

Financial Market Monitor

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

17. Dezember 2018

Kapitalmarktanalyse
Anlagemanagement

Inhalt

Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

Dr. Andreas A. Busch
Senior Analyst
Economic Research

Rosemarie I. Baumann
Senior Portfolio Manager

Weltwirtschaft	1
Federal Reserve	4
Eurozone	5
Europäische Zentralbank	7
Finanzmärkte	9
Credit-Analyse	12
Strategischer Ausblick	13
Wichtige Termine der Woche	14

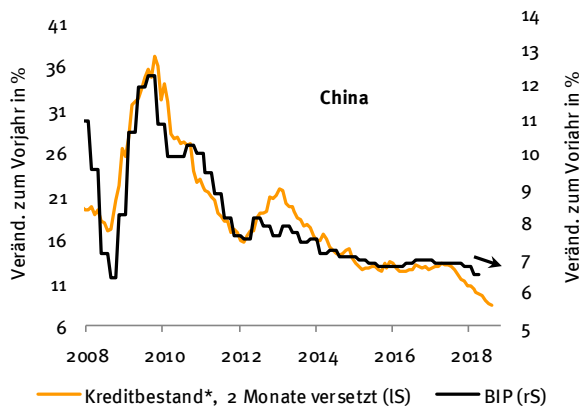
Weltwirtschaft

Chinas Wirtschaft verliert weiter an Schwung; ...

... das BIP-Wachstum dürfte in Q4 erneut merklich nachgeben ...

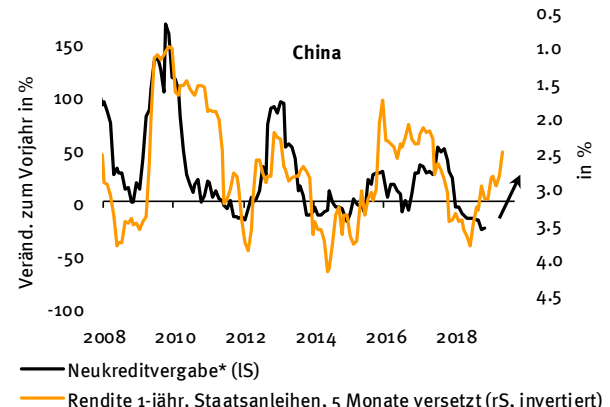
Chinas Wirtschaft verliert zum Ende des Jahres weiter an Kraft. Was die Einkaufsmanagerindikatoren bereits angekündigt hatten, wurde von den November-Aktivitätsdaten bestätigt. Mit +5,4% nach +5,9% sackte das Wachstum der Industrieproduktion auf den tiefsten Stand seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 ab. Enttäuscht haben daneben die Konsumdaten. Die Einzelhandelsumsätze legten nur noch um 8,1% gegenüber dem Vorjahr zu (nach +8,6%), was sogar ein 15-jähriger Negativrekord ist. **Unsere Prognose eines in Q4 erneut nachgebenden BIP-Wachstums wird somit vollauf bestätigt und es wächst das Risiko, dass sich die Wachstumsrate nicht nur um ein Zehntel, sondern um zwei Zehntel von 6,5% auf 6,3% abschwächt.**

Abbildung 1: Deleveraging bremst Wachstum



Quellen: PBC, NBS, BANTLEON; *Bankkredite und alternative Finanzierungsinstrumente

Abbildung 2: Tiefere Zinsen machen Hoffnung



Quellen: PBC, Bloomberg, BANTLEON; *Bankkredite und alternative Finanzierungsinstrumente

... und die lethargische Kreditvergabe deutet darauf hin, dass die Wachstumsdynamik Anfang 2019 sogar nochmals nachlässt; ...

... anschliessend könnte es jedoch zu einer vorübergehenden Stabilisierung kommen.

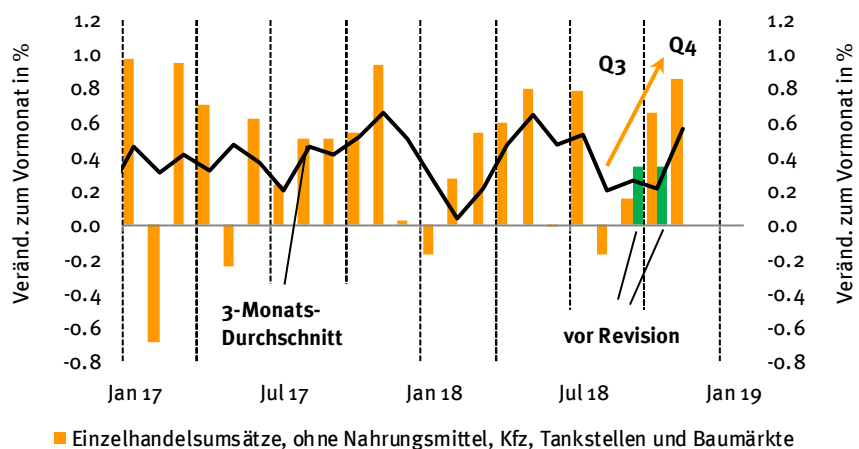
In den USA ist dagegen von Schwäche nach wie vor nicht viel zu sehen; ...

Mit Blick voraus lassen die jüngsten Kreditdaten bislang keine substanzielle Besserung der Lage erkennen. Dem üblichen saisonalen Muster entsprechend zog die Neukreditvergabe zwar im November spürbar an (1.519 Mrd. Yuan nach 743 Mrd. Yuan). Im Vorjahresvergleich schlägt mit -20,6% indes immer noch ein grosser Rückgang zu Buche. Im Einklang damit setzte das Wachstum des Kreditbestandes seinen Abwärtstrend ungebremst fort. Mit +8,3% nach +8,6% sackte das Expansionstempo auf einen neuen zyklischen Tiefststand ab. **Wie die Gegenüberstellung in Abbildung 1 zeigt, deutet das auf eine weitere Abschwächung des BIP-Wachstums im kommenden Quartal hin.**

Ungeachtet dieses kurzfristig skeptischen Ausblicks gibt es indes einzelne Hinweise, wonach sich mittelfristig die Perspektiven aufhellen könnten. Die zuletzt zurückgefahrenen Deleveraging-Bemühungen der chinesischen Regulierungsbehörden haben zusammen mit drei Mindestreservesatz-Senkungen durch die Notenbank (in den zurückliegenden sieben Monaten) zu einer spürbaren Lockerung der Finanzierungsbedingungen geführt. Das verdeutlicht unter anderem der merkliche Rückgang der Staatsanleihenrenditen, die bei 1-jährigen Laufzeiten mit 2,50% den tiefsten Stand seit zwei Jahren erreicht haben. Wie in Abbildung 2 zu erkennen ist, **stehen vor diesem Hintergrund die Chancen nicht schlecht, dass sich das aktuell lethargische Kreditwachstum wieder beschleunigt und in der Folge im Laufe der ersten Hälfte des kommenden Jahres auch das BIP-Wachstum wieder leicht anzieht.** Die bevorstehende Einkommenssteuersenkung und die Halbierung der Umsatzsteuer auf Kleinwagen ab dem Jahresanfang dürfte zusätzliche Impulse für eine vorübergehende Stabilisierung der konjunkturellen Lage liefern.

Anders als in China dominieren in den USA nach wie vor die Belege für eine anhaltend boomende Wirtschaft. In der vergangenen Woche stachen dabei besonders die Einzelhandelsumsätze vom November positiv hervor. Sie legten in der Kernreihe (u.a. ohne Kfz-Händler, Tankstellen und Baumärkte) mit 0,9% mehr als doppelt so kräftig zu wie vom Konsensus erwartet (+0,4%). Daneben wurde das Oktober-Plus von 0,3% auf 0,6% deutlich nach oben angehoben, was die Abwärtskorrektur des Septembers von +0,3% auf +0,2% mehr als wettmachte.

