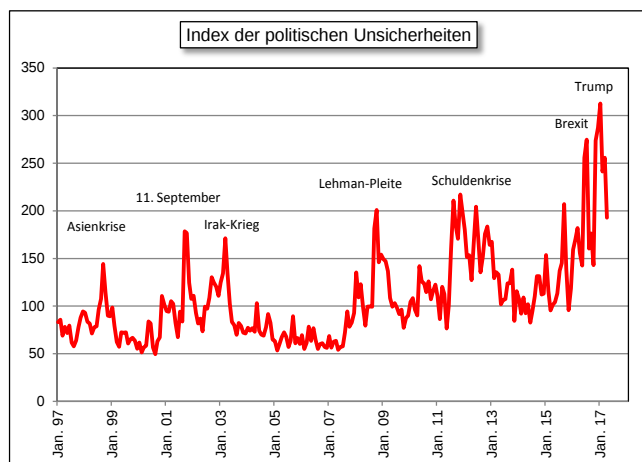


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Eine starke Berichtssaison: Kursziel für den DAX auf 13.400 Punkte angehoben

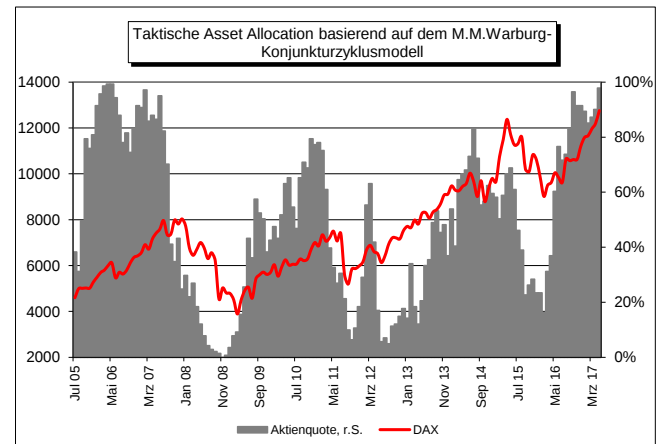
Es ist gerade einmal sechs Wochen her, dass wir das DAX-Ziel zum Jahresende von 12.000 auf 12.800 Punkte angehoben haben. Nun ist auch diese Marke fast erreicht, sodass sich die Frage stellt, wie es von hier aus weitergehen wird. Ist das Potenzial für weitere Kursgewinne ausgeschöpft, sodass man vorsichtiger werden sollte oder gibt es Argumente, die für eine Fortsetzung der Rallye sprechen? Unseres Erachtens nach signalisieren die fundamentalen Rahmenbedingungen, dass Anleger dem Aktienmarkt noch die Treue halten sollten. Nachdem die politischen Themen zunächst abgehakt sind und in Österreich, in den Niederlanden und zuletzt in Frankreich jeweils die politische Mitte die Oberhand behalten hat, rücken die wirtschaftlichen Entwicklungen, die Unternehmensergebnisse und das Agieren der Notenbanken zurück in den Mittelpunkt des Marktgeschehens. Die Politik dürfte dagegen zunächst in den Hintergrund treten – bis zur Bundestagswahl im September bzw. bis klar ist, wann in Italien ein neues Parlament gewählt werden wird (spätestens bis Ende Mai 2018).



Für weitere Informationen zu diesem Index siehe: <http://www.policyuncertainty.com/>

Die Konjunkturdaten haben sich bis zuletzt sehr positiv entwickelt, sodass wir weiterhin davon ausgehen, dass die Weltwirtschaft in diesem Jahr deutlich stärker wachsen wird als in den Jahren zuvor. Auch der Internationale Währungsfonds hat seine Prognose für das globale Wirtschaftswachstum in der Zwischenzeit etwas nach oben korrigiert. Die Annahme einer Zuwachsrates von 3,5 Prozent (bisher 3,4 Prozent) ist aus unserer Sicht aber immer noch zu vorsichtig. Denn sowohl die OECD-Frühindikatoren als auch die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) haben sich in den vergangenen Wochen weiter verbessert. Von den 40 weltweiten PMIs aus dem verarbeitenden Gewerbe lagen im April 85 Prozent über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten; dies ist der beste Wert seit Sommer 2011. Von den fast 20 Indizes aus dem Dienstleistungssektor liegen sogar alle über der Marke von 50, auch dies ist der höchste Wert seit sechs Jahren. Zur Erinnerung: 2011 wuchs die Weltwirtschaft mit einer Rate von 4,2 Prozent. Zwar gab es zuletzt einige enttäuschende Konjunkturdaten aus den USA, die neue Zweifel an den dortigen Wachstumsperspektiven

