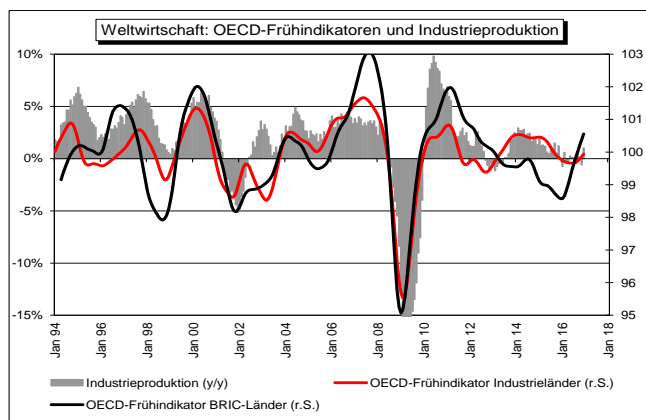


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Wirtschaft und Börse: Anatomie eines Aufschwungs

Fast zehn Jahre ist es her, dass die Weltwirtschaft in einen anhaltenden Krisenmodus geriet. Hypothekenkrise, Immobilienkrise, Bankenkrise, Finanzkrise, Schuldenkrise, Eurokrise, politische Krise(n): Negativschlagzeilen soweit das Auge reicht. Kein Wunder, dass die Weltwirtschaft angesichts dieser Entwicklungen zunächst in eine schwere Rezession fiel und in den vergangenen fünf Jahren nur verhaltene Wachstumsraten erzielte. Hinzu kamen im vergangenen Jahr die Brexit-Entscheidung sowie die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten, die bei vielen Menschen den Eindruck verstärkten, geradezu auf den Abgrund zuzusteuern. Und was machen die Aktienmärkte? In den USA wird derzeit Tag für Tag ein neuer Rekord aufgestellt, auch die meisten Schwellenländerbörsen entwickeln sich prächtig; und sogar in Europa – obwohl doch vom politischen Zerfall bedroht – geht es mit den Kursen leicht bergauf. Blenden die Börsianer also die vielen Risiken und das uns alle umgebende mediale Trommelfeuer negativer Nachrichten einfach nur aus?

Mitnichten. Denn fast unbemerkt haben sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den vergangenen Monaten kontinuierlich und deutlich aufgehellt. In den USA kann diese Entwicklung vordergründig mit der Wahl des neuen Präsidenten in Zusammenhang gebracht werden, doch ist dies bestenfalls die halbe Wahrheit. Während Europa mehrheitlich ängstlich auf die politischen Ankündigungen (und Tweets) der neuen Administration in Washington reagiert, hat die Stimmung der US-Unternehmen und Konsumenten nach der Trump-Wahl einen Schub erhalten. Allerdings hat die Verbesserung des Konsumentenvertrauens und der Umfragewerte von Industrie- und Dienstleistungsunternehmen schon im vergangenen Frühsommer eingesetzt, als noch fast niemand mit dem späteren Wahlausgang rechnete.



Von daher wurde die Saat für den sich nun abzeichnenden Aufschwung in den USA noch unter der Obama-Regierung gelegt. Die Ankündigungen Trumps, mehr Geld für Infrastruktur- und Militärausgaben zur Verfügung zu stellen und gleichzeitig die Steuern zu senken sowie die Regulierung zu lockern, hat bei vielen US-Amerikanern zusätzlichen Optimismus geschürt. Besonders deutlich wird dies an der

