

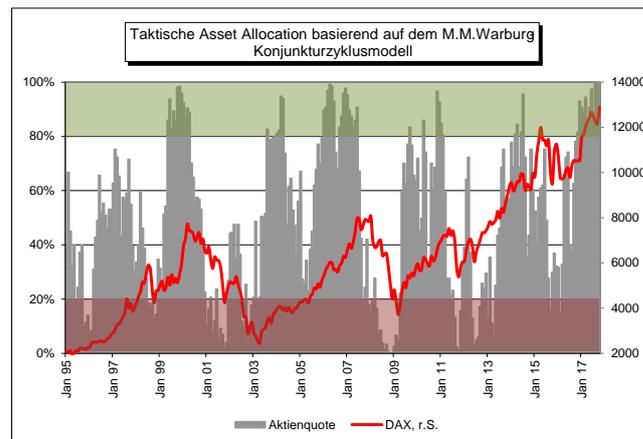
DAX 13.000: Besteht noch Luft nach oben?

Die Entwicklung an den Aktienmärkten im Jahr 2017 hat die zu Beginn des Jahres geäußerten Erwartungen der meisten Marktteilnehmer deutlich in den Schatten gestellt. Nachdem der DAX das Jahr 2016 bei 11.481 Punkten beendet hatte, wurde ihm für dieses Jahr im Durchschnitt der Prognosen nur ein Anstieg auf 11.629 Punkte zugetraut. Zur Ehrenrettung der Analysten sei darauf verwiesen, dass die meisten Prognosen Ende November und Anfang Dezember 2016 aufgestellt wurden und der DAX zu diesem Zeitpunkt noch deutlich unter der 11.000 Punkte-Marke notierte. Angesichts des turbulenten Jahres 2016, das mit der Brexit-Entscheidung am 23. Juni sowie der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten am 8. November zwei handfeste Überraschungen mit sich brachte, überwog die Vermutung, dass risikobehafteten Wertpapieren in einem solchen Umfeld keine großen Sprünge zuzutrauen wären.

Wie wir heute wissen, war dies eine grundlegend falsche Einschätzung. Diese beruhte in erster Linie auf der Annahme, dass die politischen Risiken die Kapitalmärkte ausbremsen würden. Vor allem das europäische „Superwahljahr“ mit Abstimmungen in den Niederlanden, in Frankreich und in Deutschland, aber auch der Beginn der Brexit-Verhandlungen und die Unsicherheiten hinsichtlich der zu erwartenden konkreten Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik von Donald Trump hielten viele Anleger von einem Engagement am Aktienmarkt ab. Dabei wurde (und wird) jedoch übersehen, dass nicht die Politik, sondern die wirtschaftliche Entwicklung über die grundsätzliche Richtung und damit über Wohl und Wehe am Aktienmarkt entscheidet. Dabei gilt die Aussage, dass sich risikobehaftete Anlagen wie Aktien während eines konjunkturellen Aufschwungs positiver entwickeln als „sichere“ Anlageformen, wie beispielsweise Geldmarktanlagen, Termingelder, Sparbücher, Staatsanleihen oder auch Gold.

Die gute Aktienmarktentwicklung in diesem Jahr ist unseres Erachtens vor allem auf die äußerst positive und stabile Verfassung der Weltwirtschaft zurückzuführen. Die OECD-Frühindikatoren für die 35 größten Industrieländer haben sich seit dem Sommer 2016 Monat für Monat verbessert. Hinzu kommt, dass auch die Schwellenländer an diesem Aufschwung teilnehmen. Das erste Mal seit der Finanz- und Wirtschaftskrise befindet sich die Weltwirtschaft somit in einem synchron verlaufenden Aufschwung. Alle OECD-Länder und fast alle Schwellenländer werden in diesem und im nächsten Jahr eine positive Wachstumsrate aufweisen. Auch wenn die erwarteten Wachstumsraten 2017 und 2018 immer noch niedriger sind als es vor der Krise 2008 der Fall war, ist die zunehmende Breite des Aufschwungs ein besonders positiver Faktor. Je mehr Volkswirtschaften an einem Aufschwung teilhaben, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Länder gegenseitig befruchten. Von daher ist es wahrscheinlich, dass die Wachstumsprognosen vom IWF, der OECD oder der Weltbank für dieses und für nächstes Jahr immer noch zu vorsichtig und somit weitere positive Konjunkturüberraschungen zu erwarten sind.