geschürt haben, doch gleichzeitig haben sich die Daten in den Schwellenländern auf hohem Niveau gehalten, während sie sich in Europa – und speziell in der Eurozone – weiter verbessert haben. Unser seit vielen Jahren im Einsatz befindliches Warburg-Konjunkturzyklusmodell, das wir zur taktischen Steuerung der Allokationsquoten in der Vermögensverwaltung verwenden, weist weiterhin einen Wert von fast 100 Prozent auf und signalisiert damit, dass die Konjunkturampel immer noch auf grün steht.



Die ausgezeichneten gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich auch auf die Unternehmensgewinne sehr positiv ausgewirkt. Waren in den vergangenen Jahren die Gewinnsschätzungen der Unternehmensanalysten regelmäßig zu optimistisch, sodass diese dann nach unten angepasst werden mussten, hat das erste Quartal 2017 gezeigt, dass die Erwartungen diesmal mit der Realität im positiven Sinne nicht Schritt halten konnten. In den USA haben mittlerweile rund 450 Unternehmen aus dem S&P 500 ihre Quartalszahlen vorgelegt. 78 Prozent der Unternehmen konnten die Gewinnerwartungen übertreffen, ein sehr guter Wert, der noch etwas besser als in den vergangenen Quartalen ausgefallen ist. Noch positiver ist aber die Tatsache zu bewerten, dass es zudem fast zwei Drittel der Firmen gelungen ist, die Umsatzprognosen zu übertreffen. In der jüngeren Vergangenheit lag dieser Überraschungskoeffizient dagegen meistens nur bei rund 50 Prozent. Dies werden wir als Signal, dass der konjunkturelle Aufschwung tatsächlich die Dynamik entfaltet, die bisher noch in erster Linie in den Frühindikatoren zu erkennen ist.

Nachdem zu Beginn der Berichtssaison im S&P 500 nur mit einem Gewinnanstieg von etwa 9 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal gerechnet wurde, liegt dieser Wert nun bei gut 14 Prozent. Damit wachsen die Gewinne so stark wie es seit dem 4. Quartal 2011 nicht mehr zu beobachten war. Für die nächsten beiden Quartale werden Steigerungsraten von knapp acht Prozent erwartet, im 4. Quartal 2017 sollen die Gewinne dann nochmal prozentual zweistellig wachsen. Die meisten positiven Gewinnüberraschungen gab es im Sektor Technologie (90 Prozent) gefolgt von den Finanzwerten und der Gesundheitsbranche mit jeweils 85 Prozent. In den vergangenen vier Wochen verzeichneten die beiden Branchen Energie und Industrie mit 13 bzw. zehn Prozent den stärksten Anstieg bei den

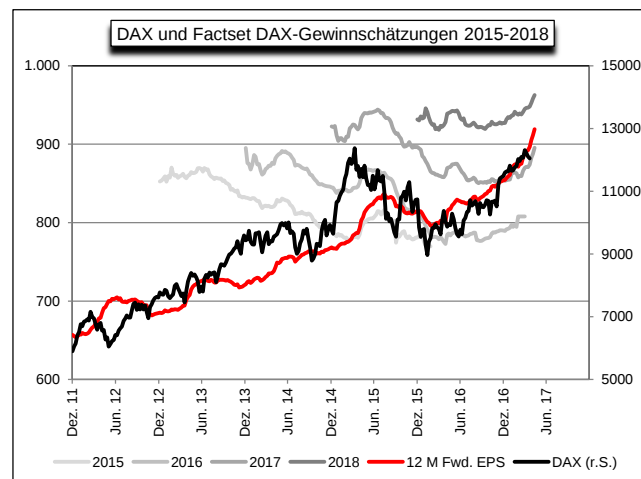
Gewinnen im ersten Quartal 2017. Dass die US-Unternehmen so gute Quartalsbilanzen vorgelegt haben, relativiert auch das schwache Wirtschaftswachstum in den USA während der ersten drei Monate des Jahres 2017. Wie schon so häufig in den vergangenen Jahren, dürfte das erste Quartal ein konjunktureller und vor allem statistisch bedingter Ausreißer nach unten gewesen sein. Zudem deuten die Bilanzen aber auch darauf hin, dass die US-Unternehmen von einem starken Wirtschaftswachstum außerhalb der USA profitiert haben.