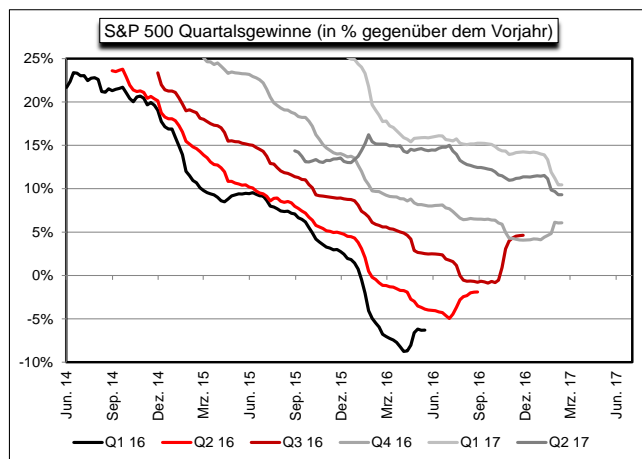
positiven Stimmungslage der US-Konsumenten, die zuletzt das höchste Niveau seit fast 15 Jahren erreichte. Aber auch bei den Unternehmen ist eine Art Aufbruchsstimmung zu erkennen. So zum Beispiel bei der National Federation of Independent Business (NFIB), einer Interessenvertretung der US-amerikanischen Kleinunternehmen. Deren monatlicher Index verbesserte sich im November und insbesondere im Dezember 2016 so stark wie es niemals zuvor in der über 30-jährigen Geschichte der Umfrage der Fall gewesen ist. Da die Kleinunternehmen das Rückgrat einer jeden Volkswirtschaft sind, ist diese Entwicklung besonders beachtenswert, weil damit die Chancen steigen, dass sich die gesamte US-Wirtschaft besser entwickeln könnte als bislang erwartet wird. Aber auch bei den großen Unternehmen hat sich die Stimmung verbessert, wie der Philadelphia Fed Index zeigt, der im Februar den höchsten Stand seit 33 Jahren erreichte. Von daher könnte sich sowohl die Wachstumsprognose der US-Notenbank von 2,1 Prozent für 2017 als auch die des IWF von 2,3 Prozent als zu vorsichtig erweisen.

Aber nicht nur in den USA, auch in den meisten anderen Ländern und Regionen der Welt haben sich die Konjunkturdaten zuletzt deutlich verbessert – trotz der vielen politischen Unsicherheiten. Dies gilt sowohl für die Industrie- als auch für die Schwellenländer. Letztere profitieren insbesondere von der anhaltend positiven Entwicklung der Rohstoffpreise. Der Ölpreis hat sich mittlerweile auf einem Niveau von gut 50 US-Dollar eingependelt, sodass sich die Einnahmensituation für die ölfördernden Schwellenländer im Vergleich zum letzten Jahr deutlich verbessert hat. Zudem profitieren auch die Industrieländer von diesem Preisanstieg. Höhere Energiepreise reduzieren zwar die Kaufkraft der Verbraucher, allerdings bewirken die höheren Einnahmen der Ölausfuhrländer, dass diese verstärkt Investitions- und Konsumgüter in den Industrieländern kaufen. Dies hilft beispielsweise den deutschen Unternehmen, da sich deren Exportchancen verbessern. Aber auch die USA sind ein direkter Profiteur des höheren Ölpreises, da sich das Fracking wieder mehr lohnt und die US-Ölindustrie ihre Investitionen in neue Bohranlagen erhöht.

Unter den großen Schwellenländern haben sich die Konjunkturdaten vor allem in China, aber auch in Russland und Brasilien deutlich verbessert. Für China bleiben die wirtschaftlichen Herausforderungen zwar groß (vgl. Konjunktur & Strategie 07/2017), aus heutiger Sicht sollte eine Wachstumsrate von 6,5 Prozent aber erreichbar sein. Dagegen dürften die Wachstumsprognosen für die siebtgrößte Volkswirtschaft der Welt, Brasilien und für die elftgrößte, Russland, zu niedrig sein. Der IWF prognostiziert für Brasilien nach zwei Jahren der Rezession in diesem Jahr ein Wirtschaftswachstum von 0,2 Prozent; der russischen Wirtschaft wird nach ebenfalls zweijähriger Schrumpfung 2017 ein Wachstum von 1,1 Prozent zugetraut. Selbst unter sehr konservativen Annahmen gehen wir davon aus, dass beide Länder diese Prognosen um mindestens einen Prozentpunkt übertreffen werden, wahrscheinlich sogar um mehr. Die Weltwirtschaft wird von daher in diesem Jahr das stärkste Wachstum der vergangenen fünf Jahre aufweisen. Mit einer

Rate von 3,5 Prozent, die es hierfür zu übertreffen gilt, liegt die Messlatte allerdings auch nicht sonderlich hoch. Der IWF prognostiziert ein globales Wachstum von 3,4 Prozent, wir trauen der Weltwirtschaft dagegen eine stärkere Wachstumsdynamik zu. Bleiben unliebsame politische Überraschungen aus, scheint eine Rate von bis zu vier Prozent im Rahmen des Möglichen zu liegen.