Abbildung 3: US-Konsum im Aufwind



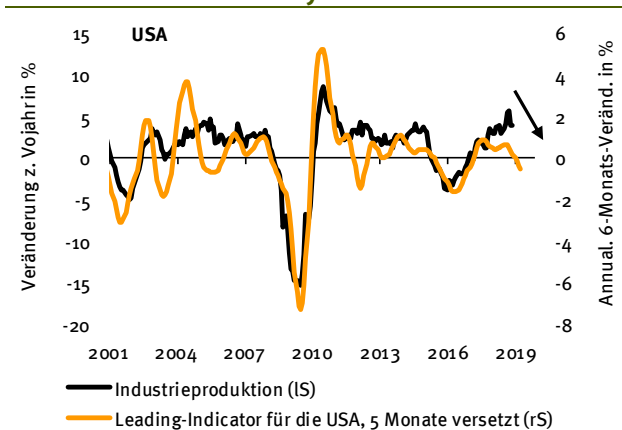
Quellen: Census Bureau, BANTLEON

... die Konsumenten sind ausgabenfreudig wie lange nicht ...

... und treiben damit das Wirtschaftswachstum an; ...

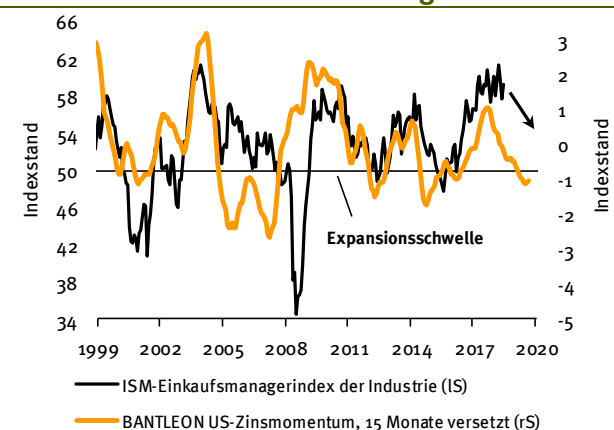
Der aktuelle Trend beim Einzelhandel ist damit klar nach oben gerichtet (vgl. Abbildung 3). Gleichzeitig deuten die neuen Zahlen darauf hin, dass der private Konsum in der BIP-Statistik im laufenden Quartal um knapp 4,0% zulegen dürfte (annual. gegenüber dem Vorquartal) und damit das überdurchschnittliche Expansionstempo der vorangegangenen beiden Vierteljahre (Ø +3,7%) sogar übertrifft. **Wir rechnen daraufhin in Q4 mit einem BIP-Zuwachs am oberen Ende unseres aktuellen Prognosebandes von 2,5% bis 3,0% und sehen nun sogar Chancen für einen Wert über 3,0%.**

Abbildung 4: Die Anzeichen für eine nachlassende Wachstumsdynamik nehmen zu ...



Quellen: Federal Reserve, OECD, BANTLEON

Abbildung 5: ... steigende Zinsen stellen dabei eine zentrale Belastung dar



Quellen: ISM, Bloomberg, BANTLEON

... gleichwohl – auch in der grössten Volkswirtschaft ziehen langsam dunkle Wolken am Konjunkturhimmel auf.

Bei aller Freude über die aktuell rund laufende US-Wirtschaft darf indes nicht übersehen werden, dass sich der Ausblick für das kommende Jahr sukzessive eintrübt. Wie wir an dieser Stelle bereits des Öfteren erläutert haben, sorgen zum einen die ausklingenden fiskalischen Stimuli vom Anfang des vergangenen Jahres für eine schrittweise Verlangsamung des Wachstumstempos. Zum anderen erzeugen die gestiegenen Zinsen mehr und mehr Gegenwind. Der Wohnungsbau wurde dadurch schon erheblich gebremst (vgl. FMM vom 26. November 2018). Im Laufe der kommenden Quartale dürften auch die Unternehmensinvestitionen von dieser Seite einen immer grösser werdenden Dämpfer erhalten. Darauf deuten nicht nur unsere weiter vorauslaufenden Frühindikatoren hin (vgl. Abbildung 5) – auch die öffentlich zugänglichen Leading Indicator zeigen in diese Richtung (vgl. Abbildung 4).

Der Datenkalender in den letzten Tagen vor Weihnachten ist in den USA dicht besetzt.

In den kommenden Tagen sollte der dicht besetzte US-Datenkalender den zweigeteilten Ausblick der weltweit grössten Volkswirtschaft bestätigen. So rechnen wir auf der einen Seite mit einem deutlichen Plus der privaten Konsumausgaben im November (+0,4% nach +0,3%). Auf der anderen Seite dürfte eine moderate Abschwächung bei den ersten Geschäftsklimaumfragen für Dezember die sich langsam eintrübenden Perspektiven widerspiegeln. Beim Index der New York-Fed gehen wir von einer Abkühlung aus (17,0 nach 23,3 Punkten). Das Pendant der Philadelphia-Fed sollte nach dem deutlichen Vormonatsrückgang eine allenfalls geringe Gegenbewegung vollziehen (14,0 nach 12,9 Punkten).

Federal Reserve

Es ist nahezu unumstritten, dass die Fed am kommenden Mittwoch zum vierten Mal in diesem Jahr die Leitzinsen anheben wird; ...

... weniger klar ist, inwieweit die Forward Guidance modifiziert wird ...

... und welche Anpassungen an den Makro- und Zinsprognosen vorgenommen werden; ...

... wir erwarten eine Abwärtskorrektur der Dots – 2019 dürfte nur noch mit zwei Zins-schritten gerechnet werden; ...

... die Fed würde damit auf unsere Prognose einschwenken; ...

... in unserem Risikoszenario ist sogar nur ein 25-Bp-Zinsschritt möglich; ...

... die Finanzmärkte sind noch skeptischer, was wir kurzfristig für übertrieben halten; ...

... längerfristig ist indes tatsächlich mit einer ausgedehnten Pause im Zinserhöhungszyklus zu rechnen.

Am kommenden Dienstag und Mittwoch tritt der Offenmarktausschuss der US-Notenbank zu seiner letzten regulären Sitzung in diesem Jahr zusammen. In Anbetracht der anhaltend robusten Konjunkturdynamik dürften die Währungshüter ihre bisherige Marschrichtung beibehalten und die Leitzinsbandbreite zum vierten Mal in diesem Jahr um 25 Bp anheben, auf 2,25% bis 2,50%.

Während dieser Schritt im Grossen und Ganzen als ausgemacht gilt, wird mit Spannung beobachtet, inwieweit die FOMC-Mitglieder ihre Makro- und Zinsprojektionen anpassen und ob die seit Langem verwendete Forward Guidance modifiziert wird. Im Protokoll zur vorangegangenen FOMC-Sitzung war zu lesen, dass die Währungshüter früher oder später die Aussage »die Leitzinsen werden weiterhin graduell angehoben« streichen und stattdessen stärker die Datenabhängigkeit der künftigen geldpolitischen Schritte betonen wollen.

Was die Makroprognosen angeht, sollten die zuletzt etwas schwächeren Teuerungsdaten dafür sorgen, dass die Erwartungen an die Kerninflationsrate im Schlussquartal dieses Jahres leicht nach unten korrigiert wird. Wir gehen von einer Revision von 2,0% auf 1,8% bis 1,9% aus. An den für die Folgejahre prognostizierten 2,1% dürfte sich hingegen nichts ändern.

Daneben ist es nach den dovishen Wortmeldungen einiger FOMC-Vertreter in den zurückliegenden Wochen sehr wahrscheinlich, dass die sogenannten Dots – die Punktprognosen der Währungshüter zum Leitzinsniveau am Ende der kommenden Jahre – nach unten wandern. Es müssten nur wenige FOMC-Mitglieder ihre Erwartungen herunterschrauben, damit der Median für das kommende Jahr neu zwei statt bisher drei 25-Bp-Zinsschritte anzeigt.