Vor allem in der Eurozone haben sich die Konjunkturdaten kontinuierlich verbessert. Zusammen mit den etwas höheren Inflationsraten wird dies die Sorgen der Europäischen Zentralbank reduzieren und sich auch auf die Wortwahl der Notenbank bei ihrem nächsten Treffen am 8. Juni auswirken. Doch während die US-Notenbank schon auf ihrer nächsten Sitzung am 13. und 14. Juni eine weitere Erhöhung des Leitzinses um 25 Basispunkte beschließen dürfte, wird die EZB noch eine ganze Zeit lang an ihrer sehr expansiven Geldpolitik festhalten. Zunächst dürfte bei ihr der Hinweis auf die noch bestehenden wirtschaftlichen Abwärtsrisiken in der Eurozone entfallen, ehe sie dann vermutlich im August oder September das schrittweise Auslaufen des Anleiheaufkaufprogramms mit dem Start in das Jahr 2018 ankündigen wird. Eine explizite Erhöhung des Hauptrefinanzierungssatzes steht aber wohl nicht vor Sommer 2018 auf dem Programm, wobei aber schon zu Beginn des nächsten Jahres die Abschaffung des negativen Einlagezinses beschlossen werden könnte. Von daher dürften die Kapitalmarktrenditen von der Tendenz her in den nächsten Monaten leicht ansteigen. Während dies für schon bestehende Positionen an festverzinslichen Wertpapieren deutliches Verlustpotenzial kreiert, bleiben die Renditen für potenzielle Neuanleger zu niedrig, um damit (allein) die notwendigen Ertragserfordernisse zu generieren. Insbesondere Staatsanleihen bleiben für Anleger unattraktiv.

Unternehmensanleihen, insbesondere die mit einem schlechteren Rating (also BBB und High Yield), sowie Schwellenländeranleihen profitieren dagegen von der guten Konjunktur und den damit verbundenen geringen Ausfallwahrscheinlichkeiten. Aktien können sie aber vom Ertragspotenzial dennoch nicht das Wasser reichen. Vor allem europäische Unternehmen sind auch nach der Rallye der letzten Wochen immer noch attraktiv. Im DAX haben immerhin 80 Prozent der Firmen, die bislang Quartalszahlen berichtet haben, die Gewinnerwartungen übertroffen; in der Historie gelang dies nur zu gut 50 Prozent. Bei den Umsätzen lag der Anteil positiver Überraschungen sogar bei mehr als 90 Prozent, einen höheren Wert hat es laut Factset-Datenbank noch nie gegeben. Allerdings muss man berücksichtigen, dass es im 1. Quartal 2017 wegen der späten Lage der Osterfeiertage mehr Arbeitstage gegeben hat als im Vorjahr. Auch für die europäischen Blue-Chip-Indizes Stoxx 50 und Euro Stoxx 50 kommen unsere Auswertungen der Berichtssaison zu ähnlich hervorragenden Ergebnissen. Wie in den USA sind es vor allem zyklische Sektoren, wie Bau und Technologie sowie die Finanzwerte, die besonders positiv überrascht haben.