Dies ist auch der Grund für die positive Entwicklung der Aktienmärkte. Während sich viele Anleger auf die Risiken fokussieren und hinter jeder politischen Nachricht einen potenziellen „Schwarzen Schwan“ vermuten, der die Aktienkurse in den Keller schicken könnte, zeigt sich, dass die meisten Unternehmen solider dastehen denn je. So entwickeln sich die Unternehmensgewinne – der wichtigste singuläre Einflussfaktor für die Aktienkurse – derzeit sehr positiv. Hierfür spielt neben der realwirtschaftlichen Erholung auch die höhere Inflation eine (positive) Rolle. Denn Aktienkurse, Umsätze und Unternehmensgewinne sind nominale Datenreihen, für die im Grundsatz gilt „je größer, desto besser“. Die derzeitige US-Berichtssaison für das 4. Quartal 2016 zeigt dabei, dass es den meisten Unternehmen gelungen ist, mit dem veröffentlichten Quartalsgewinn positiv zu überraschen (Anteil positiver Überraschungen im S&P 500: 73 Prozent, im Dow Jones 30: 82 Prozent, im Nasdaq 100: 83 Prozent). Im Vergleich zum Vorjahr sind die S&P 500-Gewinne um 6,4 Prozent angestiegen, im 3. Quartal 2016 lag der Zuwachs nur bei 4,6 Prozent. In den fünf Quartalen zuvor sind die Unternehmensgewinne dagegen im Vorjahresvergleich zurückgegangen, es kam zu einer „Gewinnrezession“.

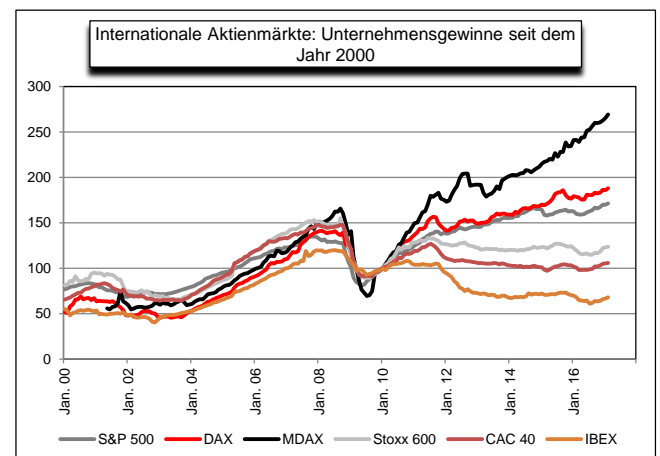


Für die nächsten Quartale wird von den Analysten ein Gewinnwachstum von rund 10 Prozent erwartet. Dies klingt sehr optimistisch und wäre der stärkste Zuwachs seit dem Jahr 2011; aufgrund des verbesserten gesamtwirtschaftlichen Umfelds scheint diese Erwartung aber erreichbar zu sein. Bei einer unveränderten Bewertung des S&P 500 würde sich von daher ein Kursziel von 2.450 Punkten ableiten lassen. Dies entspricht einem verbleibenden Kurspotenzial von gut vier Prozent nachdem der S&P in diesem Jahr schon fast fünf Prozent hinzugewonnen hat.