Zu diesem Ergebnis kommt auch unser Konjunkturzyklusmodell, das wir im Jahr 2000 entwickelt haben und das uns seit mehr als 15 Jahren in Echtzeit Signale für die taktische Asset Allocation liefert. Diese Modell wertet rund 30 Zeitreihen aus, von denen die meisten Frühindikatoren sind und die übrigen Zeitreihen Informationen aus den Finanzmärkten abbilden. Je positiver die Signale, desto höher sollte die Aktienquote bzw. die Quote risikobehafteter Anlageformen in einem Portfolio sein. In den starken Abschwungphasen des Aktienmarktes von 2000 bis 2003 und in den Jahren 2008 und 2009 hat das Modell sehr frühzeitig gewarnt und sowohl von Sommer 2000 und Frühjahr 2003 als auch von Herbst 2007 bis Frühjahr 2009 eine sehr niedrige Aktienquote empfohlen. Von Sommer 2003 bis Frühjahr 2004 hat das Modell dagegen ein Signal für eine starke Übergewichtung gegeben, ebenso für den Zeitraum vom Beginn des Jahres 2006 bis zum Sommer 2007. Während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 konnte mit dieser Vorgehensweise größerer Schaden für Anleger abgewendet werden, obwohl das Modell weder die Pleite von Lehman Brothers, noch die folgende Subprime-Krise vorhersehen konnte. Allein die signifikante Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vor dem Ausbruch der Krise wurde mit diesem Ansatz richtig und zeitnah erkannt.



Seit Dezember letzten Jahres sind die Konjunkturdaten in Summe so gut, dass unser Modell wieder eine starke Übergewichtung bzw. Vollausschöpfung der zulässigen Aktienquote empfiehlt. Diese Positionierung wurde das gesamte Jahr über beibehalten. Die zwischenzeitliche Schwächephase vor allem der europäischen Aktienmärkte von Anfang Juni bis Anfang September war eine technische Konsolidierungsphase, die nichts mit den fundamentalen Rahmenbedingungen zu tun hatte. Denn diese blieben auch während der Sommermonate unverändert positiv. Wer analog zum Modell die hohe Aktienquote durchgehalten hat, wurde hierfür zuletzt mit einer guten Wertentwicklung belohnt.

Angesichts des erreichten Kursniveaus fragen sich allerdings viele Anleger, ob überhaupt noch weiteres Potenzial an den Aktienmärkten besteht oder ob man nicht langsam den Fuß vom Gas nehmen sollte. Vor allem diejenigen, die nicht investiert sind, verweisen darauf, dass es eine Reihe von Risiken gibt, die die Börsen ausblenden. Hierzu zählen unter anderem politische Themen, wie die mögliche Ab-

spaltung Kataloniens von Spanien und dem davon ausgehenden Signal für die gesamte Eurozone, der schwelende Konflikt zwischen Nordkorea (Kim Jong-un) und den USA (Donald Trump) oder auch die im kommenden Jahr anstehende Wahl in Italien. Aber auch die Solidität des Aufschwungs wird von den Skeptikern mit vielen Argumenten in Frage gestellt. So sei dieser doch in erster Linie auf billigem Geld gebaut. Wenn aber die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank in absehbarer Zeit den Geldhahn zudrehen und die Zinsen vielleicht sogar stärker als allgemein erwartet erhöhen, dürfte dies für die Aktienkurse alles andere als gut sein. Schließlich habe die Geldpolitik eine Blasenbildung begünstigt, aus der dann schlagartig die Luft entweichen werde. Und wenn zusätzlich in China, wo der Aufschwung ebenfalls kreditfinanziert sei, der Wirtschaft die Puste ausginge und Donald Trump seine angekündigte Steuerreform nicht durchbekäme, dann drohe der Weltwirtschaft über kurz oder lang die nächste Krise.

