

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

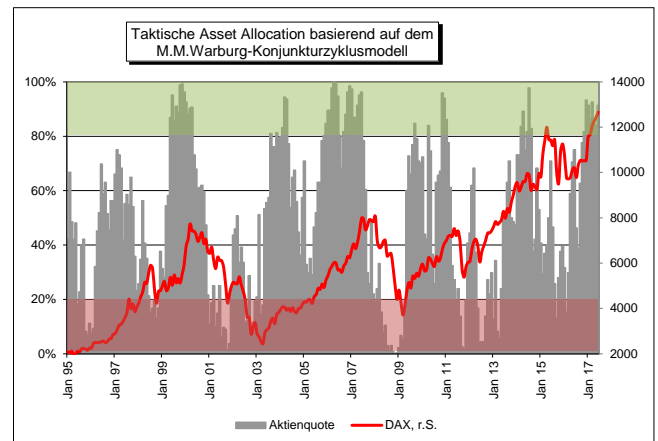
Rahmenbedingungen für Aktien bleiben gut

2017 war von wenigen Ausnahmen abgesehen bislang ein gutes Jahr für Aktienanleger, und vieles spricht dafür, dass sich die positive Wertentwicklung in den nächsten Monaten fortsetzen wird. Zwar gerieten vor allem in Europa die Kurse Ende des 2. Quartals aufgrund des plötzlichen Anstiegs der Renditen für Staatsanleihen und der damit verbundenen Aufwertung des Euro zwischenzeitlich etwas unter Druck, doch kam es in den vergangenen Wochen zu einer leichten Erholung an den Aktienmärkten. Vor allem in den USA erklommen der Dow Jones, der S&P 500 und die Technologiebörse Nasdaq neue historische Höchststände. Anleger in Europa profitierten allerdings wegen der anhaltenden Schwäche des US-Dollar hiervon kaum. Während der Dow Jones und der S&P 500 seit Jahresbeginn in US-Dollar gerechnet um rund zehn Prozent zugelegt haben, liegen die Kurse in Euro umgerechnet mehr oder weniger auf einem im Vergleich zum Jahresbeginn unveränderten Niveau.

Die Schwäche des Greenbacks gegenüber dem Euro ist dabei vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen. Zum einen ist die ursprüngliche Trump-Euphorie mittlerweile von einer großen Skepsis abgelöst worden, weil der neue US-Präsident bisher bei der Umsetzung wichtiger politischer Themen keinen Schritt voran gekommen ist. Die Abschaffung der Krankenversicherung in ihrer bisherigen Form („Obamacare“) und ihr Ersatz durch ein neues System hat bislang nicht die notwendige Mehrheit unter den republikanischen US-Senatoren gefunden. Von daher wird befürchtet, dass Trump auch mit dem für die Börse gleich wichtigeren Thema einer umfassenden Steuerreform scheitern könnte. Diese Sorgen sind allerdings übertrieben, denn die Umsetzung bzw. das Scheitern des einen Themas hat nichts mit der Erfolgswahrscheinlichkeit des anderen politischen Programmpunktes zu tun. Im Gegenteil, sollten die Republikaner mit der Abschaffung von Obamacare scheitern, würde dies den Druck erhöhen, bei einer Steuerreform wie im Wahlkampf in Aussicht gestellt „zu liefern“. Zum anderen haben US-Dollar und der Euro sehr stark auf eine mögliche Veränderung der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank reagiert. Unseres Erachtens haben viele Marktteilnehmer jedoch überreagiert und überschätzen die Schnelligkeit und das Ausmaß einer möglichen geldpolitischen Veränderung seitens der EZB, während die zu erwartenden Anpassungen der Fed unterschätzt werden. Wir halten deswegen an unserer Prognose eines EUR/USD-Wechselkurses von 1,10 zum Jahresende fest.