Die Fed würde sich mit dieser Anpassung unserer bereits seit Langem vertretenen Prognose zweier Zinserhöhungen im Jahr 2019 anschliessen. Angesichts der zuletzt wieder etwas schwächeren Inflationsdynamik sehen wir es zunehmend als Risiko an, dass die Notenbank sogar nur noch ein Mal die Zinszügel anzieht. Die Investoren an den Geldterminmärkten sind inzwischen sogar noch skeptischer – hier ist eine Zinserhöhung um 25 Bp im kommenden Jahr nur noch zu rund 75% eskomptiert.

Wir halten dieses Szenario der Finanzmärkte jedoch kurzfristig für zu pessimistisch. Die Wachstumsdynamik wird nach unserer Einschätzung zunächst nur langsam abnehmen. Im Zusammenspiel mit einem moderat anziehenden Teuerungsdruck rechtfertigt das mindestens einen weiteren 25-Bp-Zinsschritt bis Mitte kommenden Jahres. Danach dürfte aber tatsächlich eine längere Pause folgen. Das Ausklingen der fiskalischen Impulse vom Anfang vergangenen Jahres und der gleichzeitig zunehmende Gegenwind durch die seit Mitte 2016 kräftig gestiegenen Zinsen werden das Wachstum massiv bremsen. In diesem Umfeld kann es sich die Fed angesichts der moderaten Inflation leisten, die Zinsen nicht weiter anzuheben. An den Geldterminmärkten sollte in diesem Umfeld sogar die Erwartung von Zinssenkungen aufkommen.

Eurozone

Die »Gelbwesten«-Proteste in Frankreich haben mit voller Wucht auf die Wirtschaftsdaten vom Dezember durchgeschlagen; ...

... der französische Composite-EMI stürzte um mehr als fünf Punkte ab und landete unter der Expansionschwelle; ...

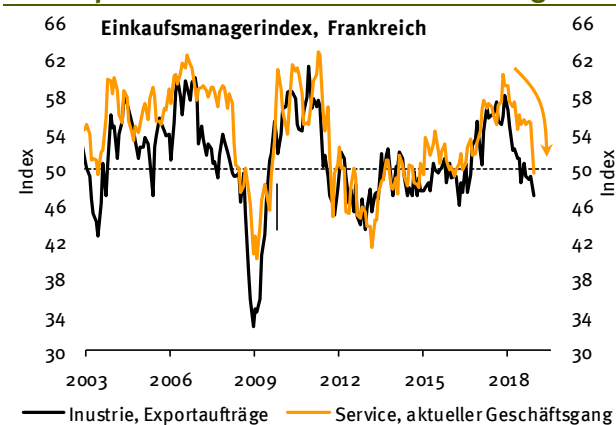
... daneben belastet aber auch weiterhin die Exportabschwächung die französische Wirtschaft; ...

... das BIP dürfte in Anbetracht dessen im Schlussquartal kaum zulegen.

Bislang hatten sich die »Gelbwesten«-Proteste in Frankreich nur im Verbrauchervertrauen, aber kaum in den Unternehmensumfragen bemerkbar gemacht. Dabei sind die Demonstrationen bereits seit Mitte November in vollem Gange. Ein exemplarisches Beispiel dafür war der Service-Einkaufsmangerindex, der selbst in der endgültigen Schätzung für November sein stattliches Niveau verteidigte (55,1 nach 55,3 Punkten im Oktober). Ein umso heftigeres Gewitter brach nunmehr aber im Rahmen der ersten Schätzung für Dezember los. Das Barometer stürzte von 55,3 auf 49,6 Punkte ab (vgl. Abbildung 6). Nur einmal in der bisherigen Historie der Umfrage (seit Mai 1998) gab es ein noch grösseres Minus. Mit in den Abgrund wurde der französische Composite-EMI gezogen (49,3 nach 54,2 Punkten), der damit erstmals seit über zwei Jahren wieder unter der Expansionschwelle liegt.

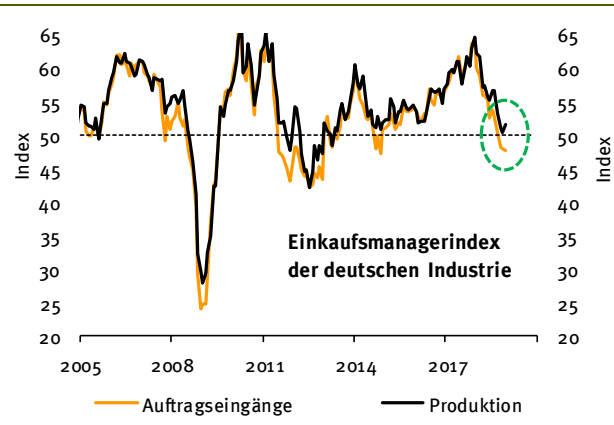
Die Industrie, die – anders als das Dienstleistungsgewerbe – bereits seit längerer Zeit unter Druck steht, leistete dazu ebenfalls ihren Beitrag. Zum Jahresende sackte auch hier der EMI unter die 50,0-Punkte-Marke (49,7 nach 50,8 Punkten). Auffallend ist, dass gerade die Exportkomponente weiter kräftig Federn lassen musste und sich zunehmend unter der Expansionschwelle festsetzt (vgl. Abbildung 6). **Mit anderen Worten, Frankreich wird derzeit von zwei Seiten in die Zange genommen: Zum einen leidet die Binnen- nachfrage unter den hausgemachten Unruhen. Zum anderen schwächt sich aber auch das aussenwirtschaftliche Umfeld weiter ab. Das französische BIP könnte in Anbetracht dessen im Schlussquartal nicht nur etwas langsamer wachsen, sondern sogar stagnieren (nach +0,4% in Q3/18).** Dies wird sich auch mässigend auf das Jahr 2019 auswirken. Das Wachstum dürfte hier kaum über 1,0% liegen (nach 1,5% 2018).

Abbildung 6: »Gelbwesten« und schwacher Export nehmen Frankreich in die Zange



Quellen: Markit, BANTLEON

Abbildung 7: Blutleeres Aufbäumen in der deutschen Industrie



Quellen: Markit, BANTLEON

Die deutsche Einkaufsmanagerumfrage fiel im Dezember nicht ganz so deprimierend aus; ...

Deutschland kam zum Jahresabschluss im Rahmen der Einkaufsmanagerumfrage weniger stark unter die Räder als Frankreich. Allerdings setzte sich auch hier der übergeordnete Abwärtstrend fort. Der Industrie-EMI verzeichnete seinen elften Rückgang in diesem Jahr und landete bei 51,5 Punkten (nach 51,8). Der Service-EMI gab zum dritten Mal in Folge nach (52,5 nach 53,3 Punkten) und beschreibt zusehends ebenfalls eine Abwärtsbewegung. Gleiches gilt für den Composite-EMI (52,2 nach 52,3 Punkten).

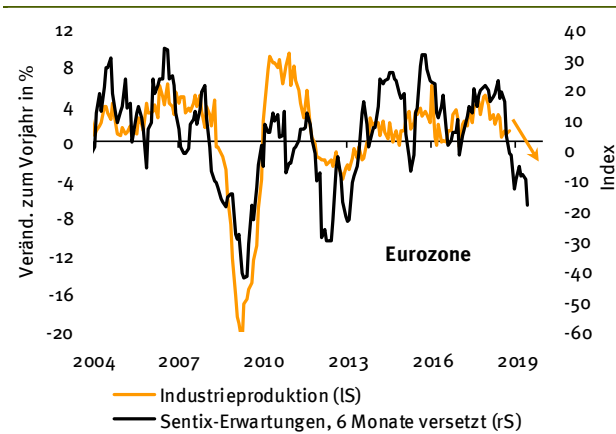
... dennoch kam es auch hier zu erneuten Rückschlägen; ...

... alles in allem hat sich die Konjunktur der Eurozone bis zum Jahresende weiter abgeschwächt.