Fakt ist: Über all diese Argumente lässt sich trefflich diskutieren, wirklich stichhaltig sind sie aus unserer Sicht jedoch nicht. Zur Frage des Einflusses der Politik haben wir oben bereits ausführlich Stellung genommen, unsere Meinung lässt sich mit der Aussage „Politische Börsen haben kurze Beine“ kurz zusammenfassen. Zur wirtschaftlichen Entwicklung und zum Ausblick sei auf unser Konjunkturzyklusmodell verwiesen. Die Weltwirtschaft ist im Moment robust genug, um kleinere und auch etwas größere Stürze relativ unbeschadet zu überstehen. Dass die Geldpolitik zu einem größeren Risiko wird, ist unwahrscheinlich. Denn sowohl die Fed als auch die EZB passen aufgrund der sehr niedrigen Inflationsraten ihre Zinspolitik nur graduell und sehr vorsichtig an. In den USA sind die Zinsen seit Ende 2015 in vier Schritten um gerade einmal 100 Basispunkte angehoben worden und bis Ende 2018 werden maximal vier weitere – eher weniger – Zinserhöhungen folgen. Die EZB wird zwar ihr Anleiheaufkaufprogramm modifizieren und wohl im Laufe des nächsten Jahres zunächst reduzieren und dann einstellen, höhere Zinsen stehen aber frühestens 2019 auf der Agenda. Im Übrigen gibt es auch in diesem Jahr mehr Notenbanken, die die Zinsen gesenkt haben als solche, die sie erhöht haben: Von den 41 Notenbanken, die wir beobachten, haben in diesem Jahr acht die Zinsen erhöht und zwölf die Zinsen gesenkt.

Bleibt zum Schluss noch die Frage der möglichen Überbewertung von Aktien zu klären. Häufig lassen sich Bewertungsblasen vom richtigen Timing her leider erst dann erkennen, wenn sie geplatzt sind. Dies liegt daran, dass es zum Teil sehr lang anhaltende Phasen von Überbewertungen geben kann. Es braucht aber immer einen konkreten Auslöser, der eine Blase zum Platzen bringt, und häufig ist die Ursache dann eine realwirtschaftliche. Denn so lange die ökonomischen Rahmenbedingungen gut sind, so lange gibt es für die meisten Marktteilnehmer ausreichende Gründe, um eine hohe Bewertung zu rechtfertigen („this time is different“). Weder der große Crash vom 19. Oktober 1987, als der Dow an einem Tag mehr als 22 Prozent an Wert verlor (der DAX hielt sich mit knapp zehn Prozent Minus besser), noch die horrenden Kursverluste im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 wurden von der Mehrheit der Marktteilnehmer vorhergesehen. Im Ver-

gleich zu damals sind US-Aktien heute teurer. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate beträgt 18. Im Oktober 1987 lag es bei rund 15, wie auch im Sommer 2007. Da sich das Wachstumstempo der US-Wirtschaft aber eher beschleunigt, gibt es gute Gründe, auch weiterhin auf steigende Aktienkurse in den USA zu setzen. Der DAX ist dagegen nur mit einem KGV von knapp 14 und damit weiterhin vergleichsweise moderat bewertet. Von einer generellen Überbewertung von Aktien kann daher unseres Erachtens nach (noch) nicht gesprochen werden.

Der wichtigste Kurstreiber für Aktien sind die Unternehmensgewinne. Dies ist der Grund, weshalb sich Indizes wie der S&P 500 und der DAX in den letzten Jahren deutlich besser entwickelt haben als beispielsweise der Euro Stoxx- oder der gesamteuropäische Stoxx-Index. Denn die Gewinne der in den beiden zuletzt genannten Indizes enthaltenen Unternehmen haben immer noch nicht das Vorkrisenniveau erreicht, während die Gewinne der Firmen im S&P und im DAX zuletzt immer neue Rekorde aufgestellt haben. Die erfolgreichste Gewinnentwicklung verzeichnet aber ein Index, den viele Anleger gar nicht so recht auf dem Schirm haben: der MDAX. Die hier enthaltenen Unternehmen weisen eine Profitabilität auf, die ihresgleichen sucht!