Wie schon im vergangenen Jahr sind europäische Aktien auch 2017 bislang die Nachzügler im internationalen Börsenrennen. Dies dürfte zum einen an den vielen politischen Unsicherheiten liegen, von denen sich Anleger beeinflussen

lassen. Natürlich weiß im Moment niemand, wie die anstehenden Wahlen in den Niederlanden, Frankreich, Deutschland und wohl auch in Italien im Laufe des Jahres ausgehen werden und welche Implikationen damit für die Eurozone verbunden sind. Deswegen empfehlen wir den Blick auf die Konjunktur- und Unternehmensdaten zu richten, da man ansonsten handlungsunfähig ist und bleiben wird. Die relativ schwächere Kursentwicklung der europäischen Aktien lag in den vergangenen Jahren zum anderen auch an der vergleichsweise schwachen wirtschaftlichen Dynamik und der damit verbundenen unterdurchschnittlichen Gewinnentwicklung.

Doch es mehren sich die Anzeichen dafür, dass die Unternehmensgewinne in Europa in diesem Jahr ihr großes Nachholpotenzial zumindest ansatzweise entfalten werden. Im Moment sind die Gewinnrevisionen bei den europäischen Indizes positiver als in den USA, und auch die erwarteten Zuwachsraten liegen auf dem Niveau der US-Indizes oder sogar etwas darüber. Während die Unternehmensgewinne im S&P 500 und Stoxx 600 zwischen den Jahren 2000 bis 2010 weitgehend parallel gelaufen sind, ist es in den Jahren danach zu einer deutlichen Diskrepanz gekommen: Während die US-Gewinne heute 70 Prozent über dem Niveau des Jahres 2010 liegen, beträgt der Gewinnzuwachs bei den Unternehmen des Stoxx 600 nur gut 20 Prozent. Im Euro Stoxx 50 und Stoxx 50 sind die Gewinne in diesem Zeitraum sogar um 10 Prozent gesunken. Dies ist vor allem auf die schwache Entwicklung in Spanien und Italien zurückzuführen.



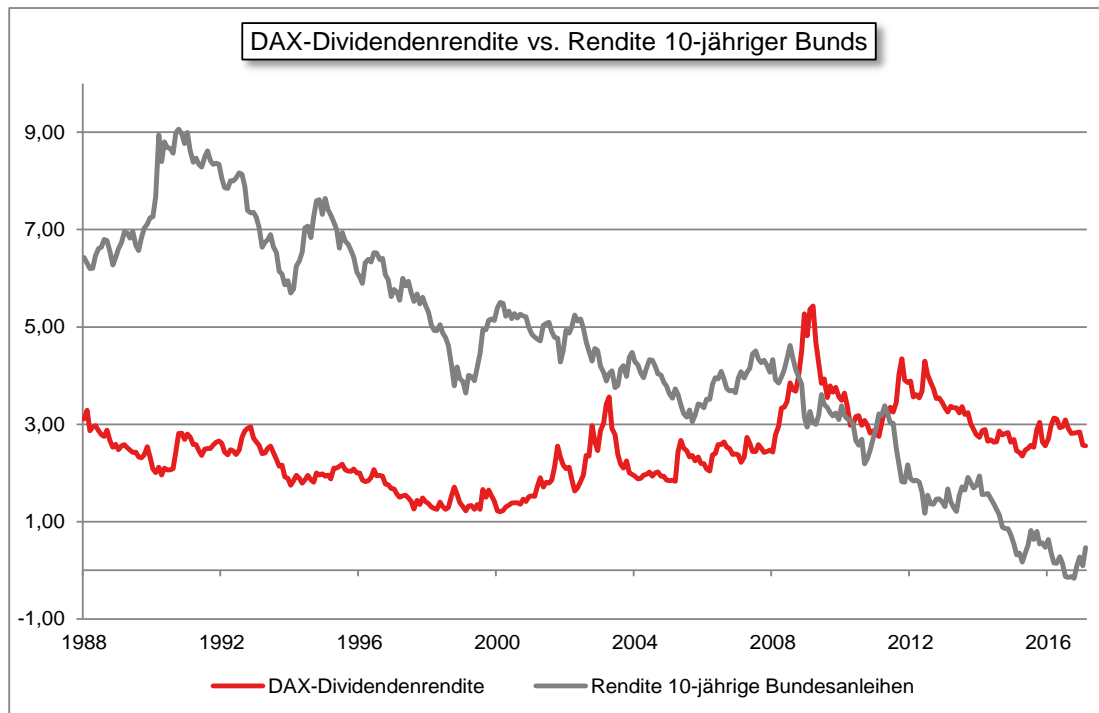
Allerdings gibt es in Europa auch einen Börsenplatz, dessen Gewinne sich sogar stärker als die in den USA verbessert haben: Deutschland! So weisen die DAX-Gewinne seit dem Jahr 2010 einen Anstieg von fast 90 Prozent auf. Und noch besser sieht es in der zweiten Reihe der deutschen börsennotierten Unternehmen aus. Im MDAX haben die Erträge sogar um fast 170 Prozent zugelegt. Da die DAX-Gewinne bzw. die Gewinnerwartungen mittlerweile ein neues Rekordniveau erreicht haben, sollte es nur eine Frage der Zeit sein, bis auch der DAX sein Rekordhoch aus dem April 2015 bei rund 12.400 Punkten erreicht bzw. übertrifft. Den vielen potenziellen Unsicherheiten zum Trotz gibt es also auch viele gute Gründe, die für eine positive Aktienmarktentwicklung sprechen. Anleger sollten deswegen nicht den Fehler machen, vor lauter Risiken die Chancen zu übersehen.