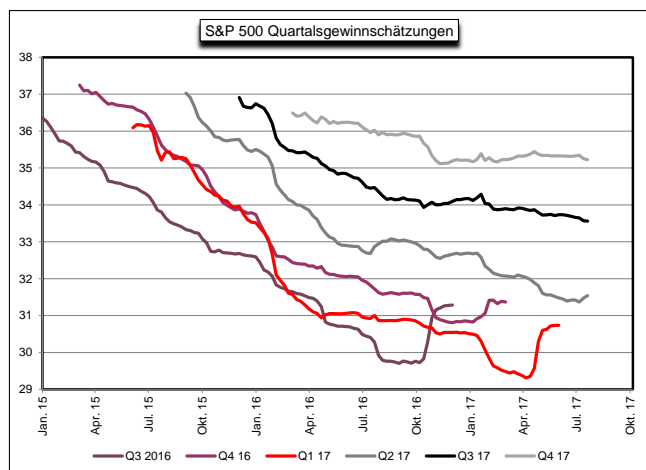
Darüber hinaus stellt sich das makroökonomische Umfeld für die Aktienanlage unverändert positiv und stabil dar. Das Warburg-Konjunkturzyklusmodell, das von uns seit vielen Jahren zur Steuerung der taktischen Asset-Allocation verwendet wird, signalisiert weiterhin, dass risikobehaftete Anlagen wie Aktien stark übergewichtet werden sollten – und das mittlerweile seit Ende des vergangenen Jahres. Besser als im Moment waren die Rahmenbedingungen nur im Jahr 1999 bzw. in der Marktphase zwischen Anfang 2006 und Mitte 2007. Damals konnte der DAX jeweils von

rund 5.000 auf 8.000 Punkte zulegen, also um rund 60 Prozent. Ende 2016, als das Konjunkturzyklusmodell erstmals deutlich angesprochen ist, lag der DAX bei rund 10.500 Punkten. Erneut einen Zuwachs von 60 Prozent zu erwarten wäre sicherlich vermessen, unser Kursziel von 13.400 Punkten zum Jahresende halten wir jedoch weiterhin für erreichbar.



Wichtigste Triebfeder für die Aktienmärkte ist im Moment die Berichtssaison für das zweite Quartal. Nach dem überaus positiven Verlauf der Q1-Berichterstattung richten sich nun die Augen auf das Abschneiden der Unternehmen in Q2. Während es in Deutschland und im Rest Europas noch etwas dauert, bis die Berichtssaison Fahrt aufnimmt, lassen sich in den USA schon erste wichtige Tendenzen erkennen. So haben aus dem S&P 500 fast 80 Unternehmen ihr Zahlenwerk berichtet, aus dem Dow Jones acht Firmen und aus dem Nasdaq 100 dreizehn. Im Unterschied zu vielen anderen Berichtsperioden ist es diesmal im Vorfeld nur zu wenigen Anpassungen bei den Analystenschätzungen nach unten gekommen. Normalerweise nehmen diese ihre Prognosen vor dem Beginn einer Berichtssaison deutlich zurück, sodass es den Unternehmen relativ einfach gemacht wird, die reduzierten Erwartungen zu übertreffen. Dies erklärt, warum im Durchschnitt der letzten Jahre rund 70 Prozent der US-Unternehmen in der Lage waren, beim Gewinn positiv zu überraschen.

Im 1. Quartal 2017 schafften es 78 Prozent der Unternehmen aus dem S&P 500, die Gewinnerwartungen zu übertreffen, 65 Prozent der Firmen erzielten Umsätze, die besser waren als erwartet. Für den Dow Jones lag der Anteil der positiven Überraschungen bei 87 bzw. 50 Prozent, für die Nasdaq 100 bei 75 bzw. 70 Prozent. Bemerkenswert war vor allem der hohe Anteil positiver Umsatzüberraschungen, weil dies als Indiz für eine grundsätzliche Verbesserung der wirtschaftliche Entwicklung zu werten ist. Insofern relativierte die sehr gute Berichtssaison das vergleichsweise schwache Abschneiden der Realwirtschaft, denn das reale US-BIP wuchs im ersten Quartal nur mit einer auf das Gesamtjahr hochgerechneten Rate von 1,4 Prozent. Im Vergleich zum Vorjahresquartal legte das reale BIP in Q1 um 2,1 Prozent zu, die Unternehmensgewinne dagegen um fast 15 Prozent.