Die gute Berichtssaison hat beim DAX dazu geführt, dass die Gewinnerwartungen von den Analysten nach oben

revidiert werden mussten. Für das nächste Jahr sind die prognostizierten Gewinne auf zuletzt gut 960 Indexpunkte angestiegen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der erwarteten Gewinne liegt nun bei 13,9, sodass sich als neues Kursziel für den DAX ein Wert von 13.400 Punkten ableiten lässt. Wendet man diese Überlegungen auch auf andere Indizes an, ergeben sich Kursziele von 2.630 Punkten beim S&P 500 (bisher: 2.550) und von 3.900 Punkten beim Euro Stoxx 50 (bisher: 3.650).



An dieser Stelle sei noch einmal darauf hingewiesen, dass solche „punktgenauen“ Kursziele immer nur als grobe Indikation zu verstehen sind und in erster Linie das Chance-Risiko-Verhältnis einer Aktienanlage beleuchten sollen. Dies liegt daran, dass beispielsweise für den DAX die Gewinnerwartungen aller 30 Unternehmen per Ende 2018 so eintreffen müssten, wie sie heute prognostiziert werden und sich zudem noch der Bewertungsmultiplikator nicht verändern dürfte. In einer Zeit mit wenigen attraktiven Anlagealternativen, abnehmenden politischen Risiken und einem guten wirtschaftlichen Fundament sind Anleger aber häufig bereit, höhere Bewertungen in Kauf zu nehmen. Jede Veränderung des KGVs um einen Punkt führt bei den mittlerweile erreichten DAX-Gewinnen zu einer Veränderung des Kursziels um rund 1.000 Punkte. Sinkt das KGV auf 12, wäre ein DAX von 11.500 Punkten realistisch, steigt das KGV jedoch auf 15 könnte dagegen ein Wert von mehr als 14.000 Punkten erreicht werden.

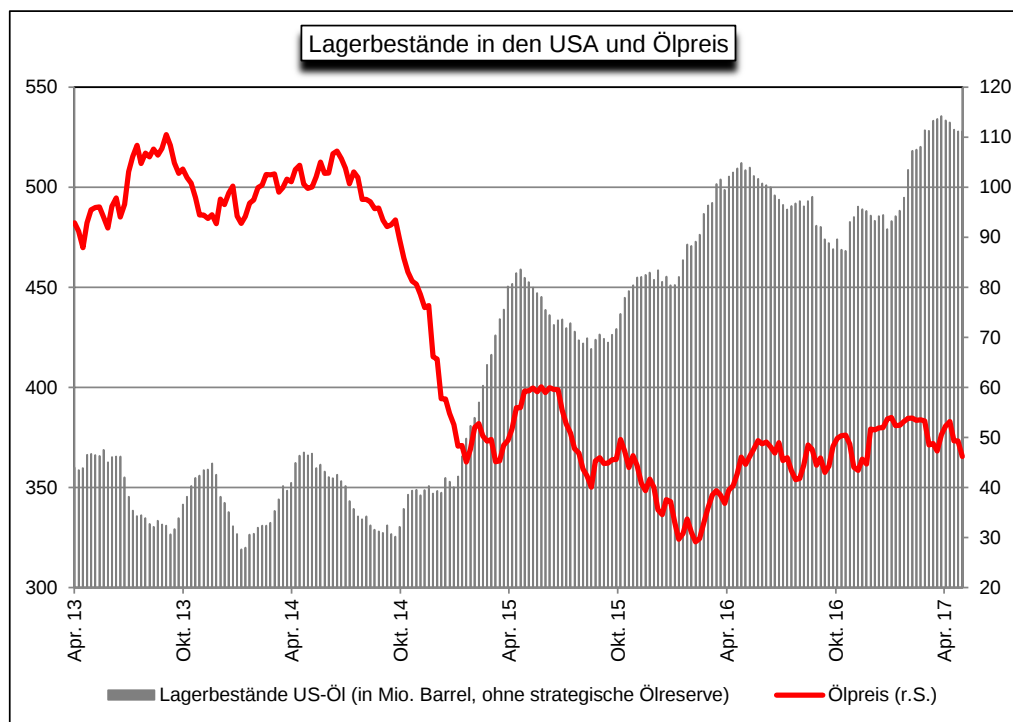
Auch wenn eine Verschnaufpause am Aktienmarkt eigentlich mehr als überfällig ist, raten wir von einem Rückzug ab, weil es aus unserer Sicht keine wirklich guten Argumente gibt, die für einen nachhaltigen Rücksetzer sprechen. Auch der bekannten Börsenregel „Sell in May“ wollen wir nicht folgen, weil der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass diese Regel nicht erfolgreicher ist als ein Münzwurf. Die Suche nach einfachen und Erfolg versprechenden Börsenregeln ähnelt der Suche nach dem Heiligen Gral. Doch es zeigt sich, dass solche einfache Regeln für die Praxis nicht viel taugen. Anleger müssen sich also etwas mehr Gedanken machen, wenn sie erfolgreich am Kapitalmarkt agieren wollen. Man muss auf Wirtschaftsdaten, Unternehmensergebnisse, die Geldpolitik der Notenbanken und auf politische Ereignisse achten, die die Aktienkurse beeinflussen - und nicht auf den Kalender.