Einen kleinen Trost stellt die Outputkomponente des verarbeitenden Gewerbes dar, die entgegen dem Trend zulegte (51,6 nach 50,3 Punkten), womit der Rückgang beim Industrie-EMI abgefedert wurde (vgl. Abbildung 7). Dies deutet darauf hin, dass die technische Erholung im Fahrzeugbau, dessen Produktion im 3. Quartal scharf eingebrochen war, im Gange ist. Allerdings wird sie von dem schwachen aussenwirtschaftlichen Umfeld abgebremst. Nach wie vor klagen die deutschen Unternehmen insbesondere über einen geringeren Bestelleingang aus China. **Ein kräftiger Wachstumsschub zum Jahresende ist demzufolge in Deutschland nicht zu erwarten.**

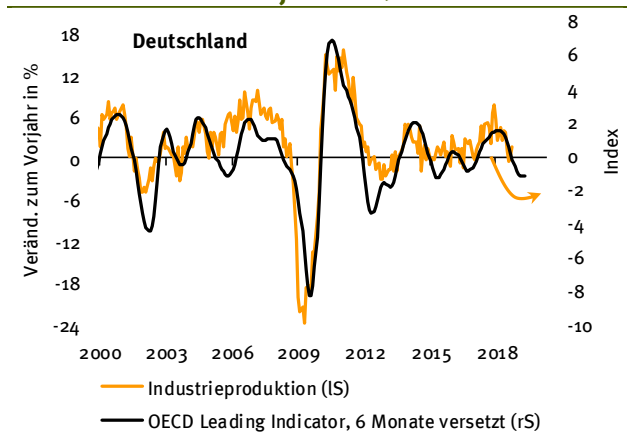
Das französische Ergebnis schlug auch auf der Ebene der Eurozone durch. Der Composite-EMI der Währungsunion wurde auf 51,3 Punkte (nach 52,7) gedrückt – den tiefsten Stand seit vier Jahren. Der Wert dürfte aufgrund des Frankreich-Schocks etwas nach unten verzerrt sein. Dennoch, in der Summe ist es auch ausserhalb der »Grande Nation« im Dezember zu einem weiteren Rücksetzer gekommen. **Mithin hat sich die Konjunktur bis zum Jahresende in der gesamten Währungsunion abgeschwächt. Es ist damit immer unwahrscheinlicher, dass auf das enttäuschende 3. Quartal eine dynamische Gegenbewegung folgt. Wir rechnen im 4. Quartal mit einem BIP-Zuwachs von +0,3% (nach +0,2% in Q3/2018, jeweils im Vergleich zum Vorquartal). Auch im 1. Quartal sollte das BIP in dieser Grössenordnung expandieren und damit weniger als halb so stark wie noch Ende 2017.**

Abbildung 8: Kurzfristig bleibt der Ausblick trübe



Quellen: Eurostat, Sentix, BANTLEON

Abbildung 9: Hoffnungsschimmer für Frühjahr 2019?



Quellen: Destatis, OECD, BANTLEON

Auch der Blick in die Zukunft fällt nicht gerade rosig aus; ...

... die ZEW-Erhebung, ...

... aber noch mehr die Sentix-Umfrage zeichnen im Dezember ein trübes Bild.

Skeptisch bleiben daneben die weiter vorauslaufenden offiziellen Frühindikatoren. Beim ZEW-Index, der die Konjunkturerwartungen für Deutschland misst, kam es im Dezember zwar zu einem überraschenden Anstieg (-17,5 nach -24,1 Punkten). Zum einen ging dieser aber von tiefem Niveau aus. Zum anderen dürfte sich darin lediglich die Hoffnung auf eine technische Erholung im deutschen Fahrzeugbau und kein generell optimistischer Ausblick widerspiegeln. Dies wird spätestens dann deutlich, wenn die Konjunkturerwartungen für die übrigen Regionen betrachtet werden, die (mit Ausnahme von Japan) allesamt deutlich rückläufig waren. So verbuchten unter anderem die ZEW-Barometer für die USA, UK, Frankreich und Italien weitere Rückschläge (jeweils die Erwartungskomponenten).

Bestätigt wurde dieses Bild von der Sentix-Erhebung, die ebenfalls aus einer Umfrage unter Finanzmarktanalysten hervorgeht. Hier herrschte im Dezember rundweg Pessimismus. Ein konjunktureller Hoffnungsträger ist nicht

Die gleiche Botschaft geht vom OECD Leading Indicator aus; ...

... lediglich in Deutschland kündigt sich hier eine Bodenbildung an; ...

... im Frühjahr könnte es somit zu einer konjunkturellen Stabilisierung kommen.

Fazit: Der Ausblick für 2019 ist in der Eurozone zweigeteilt; ...

... kurzfristig geht es weiter abwärts; ...

... für die mittlere Frist gibt es vorsichtige Anzeichen einer Erholung.

In der laufenden Woche stehen die Dezember-Ergebnisse der nationalen Geschäftsklimaindikatoren (unter anderem IFO-Barometer) ...

... sowie Inflationsdaten auf der Agenda.

mehr auszumachen. Die Befragten gehen demnach davon aus, dass die zyklische Eintrübung in China anhält und in den USA die besten Zeiten vorbei sind. Im Einklang damit sind die Erwartungen für die Eurozone auf den tiefsten Stand seit sechs Jahren gefallen (vgl. Abbildung 8).

In die gleiche Kerbe schlägt schliesslich auch noch der OECD Leading Indicator. Hier kam in den vergangenen Tagen der Novemberwert hinzu, der sich in den meisten Euroländern gegenüber Oktober weiter deutlich verschlechtert hat. Entsprechend ist die 6-Monats-Veränderung fast überall steil nach unten gerichtet. Die einzige Ausnahme stellt Deutschland dar, wo bereits ein Eindrehen beobachtbar ist (vgl. Abbildung 9). **Somit könnte es im Frühjahr in der grössten Volkswirtschaft und damit auch allmählich in der Eurozone insgesamt zu einer konjunkturellen Bodenbildung kommen.** In eine ähnliche Richtung deuten einige unserer eigenen Frühindikatoren. Diese Signale müssen sich in den nächsten Wochen aber erst noch verfestigen, damit das Bild vollends abgerundet wird.

Der Ausblick für das nächste Jahr fällt somit zweigeteilt aus. Kurzfristig befindet sich die Eurozone immer noch in einer Abkühlungsphase. Das Wachstum dürfte vorerst nicht über 1,0% (annualisiert) hinauskommen. Bremsend wirkt unverändert die schwache Exportnachfrage. Zuletzt nahm aber auch der binnenwirtschaftliche Rückenwind ab, was in Frankreich und Italien auf hausgemachte Ursachen zurückzuführen ist. **Im Frühjahr/Sommer 2019 könnte es dann zu einer zyklischen Stabilisierung in der Währungsunion kommen. Voraussetzung dafür ist allerdings, dass es China gelingt, den konjunkturellen Abwärtstrend zu stoppen.** Erste Anzeichen dafür gibt es bereits (siehe *Weltwirtschaft*). Darüber hinaus sollte es zu keinem ungeordneten Brexit kommen und sich der Handelskonflikt mit den USA nicht erneut verschärfen. Leichter Rückenwind dürfte überdies von der Fiskalpolitik ausgehen. Die italienischen und französischen Budgetpläne sind in dieser Hinsicht Vorreiter.

Die Einkaufsmanagerindikatoren haben den Auftakt gemacht. In den nächsten Tagen stehen die Dezember-Ergebnisse der nationalen Geschäftsklimabarometer auf der Agenda. Hier zeichnen sich ebenfalls weitere Rückgänge ab. Beim IFO-Index dürfte mithin zunehmend die Lagekomponente unter Druck geraten, die sich bis zuletzt noch auf vergleichsweise hohem Niveau bewegte. Der Gesamtindex sollte sich in Anbetracht dessen auf 101,4 Punkte (nach 102,0) abschwächen. Für das französische und das italienische Unternehmensvertrauen prognostizieren wir 103 (nach 105) bzw. 103,6 (nach 104,4) Punkte. Beim EUR-Verbrauchervertrauen gehen wir schliesslich ebenfalls von einer Fortsetzung des jüngsten Abwärtstrends aus (-4,6 nach -3,9 Punkten).