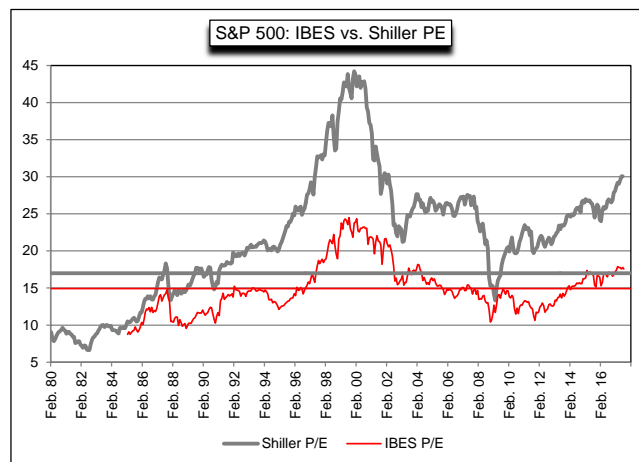
Nach den bislang für das zweite Quartal 2017 vorliegenden Zahlen haben im S&P 500 78 Prozent der Unternehmen die Gewinnerwartungen und 75 Prozent die Umsatzerwartungen übertroffen. Für den Dow Jones liegen die Quoten der positiven Überraschungen bei 88 bzw. 71 Prozent und für die Nasdaq 100 bei 85 und 92 Prozent. Das Zwischenfazit, das sich im Moment ziehen lässt, lautet von daher: Die Berichtssaison läuft sehr gut an, vor allem die US-Technologieunternehmen konnten bislang überragende Zahlen präsentieren. Diese Bild wird bestätigt mit Blick auf die elf verschiedenen Sektoren im S&P 500. Alle zehn Unternehmen aus dem Sektor Information Technology, die bisher Zahlen vorgelegt haben, konnten die Gewinnerwartungen der Analysten übertreffen. Acht Unternehmen erzielten zudem höhere Umsätze als erwartet wurde.

Die bislang sehr gut verlaufende Berichtssaison ist sicherlich ursächlich dafür, dass die US-Börsen in den vergangenen Tagen neue historische Höchststände erreicht haben. Dennoch fällt auf, dass trotz der hohen Anzahl an positiven Gewinn- und Umsatzüberraschungen ein deutlich geringerer Anteil der berichtenden Unternehmen im Kurs zugelegt hat. Im S&P 500 verzeichneten beispielsweise nur 41 Prozent der Unternehmen eine positive Kursreaktion nach der Vorlage ihrer Zahlen, im Dow Jones legten 50 und im Nasdaq 100 60 Prozent der Firmen im Kurs zu. Dieses als „sell on good news“ bekannte Phänomen ist häufig im Laufe einer Berichtssaison zu beobachten. Da aber mittel- und langfristig die Unternehmensergebnisse der wichtigste Faktor für die Kursentwicklung am Aktienmarkt sind, reagieren viele Titel dann mit einer kurzen zeitlichen Verzögerung doch noch positiv. Dies spricht dafür, dass die im Moment laufende Sommerrallye durchaus noch weitergehen wird.

Zwei Sektoren, die ein besonders eklatantes Auseinanderdriften von Gewinn- und Umsatzüberraschungen und der im Anschluss zu beobachtenden Kursentwicklung aufweisen, sind zum einen der Finanz- und zum anderen der Technologiesektor im S&P 500. Von den 20 Finanzwerten konnten zwar 80 Prozent die Gewinnerwartungen und 70 Prozent die Umsatzerwartungen übertreffen, mit höheren Börsenkursen reagierten aber gerade einmal 20 Prozent der Firmen darauf. Vor allem den Großbanken gelang es nicht (zumindest nicht auf Anhieb), die Anleger zu überzeugen. Mit Ausnahme von Morgan Stanley verzeichneten sowohl

die Bank of America als auch die Citigroup, J.P.Morgan und Goldman Sachs Kursverluste im Anschluss an die Veröffentlichung ihrer Zahlen, obwohl alle Unternehmen die Gewinn- und Umsatzerwartungen übertrafen. Auch bei den Technologiewerten verzeichneten gerade einmal vier der zehn Unternehmen steigende, aber dafür sechs Firmen fallende Kurse.