Wochenausblick für die Zeit vom 20. Februar bis 24. Februar 2017

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,7%	0,3%	0,4%	0,4%			20. Februar
D: Produzentenpreise, y/y	-0,4%	0,1%	1,0%	2,1%			20. Februar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	55,0	54,3	55,6	56,4	55,8		21. Februar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	54,2	55,1	54,3	53,4	53,6		21. Februar
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	110,5	110,4	111	109,8	109,5		22. Februar
D: Ifo- Lageeinschätzung	106,0	105,4	105,5	103,2	103,5		22. Februar
D: GfK Konsumklima	10	9,7	9,8	9,9	10,2	9,8	23. Februar
E-19: Konsumentenvertrauen	-8,0	-6,2	-5,1	-4,9	-5,2		20. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	53,5	53,7	54,9	55,2	55,1		21. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	52,8	53,8	53,7	53,7	53,9		21. Februar
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	0,5%	0,6%	1,1%	1,8%			22. Februar
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%			22. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Heilsame Dividenden



Wer früher den sicheren Hafen der Bundesanleihen gesucht hat, der hat ihn in Form auskömmlicher Renditen gefunden. Früher – das war eine Zeit zu Beginn der 1990er Jahre. Für Anleihen mit 10-jähriger Restlaufzeiten konnten Renditen von teilweise über 8% erzielt werden. Seit jener Zeit ist die Rendite solcher Papiere kontinuierlich gesunken. Bereits im Umfeld der Finanzkrise fiel ihre Verzinsung unter die Dividendenrendite des DAX, um im letzten Jahr sogar ihren historischen und negativen Tiefststand zu erreichen. Es ist für keinen Anleger eine Überraschung, dass die komfortable Bundesanleihe in der Ära des Niedrig- und Negativzinses ein Zuschussgeschäft ist. Im Vergleich dazu zahlte sich der Besitz eines DAX-Portfolios über die letzten fünf Jahre mit Dividendenrenditen zwischen 2% und 4% aus. Natürlich lässt sich das Risiko für

den Besitz solcher Papiere, in Form von Kurs- und Ausfallrisiken, nicht mit dem für Bundesanleihen vergleichen. Am stabilen Renditevorteil kann man aber die Attraktivität der Aktienanlage erkennen. Wer in diesem Jahr noch immer zu einer 10-jährigen Bundesanleihe greifen will, der kann selbst in einem Umfeld leicht steigender Zinsen nach unserer Prognose am Jahresende lediglich mit einem mageren Kupon von 0,7% rechnen. Ein Anleger, der das Risiko des Aktienbesitzes akzeptiert, darf auch 2017 mit Dividenden oberhalb der 2% Marke rechnen. Zumal sich die Fortsetzung des konjunkturellen Aufschwungs in diesem Jahr auch positiv auf die Aktienmarktentwicklung auswirken dürfte. Das Einstreichen von moderaten Dividenden bleibt damit das einzige Zins-Heilmittel für Anleger im Draghi-Zeitalter.