Unterdessen sollte die definitive Berechnung des November-Verbraucherpreisindex der Eurozone die Vorabschätzung bestätigen. Die jährliche Teuerungsrate ist somit von 2,2% auf 2,0% gefallen. Nicht auszuschliessen ist indes eine kleine Abwärtskorrektur, was die Inflationsrate auf 1,9% drücken würde.

Europäische Zentralbank

Die EZB hat das Ende des QE-Programms verkündet; ...

Mario Draghi hat im Rahmen der jüngsten Notenbanksitzung bestätigt, dass das QE-Programm im Dezember beendet wird – nach 4-jähriger Laufzeit und dem Ankauf von Wertpapieren in Höhe von 2.600 Mrd. EUR. Diese Entscheidung war erwartet worden. Daneben standen jedoch weitere entscheidende Fragen auf der Agenda:

... der Wertpapierbestand soll aber noch sehr lange – über den Zeitpunkt der ersten Leitzinserhöhung hinaus – konstant gehalten werden.

Die Notenbank geht weiterhin davon aus, dass der Aufschwung in der Eurozone anhält; ...

... dies spiegelt sich auch in den neuen Prognosen wider, die kaum nach unten korrigiert wurden; ...

... allerdings nehmen selbst aus Sicht der EZB die Abwärtsrisiken zu.

Die Währungshüter sehen indes noch keinen Grund, ihre Forward Guidance anzupassen.

Die Lancierung neuer LTROs wurde andiskutiert.

Alles in allem wollte Draghi weder betont »dovish« noch »hawkish« rüberkommen.

- **Reinvestitionen:** Hier erfolgte die wichtigste Anpassung. Neu heisst es, dass die Reinvestitionen bis »lange nach der ersten Leitzinsanhebung« fortgeführt werden (bislang: »lange nach dem Ende der Anleihenkäufe«). Da frühestens Ende 2019 mit dem ersten Leitzinsschritt zu rechnen ist, bedeutet dies, dass die Reinvestitionen bis mindestens Ende 2020 durchgeführt werden. Von einem solchen Zeitraum ist man aber ohnehin ausgegangen, insofern stellt dies keine wirklich neue Information dar. Bei den Reinvestitionen von Staatsanleihen wird sich die Notenbank weiterhin im Wesentlichen an den Kapitalschlüssel der EZB halten. Hier haben sich manche eine noch grössere Flexibilität erhofft.
- **Makroökonomische Einschätzung:** Die EZB bleibt bei ihrem Basisszenario. Obwohl die Wirtschaftsdaten zuletzt enttäuscht haben, gehen die Währungshüter davon aus, dass sich der Aufschwung in gemässigtem Tempo fortsetzt. Gleichzeitig sollte in den nächsten Quartalen eine weitere Annäherung der Inflation an das Inflationsziel der EZB erfolgen.
- **Projektionen:** Dieser vergleichsweise zuversichtliche Ausblick spiegelt sich auch in den neuen Makroprognosen wider (siehe Tabelle 1). Die EZB nahm nur leichte Abwärtskorrekturen bei der Inflation und dem BIP-Wachstum vor (jeweils 2019). Hinsichtlich des langfristigen Inflationsausblicks bleibt die EZB optimistisch. Die Teuerungsrate soll 2020/2021 mit 1,7% bis 1,8% in der Nähe des Inflationsziels verharren.

Tabelle 1: Projektionen der EZB vom Dezember 2018*

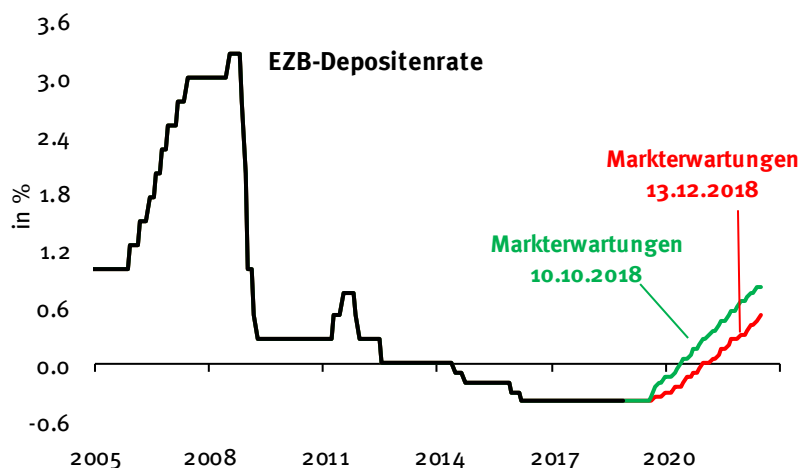
	2018	2019	2020	2021
Wachstum	1,9% (2,0)	1,7% (1,8)	1,7% (1,7)	1,5%
Inflation	1,8% (1,7)	1,6% (1,7)	1,7% (1,7)	1,8%

Quelle: EZB, *Jahresdurchschnitt, Mittelwert, in Klammern Projektionen vom September 2018

- **Risikoprofil:** Bei den Risiken verschärft die Notenbank unterdessen den Ton etwas. Demnach kippt die Balance allmählich zu den Abwärtsrisiken. Sie erwähnt unter anderem: Protektionismus, Verwundbarkeit der Schwellenländer, steigende Finanzmarktvolatilität.
- **Forward Guidance:** Hier wurde alles beim Alten belassen. Die Leitzinsen bleiben bis mindestens »über den Sommer hinweg« auf dem aktuell tiefen Niveau. Mario Draghi verwies auf die Datenabhängigkeit der Forward Guidance, ohne allerdings zu erwähnen, dass die Leitzinsen nicht bereits Ende 2019, sondern – bei einer Eintrübung des Umfelds – auch erst 2020 angehoben werden könnten.
- **Langfristender:** Neue LTROs seien von einigen EZB-Mitgliedern ins Spiel gebracht worden. Eine Entscheidung darüber wurde aber nicht gefällt.

Insgesamt enthielt die jüngste Notenbanksitzung für jeden etwas. Eher »dovish« ist die neue Risikoeinschätzung (Dominanz der Abwärtsrisiken) ausgefallen. Vergleichsweise »hawkish« blieb die EZB hingegen bei ihrem Inflationsausblick. Da bis zum Sommer 2019 noch einige Monate ins Land gehen, standen die Währungshüter auch nicht unter Zugzwang, bereits jetzt ihre Forward Guidance anzupassen.

Abbildung 10: Leitzinserwartungen auf dem Rückzug



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Die Märkte verhalten sich im Sinne der Notenbank; ...

... angesichts der konjunkturellen Eintrübung wurden zuletzt Leitzinserhöhungserwartungen ausgepreist; ...

... dies entsprach unserer Prognose; ...

... in den nächsten Wochen dürfte sogar jegliche Zinserhöhungsphantasie verloren gehen.

Im Laufe des kommenden Jahres sollte es aber zu einer Wiedererweckung kommen; ...

... wir rechnen unverändert mit dem ersten Leitzinsschritt im September/Oktober 2019.

Vielmehr konnte *Mario Draghi* darauf verweisen, dass die Märkte die Reaktionsfunktion der EZB gut verstanden haben. Im Zuge der konjunkturellen Eintrübung in den vergangenen Monaten haben sich die Leitzinserhöhungserwartungen zurückgebildet. Waren Anfang Oktober für 2019 noch Leitzinserhöhungen um bis zu 30 Bp eingepreist, sind es mittlerweile nur noch 10 Bp (vgl. Abbildung 10). Die Märkte rechnen mithin nur noch mit einem Minischritt von 10 Bp im Dezember 2019.

Diese Entwicklung entspricht vollauf unserer Einschätzung: Was die Markterwartungen angeht, waren wir angesichts unseres skeptischen Konjunkturausblicks davon ausgegangen, dass Leitzinserhöhungserwartungen ausgepreist werden. Wir hatten entsprechend einen Rückgang der Bund-Renditen in Richtung 0,20% prognostiziert (10J). In den nächsten Monaten könnten sich die Leitzinserhöhungserwartungen für 2019 noch vollends verflüchtigen und somit einen finalen Renditerückgang erzwingen.