Die größte Sorge der Anleger hinsichtlich der weiteren Entwicklung am Aktienmarkt betrifft im Moment die Frage, ob Aktien – insbesondere in den USA – mittlerweile nicht zu teuer geworden sind. So weist der S&P 500 ein Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Unternehmensgewinne von 17,5 auf. Dies ist die höchste Bewertung seit dem Jahr 2004 bzw. seit der „dot-com-bubble“ Ende der 1990er Jahre. Damals wurde in der Spitze ein KGV von rund 25 erreicht. Einer der traditionell eher teuren Sektoren ist Technologie, wobei dieser im Moment mit einem KGV von knapp 19 nur etwas höher bewertet ist als der Gesamtmarkt. Mit besonderer Aufmerksamkeit wird von vielen Marktteilnehmern das sogenannte Shiller-KGV verfolgt, das von dem Ökonom und Nobelpreisträger Robert James Shiller entwickelt wurde. Im Unterschied zum „normalen“ KGV verwendet Shiller die durchschnittlichen Gewinne der vergangenen zehn Jahre, die zudem um die Inflationsentwicklung bereinigt werden. Auf Basis dieser Vorgehensweise errechnet sich im Moment ein Shiller-KGV von rund 30, auch dies ist der höchste Wert seit Anfang 2002.



Allgemein wird davon ausgegangen, dass ein Shiller-KGV von 17 oder mehr, das über dem seit dem Jahr 1900 berechneten Durchschnittswert, liegt, einen (zu) teuren Aktienmarkt signalisiert. Allerdings gilt sowohl für das Shiller- als auch für das „normale“ KGV, dass diese für Timingzwecke meistens wenig brauchbar sind. Dieser Einschätzung scheint auch Robert Shiller selbst zuletzt Tribut gezollt zu haben. In einem Interview¹ mit der US-amerikanischen Wirtschaftszeitung Fortune am 26. Mai 2017 erklärte er überraschend, dass er neben den Branchen Consumer Staples, Industrie und Gesundheit auch den Technologiesektor im Moment für eher günstig bewertet hält. Insofern deckt sich dies mit unserer Einschätzung, dass die Aktienkurse noch Luft nach oben haben.

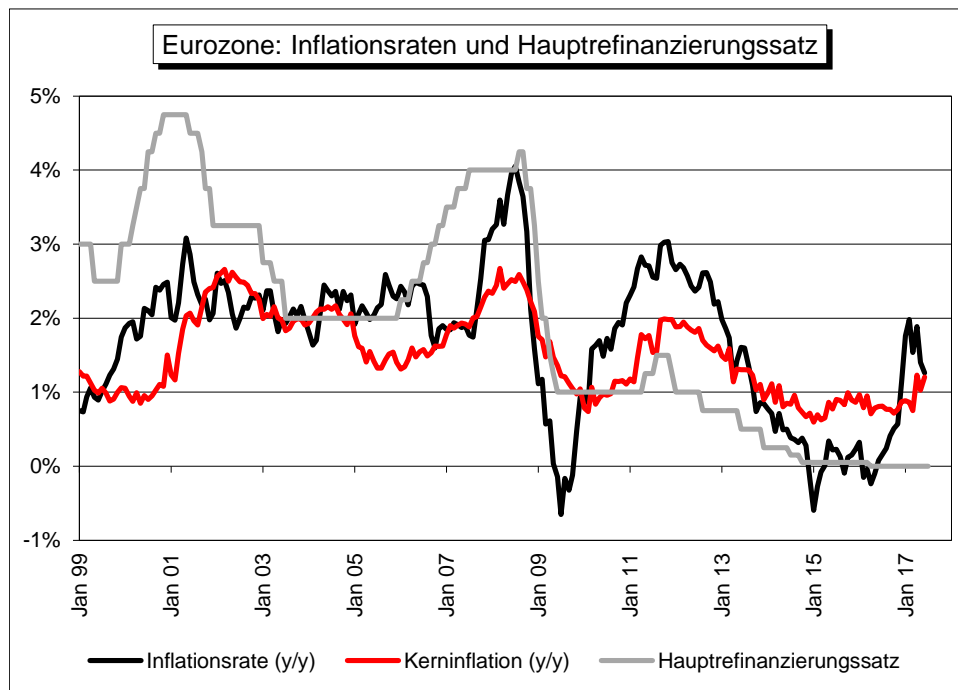
¹ <http://fortune.com/2017/05/26/stock-market-robert-shiller-pe-tech-stocks/>