Wochenausblick für die Zeit vom 15. Mai bis 19. Mai 2017

	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai.	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	13,8	16,6	10,4	12,8	19,5	19,8	16. Mai
D: ZEW Lageeinschätzung	63,5	77,3	76,4	77,3	80,1	81,0	16. Mai
D: Produzentenpreise, m/m	0,4%	0,7%	0,2%	0,0%	0,1%		19. Mai
D: Produzentenpreise, y/y	1,0%	2,4%	3,1%	3,1%	3,1%		19. Mai
E-19: Konsumentenpreise, m/m - final	0,5%	-0,8%	0,4%	0,8%	0,4%		17. Mai
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,1%	1,8%	2,0%	1,5%	1,9%		17. Mai
E-19: Kerninflationsrate, m/m - final	0,4%	-1,7%	0,4%	1,4%	0,5%		17. Mai
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%	1,2%		17. Mai
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,1	-4,8	-6,2	-5,0	-3,6	-2,5	19. Mai
	Q3 16		Q4 16		Q1 17		
E-19: BIP, q/q – S.A.	0,4%		0,4%		0,5%		16. Mai
E-19: BIP, y/y – S.A.	1,8%		1,7%		1,7%		16. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ölpreis mit Aufwärtspotential



Gestern Nachmittag wurden die Zahlen zu den Rohöl Lagerbeständen in den USA veröffentlicht: Mit einer Reduzierung um 5,25 Mio. Barrel im Vergleich zur Vorwoche handelte es sich dabei um den stärksten Rückgang in diesem Jahr. In den vergangenen Jahren hat vor allem die starke Ausweitung der Ölförderung in den USA durch das Fracking zu einem globalen Überangebot an Öl und einem Preisverfall, der in den USA deutliche Spuren hinterlassen hat, geführt. So ist die Zahl der aktiven Bohrtürme von gut 1.600 im Oktober 2014 bis auf fast 300 im Mai 2016 gesunken. Die Verdoppelung des Preises seit dem vergangenen Frühjahr hat das Fracking in den USA jedoch wieder attraktiver gemacht und die Zahl der aktiven Bohrtürme hat sich mittlerweile wieder auf mehr als 700 erhöht. Gegen die erneute Fördermengenausweitung in den USA steht die Ankündigung von elf der dreizehn OPEC-

Länder und elf anderer Nicht-OPEC-Ländern aus dem November 2016, die Ölförderung um insgesamt 1,8 Mio. Barrel pro Tag zu reduzieren. Von der bislang vergleichsweise hohen Einhaltung der vereinbarten Fördermengenkürzungen konnte der Ölpreis in den vergangenen Wochen jedoch noch nicht profitieren. Im Gegenteil, zuletzt fiel der Ölpreis der Sorte WTI wieder unter die Marke von 50 US-Dollar, weil viele Marktteilnehmer befürchten, dass die OPEC-Kürzungen nicht ausreichen, um ein neues Gleichgewicht zu schaffen. Deshalb sind vor allem die US-Lagerbestände im Moment der Schlüsselfaktor für den Ölpreis. Die am nächsten Mittwoch veröffentlichten Daten müssen zeigen, ob sich der Trend einer weiteren Abnahme fortsetzt. Sollte dies der Fall sein, stehen die Chancen, dass der Ölpreis sich wieder in Richtung 55 bis 60 US-Dollar bewegt, nicht schlecht.