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	16.02.2017 16:46	09.02.2017 -1 Woche	13.01.2017 -1 Monat	15.11.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Dow Jones	20621	2,2%	3,7%	9,0%	4,3%
S&P 500	2346	1,7%	3,1%	7,6%	4,8%
Nasdaq	5819	1,8%	4,4%	10,3%	8,1%
DAX	11759	1,0%	1,1%	9,5%	2,4%
MDAX	23286	1,9%	3,5%	13,1%	4,9%
TecDAX	1890	1,8%	2,7%	11,3%	4,3%
EuroStoxx 50	3313	1,1%	-0,3%	8,6%	0,7%
Stoxx 50	3061	0,7%	0,5%	8,3%	1,7%
SMI (Swiss Market Index)	8476	0,5%	0,3%	7,2%	3,1%
FTSE 100	7282	0,7%	-0,8%	7,2%	1,9%
Nikkei 225	19438	2,8%	0,8%	10,0%	1,7%
Brasilien BOVESPA	68160	4,9%	7,1%	14,3%	13,2%
Russland RTS	1175	1,0%	1,5%	19,9%	2,0%
Indien BSE 30	28301	-0,1%	3,9%	7,6%	6,3%
China Shanghai Composite	3229	1,5%	3,7%	0,7%	4,1%
MSCI Welt (in €)	1834	1,7%	2,5%	8,8%	3,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	942	2,0%	5,1%	13,0%	8,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	163,55	-68	14	314	-60
Bobl-Future	133,65	-18	26	292	2
Schatz-Future	112,37	-1	13	37	8
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-2	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,24	0	4	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,04	1	2	14	4
Fed Funds Future, Dez 2017	1,17	9	7	25	0
10-jährige US Treasuries	2,47	6	9	21	2
10-jährige Bunds	0,37	6	19	14	26
10-jährige Staatsanl. Japan	0,10	2	5	9	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,12	10	10	0	8
US Treas 10Y Performance	565,95	-0,9%	-1,1%	-1,8%	-0,6%
Bund 10Y Performance	606,98	-0,7%	-0,4%	0,1%	-1,0%
REX Performance Index	484,61	-0,2%	0,1%	0,4%	-0,1%
IBOXX AA, €	0,74	4	0	2	6
IBOXX BBB, €	1,56	1	1	-5	6
ML US High Yield	6,12	-6	-16	-78	-34
JPM EMBI+, Index	793	-0,2%	1,1%	3,6%	2,6%
Wandelanleihen Exane 25	6943	0,0%	-0,1%	3,3%	0,4%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	432,61	0,2%	0,1%	4,7%	2,8%
MG Base Metal Index	308,28	1,9%	4,3%	9,2%	10,2%
Rohöl Brent	55,29	-0,5%	-0,1%	19,6%	-2,5%
Gold	1239,56	0,4%	3,7%	1,2%	7,1%
Silber	17,96	1,5%	7,2%	5,3%	11,9%
Aluminium	1899,50	3,5%	4,9%	9,0%	11,5%
Kupfer	6048,00	4,1%	2,8%	9,4%	9,5%
Eisenerz	91,50	8,9%	12,3%	13,0%	14,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	688	-2,7%	-24,4%	-36,5%	-28,4%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,0663	-0,3%	0,0%	-0,9%	1,2%
EUR/ GBP	0,8534	0,2%	-2,2%	-1,5%	0,0%
EUR/ JPY	120,93	0,7%	-0,8%	3,8%	-2,0%
EUR/ CHF	1,0652	-0,2%	-0,7%	-1,0%	-0,8%
USD/ CNY	6,8517	-0,3%	-0,8%	-0,2%	-1,5%
USD/ JPY	114,17	0,8%	-0,3%	4,6%	-2,3%
USD/ GBP	0,8006	0,3%	-2,5%	-0,8%	-1,1%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die herein zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.