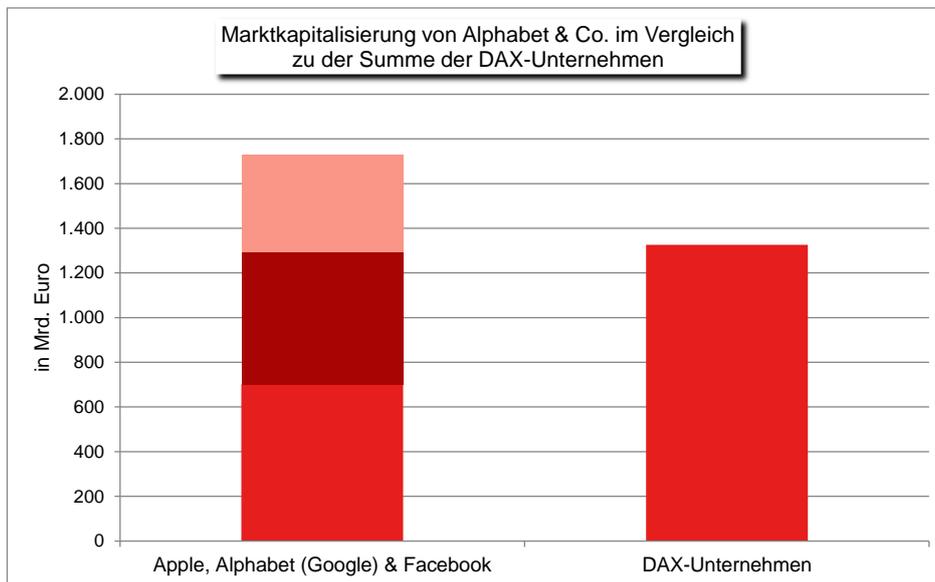
Auf Basis der Gewinnerwartungen für das Jahr 2018 errechnet sich bei einem unveränderten KGV ein Kursziel zum Jahresende von 13.400 Punkten. Diese Ziel hatten wir im Mai für den DAX ausgerufen, und wir halten es weiterhin für wahrscheinlich, diesen Wert bis Ende des Jahres zu erreichen. Ist damit dann das Ende der Fahnenstange erreicht? Nicht, wenn man an eine Fortsetzung des Aufschwungs glaubt, so wie es unser Konjunkturzyklusmodell signalisiert. Wächst die Wirtschaft 2018 und 2019 weiter, werden sich auch die Unternehmensgewinne weiter verbessern. Im Moment erwarten die Analysten für das Jahr 2019 einen DAX-Gewinn von rund 1.050 Indexpunkten. Multipliziert man diesen Wert mit dem derzeitigen KGV, errechnet sich ein potenzielles Kursziel von etwa 14.500 Punkten. Aktien sind also immer noch attraktiv, sodass Anleger dieser Anlageklasse auch weiterhin die Treue halten sollten. Und wer noch nicht ausreichend investiert ist, sollte überlegen, die Investitionsquote zu erhöhen. Allerdings darf man sich nicht der Illusion hingeben, dass die Kurse bis in alle Ewigkeiten ansteigen werden. Irgendwann kommt der nächste Einbruch, und dieser wird dann wie in der Vergangenheit auch deutliche Kursverluste mit sich bringen. Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont sollten dennoch keine schlaflosen Nächte bekommen: Wer direkt vor dem Ausbruch der Krise im Oktober 2007 Aktien (auf damaligen historischen Höchstständen) gekauft hat und sein Engagement durchgehalten hat, hat seine zum Teil horrenden Kursverluste längst wieder aufgeholt. Dies gilt vor allem für Anleger, die in den S&P 500 oder in den DAX investiert hatten (über die vergangenen zehn Jahre errechnet sich eine p.a. Rendite von 7,1 Prozent bzw. von 5,2 Prozent), weniger allerdings für Anleger, die durchgehend im Euro Stoxx 50 oder im Stoxx 50 investiert waren (p.a. Renditen von 1,1 bzw. 1,7 Prozent seit Oktober 2007). Und wer in dieser Zeit in den MDAX investiert hat, kann sich über eine p.a. Rendite von 9,7 Prozent freuen.

