mit Blick auf das weltweite Wirtschaftswachstum – als wichtigem Treiber der Börsen – noch keine Entwarnung gegeben werden. Vor allem in China, das mit seinem Abschwung 2018 als zentraler Bremsklotz für viele export-abhängige Volkswirtschaften fungierte, ist der Trend noch nach unten gerichtet. Die Nachwirkungen der Deleveraging-Bemühungen des Vorjahres dürften zu-nächst noch die Konjunktur bremsen. Zwar sind inzwischen erste Anzeichen einer erneut anziehenden Kreditvergabe auszumachen. Wegen der üblichen Wir-kungsverzögerungen sollte das Wirtschaftswachstum dadurch aber erst im Laufe des 2. Quartals angeschoben werden.

In der Folge ist auch für die Eurozone frühestens in einigen Monaten mit neuem Rückenwind vom Welthandel zu rechnen. Bis dahin dürfte der übergeordnete Wachstumstrend abwärts gerichtet sein – die Wahrscheinlichkeit für enttäuschende Konjunktur- und Unternehmensmeldungen bleibt mithin hoch. Darüber hinaus werden weiterhin Zweifel auf den Börsen lasten, ob es der chinesischen Führung überhaupt gelingt, die Wirtschaft wie gewollt anzuschieben.

Selbst wenn Peking erfolgreich ist, hellt sich aber das weltwirtschaftliche Umfeld nicht automatisch auf. Im Gegenzug zu China wird dann nämlich die US-Wirt-schaft an Schwung verlieren. Hier bremsen die seit Mitte 2016 massiv gestiegenen Zinsen ebenso wie der ausklingende Fiskalstimulus vom Anfang des vergangen-ten Jahres. Vieles spricht zwar dafür, dass die weltweit grösste Volkswirtschaft nur langsam an Fahrt verliert, sodass die von dieser Seite ausgehenden Belastungen auf die Weltwirtschaft weniger schwer wiegen als der neu aufkommende Rückenwind aus China. Die Risiken einer deutlicheren Abkühlung in den USA sind jedoch unverkennbar und damit eine ernst zu nehmende Hypothek für den Finanzmarktausblick 2019.

Zur Vorsicht mahnt darüber hinaus der weltweite Regimewechsel der Geldpoli-tik. Der Rückenwind, der in den zurückliegenden Jahren durch die Ausweitung der Notenbankbilanzen entstanden war, hat sich im Zuge der Einstellung von Ankaufprogrammen (EZB, BoE) bzw. Anleihenverkäufen (Fed) inzwischen in Gegenwind verwandelt. Dieser Liquiditätsentzug sorgt nicht nur für konjunktu-relle Bremseffekte, sondern lässt auch die Finanzmärkte anfälliger werden für Kursschwankungen.

Alles in allem sollte man sich daher durch die jüngsten Kursavancen nicht täu-schen lassen. Das wirtschaftliche Umfeld bleibt 2019 herausfordernd. Zunächst dürften am Jahresanfang weitere konjunkturelle Enttäuschungen in China und der Eurozone belasten. Später im Jahr sorgt dann die Wachstumsverlangsamung in USA für neue Verunsicherung. Wenn alles gut geht – vor allem wenn die chi-nesische Wirtschaft wieder auf die Beine kommt –, könnten die europäischen Märkte zwar am Jahresende ein respektables Plus aufweisen. Der Weg dorthin sollte indes sehr turbulent verlaufen und ist mit gehörigen Risiken gepflastert.

Wichtige Termine der Woche vom 21.01.2019 – 25.01.2018

Montag, 21.01.2019

<i>USA:</i>	Feiertag (<i>Martin Luther King Day</i>)	
<i>China:</i>	Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze (Dez.)	3.00 Uhr
	Bruttoinlandsprodukt (4.Qu./2018)	3.00 Uhr
<i>Deutschland:</i>	Erzeugerpreise (Dez.)	8.00 Uhr
<i>Belgien:</i>	Verbrauchervertrauen (Jan.)	15.00 Uhr

Dienstag, 22.01.2019

<i>Eurozone:</i>	Bank Lending Survey der EZB (1.Qu./2019)	10.00 Uhr
<i>Deutschland:</i>	ZEW-Konjunkturbarometer (Jan.)	11.00 Uhr
<i>Österreich:</i>	Auktion 10-jähriger Staatsanleihen i.H.v. ca. 4 Mrd. EUR	11.00 Uhr
<i>USA:</i>	Verkäufe bestehender Einfamilienhäuser (Dez.)	16.00 Uhr

Mittwoch, 23.01.2019

<i>Japan:</i>	Handelsbilanz (Dez.)	0.50 Uhr
<i>Frankreich:</i>	Unternehmensvertrauen (Jan.)	8.45 Uhr
<i>Deutschland:</i>	Auktion 5-jähriger Bundesanleihen i.H.v. 4 Mrd. EUR	11.30 Uhr
<i>Eurozone:</i>	Verbrauchervertrauen, erste Schätzung (Jan.)	16.00 Uhr

Donnerstag, 24.01.2019

<i>Japan:</i>	Leading Indicator des Cabinet Office (Nov.)	6.00 Uhr
<i>Eurozone:</i>	Einkaufsmanagerindikatoren, erste Schätzung (Jan.)	10.00 Uhr
<i>Frankreich:</i>	Auktion 3- bis 5-jähriger Staatsanleihen i.H.v. ca. 8 Mrd. EUR	10.50 Uhr
<i>Eurozone:</i>	EZB-Zinsentscheid	13.45 Uhr
<i>USA:</i>	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	14.30 Uhr
	Markit-Einkaufsmanagerindex, verarb. Gewerbe, erste Schätzung (Jan.)	15.45 Uhr

Freitag, 25.01.2019

<i>Deutschland:</i>	IFO-Geschäftsklima (Jan.)	10.00 Uhr
<i>USA:</i>	Auftragseingänge langlebiger Güter (Dez.)	14.30 Uhr
<i>Belgien:</i>	Unternehmensvertrauen (Jan.)	15.00 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.