Wochenausblick für die Zeit vom 24. Juli bis 28. Juli 2017

	Mrz.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	58,3	58,2	59,5	59,6	59,7		24. Juli
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	55,6	55,4	55,4	54,0	54,2		24. Juli
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	112,2	113	114,6	115,1	115,3		25. Juli
D: Ifo-Geschäftserwartungen	105,4	105,2	106,5	106,8	106,9		25. Juli
D: Ifo-Lageeinschätzung	119,5	121,4	123,3	124,1	124,3		25. Juli
D: GfK Konsumklima	10,0	9,8	10,2	10,4	10,6	10,8	27. Juli
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,2%	0,0%	-0,2%	0,2%	0,1%		28. Juli
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,6%	2,0%	1,5%	1,6%	1,4%		28. Juli
D: Importpreise, m/m	-0,5%	-0,1%	-1,0%	0,2%			28. Juli
D: Importpreise, y/y	6,1%	6,1%	4,1%	3,8%			28. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	56,2	56,7	57,0	57,4	57,6		24. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	56,0	56,4	56,3	55,4	55,6		24. Juli
E-19: M3, y/y	5,3%	4,9%	5,0%	4,9%			27. Juli
E-19: Geschäftsklima	0,82	1,1	0,9	1,15	1,3		27. Juli
E-19: Wirtschaftsvertrauen	108	109,7	109,2	111,1	113,0		27. Juli
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-5,1	-3,6	-3,3	-1,3	-0,8		27. Juli
E-19: Industrievertrauen	1,3	2,6	2,8	4,5	4,9		27. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB – „Wait and see...“



Die EZB hat auf ihrer heutigen Sitzung keine Änderungen an der geldpolitischen Ausrichtung vorgenommen. Die Marktteilnehmer, die auf einen Hinweis auf einen möglichen Startzeitpunkt für ein Zurückfahren des Anleihekaufprogramms gehofft hatten, wurden von EZB-Präsident Draghi auf den Herbst vertröstet. Die EZB sieht trotz einer positiven konjunkturellen Entwicklung und der anhaltend expansiven Geldpolitik noch keine nachhaltigen Anzeichen dafür, dass die Inflation in Richtung des EZB-Ziels von nahe, aber unter 2% ansteigt. Daher hat der EZB-Rat einstimmig beschlossen, die

„Forward Guidance“ in Bezug auf das Anleihekaufprogramm nicht zu ändern. Viele Marktteilnehmer hatten erwartet, dass der Passus gestrichen wird, indem die EZB darauf hinweist, dass nötigenfalls das Anleihekaufprogramm sogar noch ausgeweitet werden kann. Mit großer Spannung werden nun die Blicke auf das September-Meeting der EZB gerichtet werden. Auf der Basis der dann vorliegenden Inflationsdaten und -prognosen wird der EZB-Rat eine Entscheidung in Bezug auf den Fahrplan für das Anleihekaufprogramm in 2018 fällen müssen. Bis dahin heißt es „Abwarten“.