Wenn sich dann allerdings im Frühjahr/Sommer 2019 die Konjunktur fängt, dürften sich die Leitzinserwartungen wieder stabilisieren. Wir sehen nach wie vor gute Chancen, dass es so kommt. Entsprechend halten wir daran fest, dass die EZB im September/Oktober 2019 den Leitzinserhöhungszyklus beginnt und die Depositenrate von -0,40% auf -0,20% anhebt. Das Risikoszenario liegt indes ebenso auf der Hand. Hält die wirtschaftliche Abkühlung länger an, wird die EZB frühestens im Dezember 2019 beginnen.

Finanzmärkte

In der vergangenen Woche konnten die Aktienmärkte zu nächst durchatmen; ...

Nachdem die Aktienmärkte Anfang Dezember massiv unter Druck standen, war in der zurückliegenden Handelswoche ein gewisses Durchatmen zu beobachten. Die Nervosität der Anleger war zwar nach wie vor mit Händen greifbar – dennoch startete rund um den Globus in volatilem Handel eine Erholung. Während die europäischen Börsen diese positive Tendenz in ein moderates Wochen-Plus ummünzen konnten, kam in den USA am Freitag im Umfeld der schwächeren chinesischen Wirtschaftsdaten neue Skepsis auf. Die Kurse gingen daraufhin erneut auf Talfahrt und die anfänglichen Gewinne wurden wieder wettgemacht.

... die vom Brexit ausgehende Verunsicherung wurde durch Annäherungen im italienischen Budgetstreit und im chinesischn-amerikanischen Handelskonflikt ausgeglichen; ...

... Optimismus kam indes keiner auf, ...

... nicht zuletzt, weil die Konjunkturdaten einmal mehr enttäuschten; ...

... die sicheren Häfen kamen in diesem Umfeld etwas unter Druck.

Ungeachtet der jüngsten Beruhigung an einzelnen politischen Fronten bleiben die Perspektiven für Risikoassets trübe; ...

Von politischer Seite sorgte die Zuspitzung der Verhandlungen um den Brexit zunächst für neue Verunsicherung. Gleichzeitig wirkten aber die beschwichtigenden Signale aus Rom und Brüssel im Schuldenstreit beruhigend. Zusätzlich gaben sich die USA und China im Handelskonflikt versöhnlich. Peking kündigte an, die im Sommer um 25%-Punkte auf 40% erhöhten Einfuhrzölle auf Kfz aus den USA wieder befristet für drei Monate auf 15% zurückzunehmen.

Echter Optimismus wollte indes nicht aufkommen. Dafür waren neben dem Damoklesschwert eines »Hard Brexit« auch enttäuschende Konjunkturdaten aus Europa verantwortlich. Vor allem die schwachen französischen Wirtschaftszahlen, die nicht zuletzt durch die eskalierenden »Gelbwesten«-Proteste belastet waren, zeichneten das Bild einer weiter an Schwung verlierenden Konjunkturdynamik. Daneben wartete aber auch Deutschland mit fortgesetzten Abwärtstrends in den Einkaufsmanagerindikatoren auf (vgl. Eurozone).

Im Einklang mit dem Durchatmen an den Aktienmärkten nahm die Risikoaversion an den Anleihenmärkten etwas ab – die Spreads gegenüber Staatsanleihen engten sich sowohl in den USA als auch Europa erstmals seit Längerem wieder ein. Die sicheren Häfen kamen im Gegenzug unter Druck, wobei Bundesanleihen durch die enttäuschenden Konjunkturdaten vom Freitag neuen Auftrieb erhielten.

Mit Blick auf die Aktienmärkte bleiben die Perspektiven ungeachtet der jüngsten Beruhigung an einzelnen politischen Fronten trübe. So dürfte der Konflikt zwischen den USA und China um die globale Technologieführerschaft unabhängig von kurzzeitigen Waffenstillständen weitergehen und daher immer wieder für Verunsicherung sorgen.

Abbildung 11: Aktien stehen wegen Konjunkturschwäche weiterhin unter Druck ...

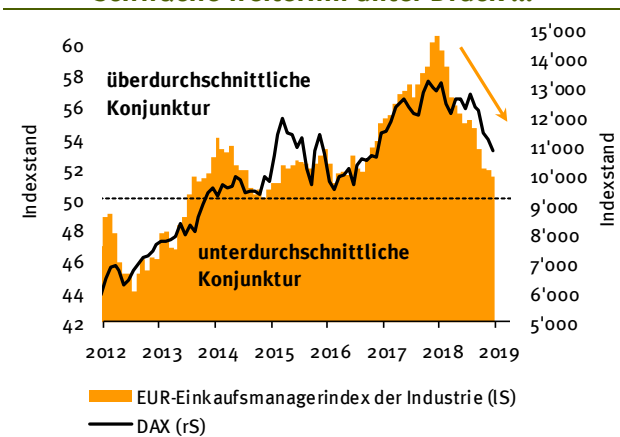
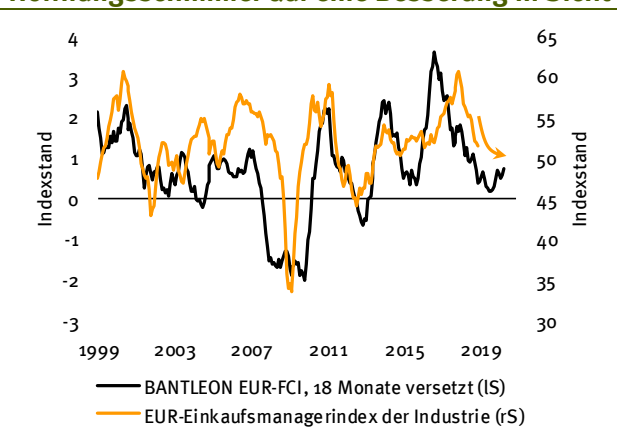


Abbildung 12: ... erst weit voraus sind einzelne Hoffnungsschimmer auf eine Besserung in Sicht



... nachhaltige Lösungen sind in den Konflikten nicht in Sicht; ...

Mit einer dauerhaften Lösung ist daneben auch in den Auseinandersetzungen um das italienische Staatsdefizit nicht zu rechnen. An dem grundlegenden Problem der strukturellen Wachstumsschwäche, die letztlich eine zentrale Kraft hinter dem immer weiter anschwellenden Schuldenberg darstellt, wird sich so schnell nichts ändern. Das Verhältnis zwischen Brüssel und Rom wird daher auch künftig angespannt bleiben. Der nun von Frankreich eingeschlagene Kurs höherer Haushaltsdefizite zur Beschäftigung der protestieren-

... daneben sollte der anhaltende Konjunkturabschwung noch einige Zeit auf der Investorenstimmung lasten; ...

... das Fahrwasser an den Aktienmärkten dürfte daher rau bleiben; ...

... eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale halten wir gegenwärtig jedoch für unwahrscheinlich.

den »Gelbwesten« dürfte Italien wenig nützen. Selbst wenn daraufhin die Toleranz Brüssels gegenüber Rom grösser würde – Italiens Verbindlichkeiten werden dadurch nicht tragfähiger. Allerdings gerät Frankreich nun ebenfalls in die Schusslinie der Finanzmärkte und wird seinerseits durch höhere Risikoauflagen abgestraft.

Abgesehen von der alles andere als Mut machenden politischen Grosswetterlage wird aber vor allem das Konjunkturklima auf der Stimmung der Finanzmarktteilnehmer lasten. In den kommenden Monaten rechnen wir in nahezu allen Regionen der Welt mit einer nachlassenden gesamtwirtschaftlichen Expansionsdynamik. In China dominieren nach wie vor die Bremseffekte des Deleveragings der vergangenen Quartale. Sie sollten nur langsam abklingen und erst im Laufe des ersten Halbjahres von Impulsen durch die jüngsten Stimuli abgelöst werden (vgl. Weltwirtschaft).