	Stand	Veränderung zum			
	11.05.2017 17:19	04.05.2017 -1 Woche	10.04.2017 -1 Monat	10.02.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20856	-0,5%	1,0%	2,9%	5,5%
S&P 500	2387	-0,1%	1,3%	3,1%	6,6%
Nasdaq	6129	0,9%	4,2%	6,9%	13,9%
DAX	12695	0,4%	4,1%	8,8%	10,6%
MDAX	24892	-0,5%	2,9%	8,1%	12,2%
TecDAX	2147	0,2%	4,4%	14,7%	18,5%
EuroStoxx 50	3621	-0,2%	4,1%	10,7%	10,1%
Stoxx 50	3250	0,7%	2,9%	6,9%	8,0%
SMI (Swiss Market Index)	9066	1,0%	5,2%	7,2%	10,3%
FTSE 100	7382	1,8%	0,5%	1,7%	3,4%
Nikkei 225	19900	2,3%	5,9%	2,7%	4,1%
Brasilien BOVESPA	67491	4,1%	4,4%	2,1%	12,1%
Russland RTS	1103	2,0%	1,7%	-5,3%	-4,3%
Indien BSE 30	30251	0,4%	2,3%	6,8%	13,6%
China Shanghai Composite	3062	-2,1%	-6,4%	-4,2%	-1,4%
MSCI Welt (in €)	1896	1,0%	-0,1%	2,1%	5,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	995	2,0%	1,1%	4,6%	11,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	160,41	-49	-258	-350	-374
Bobl-Future	131,37	-15	-118	-243	-226
Schatz-Future	112,10	-8	-36	-30	-19
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,29	2	0	-5	0
3 Monats \$ Libor	1,18	0	3	14	18
Fed Funds Future, Dez 2017	1,29	4	5	19	0
10-jährige US Treasuries	2,40	4	4	-3	-5
10-jährige Bunds	0,42	3	21	10	31
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	3	0	-4	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,04	4	20	16	17
US Treas 10Y Performance	572,11	-0,5%	-0,3%	0,3%	0,5%
Bund 10Y Performance	605,59	-0,2%	-1,9%	-0,8%	-1,2%
REX Performance Index	480,63	-0,5%	-1,1%	-0,9%	-1,0%
IBOXX AA, €	0,75	1	12	4	7
IBOXX BBB, €	1,38	-2	-2	-17	-12
ML US High Yield	6,09	-2	-6	-8	-37
JPM EMBI+, Index	816	0,0%	1,3%	2,5%	5,6%
Wandelanleihen Exane 25	7243	0,0%	2,4%	4,8%	4,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	406,23	0,7%	-2,7%	-6,1%	-3,4%
MG Base Metal Index	287,46	-0,5%	-3,9%	-5,2%	2,7%
Rohöl Brent	51,02	3,8%	-8,8%	-10,3%	-10,0%
Gold	1224,58	-0,4%	-2,2%	-0,5%	5,8%
Silber	16,22	-0,2%	-9,5%	-9,8%	1,1%
Aluminium	1859,50	-2,5%	-2,7%	-0,4%	9,1%
Kupfer	5475,25	-0,8%	-4,2%	-10,0%	-0,9%
Eisenerz	60,00	-5,5%	-18,4%	-30,2%	-25,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1005	0,1%	-18,4%	43,2%	4,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0873	-0,5%	2,8%	2,3%	3,1%
EUR/ GBP	0,8441	-0,4%	-1,0%	-0,8%	-1,1%
EUR/ JPY	123,67	0,3%	5,1%	2,5%	0,2%
EUR/ CHF	1,0944	0,9%	2,5%	2,6%	1,9%
USD/ CNY	6,9023	0,1%	0,0%	0,3%	-0,7%
USD/ JPY	114,29	1,6%	3,0%	0,9%	-2,2%
USD/ GBP	0,7764	0,3%	-3,5%	-3,1%	-4,1%

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 hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.