	Stand 20.07.2017	Veränderung zum			
		13.07.2017 -1 Woche	19.06.2017 -1 Monat	19.04.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	21594	0,2%	0,3%	5,8%	9,3%
S&P 500	2471	1,0%	0,7%	5,7%	10,4%
Nasdaq	6385	1,8%	2,3%	8,9%	18,6%
DAX	12447	-1,5%	-3,4%	3,6%	8,4%
MDAX	24857	-0,9%	-2,6%	3,6%	12,0%
TecDAX	2292	0,1%	-0,2%	13,8%	26,5%
EuroStoxx 50	3497	-0,9%	-2,3%	2,2%	6,3%
Stoxx 50	3148	-0,5%	-2,3%	1,4%	4,6%
SMI (Swiss Market Index)	9026	0,2%	-0,1%	5,8%	9,8%
FTSE 100	7490	1,0%	-0,5%	5,3%	4,9%
Nikkei 225	20021	-0,4%	-0,2%	8,6%	4,7%
Brasilien BOVESPA	64981	-0,3%	4,8%	2,5%	7,9%
Russland RTS	1038	0,7%	3,9%	-2,9%	-10,0%
Indien BSE 30	31904	-0,4%	1,9%	8,8%	19,8%
China Shanghai Composite	3245	0,8%	3,2%	2,4%	4,6%
MSCI Welt (in €)	1959	-0,8%	-2,7%	-1,7%	1,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1060	-0,1%	0,7%	2,5%	11,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,05	90	-260	-120	-210
Bobl-Future	131,89	33	-92	-45	-174
Schatz-Future	111,98	5	-8	-41	-31
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	0	0	-3	0
3 Monats \$ Libor	1,31	0	3	15	31
Fed Funds Future, Dez 2017	1,23	-2	0	9	0
10-jährige US Treasuries	2,24	-11	5	4	-21
10-jährige Bunds	0,53	-1	25	32	42
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	-1	3	7	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,01	-1	15	28	21
US Treas 10Y Performance	581,46	0,8%	-0,5%	-0,1%	2,1%
Bund 10Y Performance	602,49	0,6%	-1,8%	-2,4%	-1,7%
REX Performance Index	480,01	0,1%	-0,8%	-1,4%	-1,1%
IBOXX AA, €	0,83	-6	7	19	16
IBOXX BBB, €	1,37	-7	5	-6	-13
ML US High Yield	5,97	-14	0	-17	-48
JPM EMBI+, Index	826	0,7%	0,0%	1,6%	7,0%
Wandelanleihen Exane 25	7213	0,0%	-0,7%	1,9%	4,3%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	405,65	1,5%	2,7%	-2,2%	-3,6%
MG Base Metal Index	304,43	0,4%	5,1%	4,8%	8,8%
Rohöl Brent	49,40	1,8%	4,2%	-9,4%	-12,9%
Gold	1246,31	2,3%	-0,2%	-2,7%	7,7%
Silber	16,27	3,6%	-1,7%	-10,3%	1,4%
Aluminium	1894,00	-0,6%	1,0%	0,3%	11,2%
Kupfer	5929,50	1,3%	4,0%	7,4%	7,4%
Eisenerz	69,00	5,3%	22,1%	10,4%	-13,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	948	6,8%	11,8%	-25,8%	-1,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1639	1,9%	3,9%	8,5%	10,4%
EUR/ GBP	0,8970	1,7%	2,5%	7,2%	5,1%
EUR/ JPY	129,85	0,5%	4,5%	11,1%	5,2%
EUR/ CHF	1,1056	0,4%	1,7%	3,4%	3,0%
USD/ CNY	6,7570	-0,4%	-0,9%	-1,9%	-2,8%
USD/ JPY	111,98	-1,2%	0,4%	2,9%	-4,2%
USD/ GBP	0,7708	-0,3%	-1,7%	-1,3%	-4,8%

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 herein 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.