Unter diesen Vorgaben präsentiert sich das aussenwirtschaftliche Umfeld für die exportorientierte Eurozone ebenfalls weiterhin trübe, weshalb sich hier die Schwächephase fortsetzen sollte (vgl. Eurozone). Schliesslich bahnt sich in den USA angesichts der ausklingenden Fiskalstimuli und der wachsenden Bremseffekte durch gestiegene Zinsen eine Wachstumsverlangsamung an (vgl. Weltwirtschaft). **Alles in allem sollte das Fahrwasser für die Aktienmärkte daher in den kommenden Monaten zunächst rau bleiben und eine defensive Ausrichtung erfordern** (vgl. Abbildung 11).

Dass aus dieser angespannten Lage schliesslich eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale entsteht, die den Aktienmärkten erneute Kursverluste im zweistelligen Prozentbereich beschert und die Wirtschaft der Eurozone in eine Rezession stürzt, halten wir gegenwärtig für unwahrscheinlich. So rechnen wir mittelfristig mit einer wirtschaftlichen Stabilisierung in China, woraus für die Eurozone neuer aussenwirtschaftlicher Rückenwind resultieren dürfte. Unsere Frühindikatoren liefern bereits erste vorsichtige Signale in diese Richtung (vgl. Abbildung 12). Entwarnung kann indessen noch nicht gegeben werden. Schliesslich steht die wirtschaftliche Abkühlung in den USA erst am Anfang. Hier ist sorgfältig zu beobachten, ob die davon ausgehenden globalen Bremseffekte tatsächlich, wie in unserem Basisszenario unterstellt, von der Aufhellung der Perspektiven im Reich der Mitte überkompensiert werden.

Tabelle 2: EUR-Finanzmärkte

Datum	Renditen (%)					Aktien		
	EUR 3M	DEU 2J	DEU 5J	DEU 10J	USA 10J	MSCI Welt	S&P500	DAX
14.12.2018	-0,31	-0,61	-0,30	+0,25	2,89	5.576	2.599	10.865
07.12.2018	-0,32	-0,60	-0,30	+0,25	2,85	5.640	2.633	10.788

Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Credit-Analyse

Starke Gegenwinde, mit denen Risikoassets 2018 zu kämpfen hatten, hinterliessen bei europäischen IG-Unternehmensanleihen deutliche Spuren.

Obwohl europäische Schuldner fundamental solide aufgestellt sind, ...

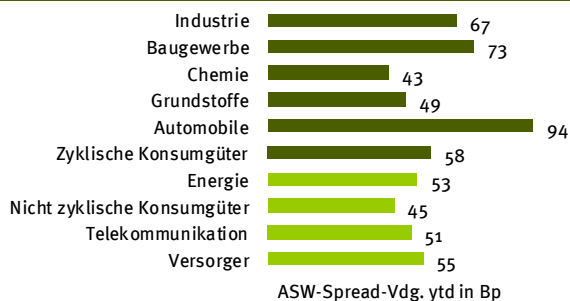
... kam es im Laufe des Jahres zu deutlichen Spreadausweitungen ...

... und per saldo zu einer enttäuschenden Performance.

Durch einen erneuten Anstieg der Marktvolatilität ab Mitte Oktober tendierten auch die ASW-Risikoprämien der europäischen IG-Non-Financials mit 37 Bp deutlich aufwärts (gemessen am ENS0 Index von ICE BofAML, Stand: 12.12.2018). Die Spreads haben sich ytd um 53 Bp ausgeweitet (vgl. dazu im Detail Abb. 13 und Abb. 14) und erreichten mit 87 Bp ihren diesjährigen Höchststand. Dieser wurde zuletzt Mitte März 2016 gesehen; allerdings waren die Spreads kurz vor Ankündigung des CSPPs mit 113 Bp noch höher. Der diesjährige Spreadanstieg ist nicht verschlechterten Fundamentaldaten europäischer Unternehmen geschuldet. Deren Kennzahlen fielen solide aus (moderater Verschuldungsgrad, hohe Liquiditätsreserven) und die Ratingagenturen belohnten dies in den vergangenen zwei Jahren mit mehr Herauf- als Herabstufungen. Stattdessen dürften die Spreads unter der nachlassenden EZB-Unterstützung, den anhaltenden Handelsstreitigkeiten und der schwächeren Wachstumsdynamik in der Eurozone gelitten haben. Insofern kam es zuletzt seitens der Marktteilnehmer zu einer Neubewertung der Risikoprämien. Dies deutet auf eine gewisse Normalisierung hin, sodass aus relativer Sicht das aktuelle Spreadniveau der IG-Corporates eher einer sog. Fair-Value-Bewertung nahekommt. Das Renditeniveau bleibt mit 1,1% jedoch historisch gesehen niedrig.

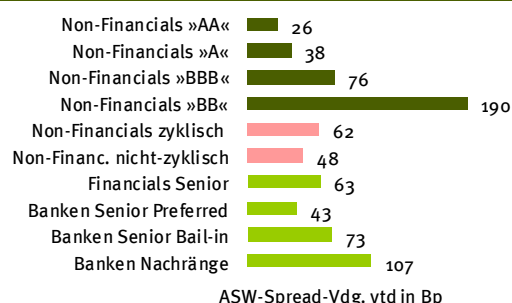
Die Performance europäischer IG-Corporates (Senior) fällt bei ytd-Betrachtung mit -1,0% ernüchternd aus. Ausnahmslos wurde in allen Sektoren ein negativer Gesamtertrag erzielt. Insbesondere standen die Industriegüter mit -3,2%, gefolgt von den Autoherstellern und Zulieferern mit -2,7%, auf der Verliererseite.

Abbildung 13: Risikoprämien der IG-Corps haben sich ytd in allen Sektoren ausgeweitet ...



Quellen: Markit, BANTLEON; Stand: 12. Dezember 2018

Abbildung 14: ... wobei defensive Sektoren und höhere Ratingkategorien outperformten



Quellen: Markit, BANTLEON; Stand: 12. Dezember 2018

Auch wenn Risikoassets dieses Jahr einer Neubewertung unterzogen wurden, ...

... bleiben sie dennoch für Rückschläge anfällig, solange sich das Wirtschaftswachstum in der Eurozone in schwierigem Fahrwasser befindet.

Bei den IG-Corporates sehen wir weiterhin trotz rückläufiger Ausfallwahrscheinlichkeiten und solider Fundamentaldaten wenig Spielraum für Spread-einengungen. Zwar sollte schon einiges an schlechten Nachrichten in den Preisen eskomptiert sein. Dennoch dürfte die Eurozone, die sich noch immer in schwierigem Fahrwasser befindet und diversen politischen Spannungsfeldern (Zollstreit, Italien und Brexit) ausgesetzt ist, weiterhin für ein fragiles Marktsentiment sorgen. Darüber hinaus geht technischer Gegenwind von der nachlassenden EZB-Unterstützung aus (2019 keine Umlenkung der Rückflüsse zwischen den QE-Programmen und nur 6 Mrd. EUR an Reinvestitionen); kombiniert mit einem höheren Neuemissionsvolumen, Fondsmittelabflüssen und einem reifen Kreditzyklus sollten all diese Faktoren dazu beitragen, dass sich der Trend zu leicht steigenden Risikoprämien in Q1/19 fortsetzt. Vor diesem Hintergrund haben wir Mitte November in unseren Portfolios erneut Positionen reduziert und halten weiterhin bei gleichzeitig defensiver Ausrichtung an der Untergewichtung gegenüber den Benchmarks fest.

Strategischer Ausblick – von Dr. Daniel Hartmann

2018 verlief in vielerlei Hinsicht so wie von uns erwartet: ...

... Die Konjunktur der Eurozone kühlte sich ab; ...

... an den Märkten dominierte Risk-off-Stimmung.

Auch Anfang 2019 wird das Sentiment unserer Einschätzung nach noch trübe bleiben; ...

... im Frühjahr/Sommer zeichnet sich indes eine Stabilisierung ab; ...

... die chinesische Wirtschaft sollte sich wieder fangen ...

... und hausgemachte Probleme der Währungsunion abebben; ...

... damit dürfte auch an den Finanzmärkten die Zuversicht zurückkehren.

Allerdings ist dieser Ausblick mit erheblichen Risiken behaftet; ...

... nicht auszuschliessen ist, dass im gesamten kommenden Jahr der zyklische Trend abwärtsgerichtet ist.

Fazit: Kurzfristig sollten die Investoren noch die Füsse stillhalten, sich mittelfristig aber für den Wiedereinstieg (bei Risikoassets) wappnen.

Im Jahr 2018 ist vieles so eingetreten, wie wir es erwartet hatten. So waren wir von Anfang an davon ausgegangen, dass es in der Eurozone zu einem Mid-Cycle Slowdown kommt. Im Endeffekt fiel die konjunkturelle Abkühlung sogar noch etwas schärfer aus als gedacht. Geradezu lehrbuchhaft erlitten daraufhin die europäischen Aktienmärkte Kursverluste zwischen 18% (Eurostoxx50) und 22% (DAX, jeweils vom Hochpunkt zum Tiefpunkt). Gleichzeitig weiteten sich an den Anleihenmärkten die Risikoaufschläge aus und die Bund-Renditen (10 Jahre) sackten nochmals Richtung Nulllinie ab. Schwappt die Risk-off-Stimmung auch ins Jahr 2019 hinüber?

Als Gradmesser dient uns dafür wie immer das konjunkturelle Umfeld. Kurzfristig halten wir an unserem skeptischen Ausblick für die Währungsunion fest. Das aussenwirtschaftliche Umfeld ist angezählt. Allen voran zeigt der Wachstumstrend in China nach unten. Daneben belasten viele hausgemachte Probleme – die Unruhen in Frankreich, die Schwierigkeiten im deutschen Fahrzeugbau und der italienische Budgetstreit. Dennoch sieht es nicht danach aus, als ob die Eurozone in die Stagnation bzw. Rezession zurückfällt.

In unserem Basisszenario gehen wir vielmehr davon aus, dass es im Laufe des nächsten Jahres zu einer Stabilisierung kommt. Dafür dürfte zum einen die wirtschaftliche Erholung der chinesischen Wirtschaft sorgen. Die Regierung hat dort bereits zahlreiche Hebel in Bewegung gesetzt (Senkung von Steuern und Zöllen, geldpolitische Impulse, Ausgabenprogramme), um sich einer weiteren Verlangsamung des Expansionstempos entgegenzustemmen. Zum anderen ist die europäische Fiskalpolitik erstmals seit längerer Zeit wieder leicht expansiv ausgerichtet. Nicht nur Italien, sondern auch Frankreich, riskiert dabei, gegen den Fiskalpakt zu verstossen. Aber selbst in Deutschland werden im nächsten Jahr die ausgabefreudigen Pläne der Regierung stärker zum Tragen kommen (unter anderem: Mütterrente II, Pflegestärkungsgesetz, Förderung Breitbandausbau etc.). Schliesslich sollte auch der deutsche Fahrzeugbau in ruhigeres Fahrwasser zurückkehren.

Somit könnte es nach einem nochmals enttäuschenden 1. Quartal im Frühjahr/Sommer zu einer – wenn auch wenig schwungvollen – konjunkturellen Trendwende kommen. Dies dürfte der Risikoneigung an den Märkten zuträglich sein und den Aktienmärkten neuen Rückenwind verschaffen. Gleichzeitig ist damit aber auch der Weg für die Zinswende in der Eurozone geebnet – steigende Anleihenrenditen werden die Folge sein.

Allerdings ist dieser moderat zuversichtliche Ausblick mit grossen Risiken behaftet. Das Alternativszenario liegt auf der Hand: Die zyklische Abschwächung wird das ganze Jahr 2019 beherrschen. So ist mit Blick voraus eine scharfe Abkühlung der (bislang robusten) US-Konjunktur nicht auszuschliessen. Daneben könnte einer der vielen politischen Risikofaktoren Realität werden – allen voran der Brexit. Ein ungeordneter EU-Austritt Grossbritanniens würde zu Beginn des Frühjahrs eine neue Schockwelle auslösen. Schliesslich verhalten sich die Notenbanken weniger »marktfreundlich« als in den Vorjahren. Sie führen per saldo keine Liquidität mehr zu, sondern saugen sie ab – die globalen Notenbankbilanzen schrumpfen.

Fazit für den Investor: Kurzfristig ist noch eine defensive Ausrichtung der Portfolios angesagt. Für die mittlere Frist sollten aber bereits neue Investitionspläne geschmiedet werden. Ob sie aus der Schublade geholt werden können, wird sich in den nächsten Wochen zeigen. Dann sollte noch klarer werden, ob im Frühjahr die Zeit des Wiedereinstiegs näher rückt.

Wichtige Termine der Woche vom 17.12.2018 – 21.12.2018

Montag, 17.12.2018

<i>Eurozone:</i>	Handelsbilanz (Okt.)	11.00 Uhr
	Verbraucherpreise, endgültige Schätzung (Nov.)	11.00 Uhr
<i>USA:</i>	New York-Fed-Geschäftsklima (Dez.)	14.30 Uhr
<i>Belgien:</i>	Verbrauchervertrauen (Dez.)	15.00 Uhr
<i>USA:</i>	NAHB-Wohnungsmarktindex (Dez.)	16.00 Uhr

Dienstag, 18.12.2018

<i>Deutschland:</i>	IFO-Geschäftsklima (Dez.)	10.00 Uhr
<i>USA:</i>	Baubeginne und -genehmigungen (Nov.)	14.30 Uhr

Mittwoch, 19.12.2018

<i>Japan:</i>	Handelsbilanz (Nov.)	0.50 Uhr
<i>Deutschland:</i>	Erzeugerpreise (Nov.)	8.00 Uhr
<i>Eurozone:</i>	Bauproduktion (Okt.)	11.00 Uhr
<i>Belgien:</i>	Unternehmensvertrauen (Dez.)	15.00 Uhr
<i>USA:</i>	Verkäufe bestehender Einfamilienhäuser (Nov.)	16.00 Uhr
	Fed-Zinsentscheid	20.00 Uhr

Donnerstag, 20.12.2018

<i>USA:</i>	Philadelphia-Fed-Geschäftsklima (Dez.)	14.30 Uhr
	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	14.30 Uhr

Freitag, 21.12.2018

<i>Japan:</i>	Verbraucherpreise (Nov.)	0.30 Uhr
<i>Niederlande:</i>	Verbrauchervertrauen (Dez.)	6.30 Uhr
<i>Deutschland:</i>	GfK-Verbrauchervertrauen (Jan. 2019)	8.00 Uhr
<i>Frankreich:</i>	Unternehmensvertrauen (Dez.)	8.45 Uhr
	Konsumausgaben (Nov.)	8.45 Uhr
<i>Italien:</i>	Unternehmens- und Verbrauchervertrauen (Dez.)	10.00 Uhr
<i>USA:</i>	Bruttoinlandsprodukt, endgültige Schätzung (3.Qu./2018)	14.30 Uhr
	Auftragseingänge langlebiger Güter (Nov.)	14.30 Uhr
<i>Eurozone:</i>	Verbrauchervertrauen, erste Schätzung (Dez.)	16.00 Uhr
<i>USA:</i>	Haushaltseinkommen und Konsumausgaben (Nov.)	16.00 Uhr
	Verbrauchervertrauen, Uni Michigan, endgültige Schätzung (Dez.)	16.00 Uhr

**Wir wünschen Ihnen ein frohes Weihnachtsfest und
einen guten Start ins Jahr 2019.**

Der nächste Financial Market Monitor erscheint am 7. Januar 2019.

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.