Wochenausblick für die Zeit vom 23. Oktober bis 27. Oktober 2017

	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	59,6	58,1	59,3	60,6	60,2		24. Oktober
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	54,0	53,1	53,5	55,6	55,1		24. Oktober
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	115,2	116,1	115,9	115,2	115,0		25. Oktober
D: Ifo-Geschäftserwartungen	106,8	107,3	107,8	107,4	107,2		25. Oktober
D: Ifo-Lageeinschätzung	124,2	125,6	124,7	123,6	123,4		25. Oktober
D: GfK Konsumklima	10,4	10,6	10,8	10,9	10,8	10,6	26. Oktober
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-1,3	-1,7	-1,5	-1,2	-1,4		23. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	57,4	56,6	57,4	58,1	57,7		24. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	55,4	55,4	54,7	55,8	55,3		24. Oktober
E-19: M3, y/y	4,9%	4,5%	5,0%	5,0%			26. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Lost in translation



Letzte Woche Mittwoch stellte Google in San Francisco das neue Smartphone Pixel 2 vor. Neuer Bildschirm, neuer Prozessor – und die neue Kamera soll angeblich die beste auf dem Markt sein. Alles schön und gut. Das wirklich spannende kam dann aber erst gegen Ende der Präsentation. Gegenüberstehend unterhielten sich zwei Google Manager: sie mit einem Kopfhörer im Ohr, er mit dem Handy in der Hand, sie auf Schwedisch, er auf Englisch. Übersetzt wurde das ganze durch Google Translate. Und zwar in Echtzeit! Mit der Software sollen sich Menschen unterschiedlicher Nationen zukünftig in ihrer Muttersprache unterhalten können, und das in derzeit 40 Sprachen. Dass diese Software, die die Kommunikation derart erleichtern kann, von Google kommt, ist nicht überraschend. Die Tech-Giganten Google, Apple und Facebook sind längst fast uneinholbar in Bezug auf technische Neuheiten. Grund dafür ist nicht zwangsläufig die technische Expertise, sondern es sind vor allem riesige Datenbanken, die diese Konzerne besitzen und strategisch einsetzen. In dem Fall von Google Translate besteht diese Datenbank aus Referenzen aus dem realen Sprachgebrauch, die über andere Google Anwendungen, wie z.B. Handy Sprachbefehle, gesammelt werden und dann mithilfe statistischer Wahrscheinlichkeitsberechnung eine Anwendung wie Google Translate „trainieren“.

Unternehmen ohne derartige Datenbanken haben kaum noch eine Chance, den Unternehmen im Silicon Valley hier auf Augenhöhe zu begegnen.

Damit Europa informationstechnologisch nicht abgehängt wird, sind Forderungen wie die des Bundesverbands für Blockchain zwingend notwendig. Der Verband hat vor wenigen Tagen sein Positionspapier vorgelegt, das eine verstärkte Förderung der noch relativ jungen Blockchain-Technologie am Standort Deutschland fordert. Insbesondere fordert der Verband Bildungsprogramme, Investitionen in Pilotprojekte und Rechtssicherheit durch Regulierung seitens des Gesetzgebers. Die Blockchain Technologie, auf der auch die bekannte Kryptowährung Bitcoin basiert, wird schon jetzt vor allem von Banken intensiv genutzt und hat großes Potential auch andere Branchen umzukrempeln.¹ Für Deutschland und Europa bietet die Technologie vielleicht eine große Chance diesmal eine Vorreiterrolle einzunehmen

¹ Blockchain steht für ein dezentrales Datenbanksystem. Auf dem Weltwirtschaftsforum in Davos wurde Blockchain als einer von sechs Megatrends im Bereich IT identifiziert, der die Gesellschaft in den nächsten zehn Jahren nachhaltig prägen wird.

	Stand	Veränderung zum			
	19.10.2017 17:53	12.10.2017 -1 Woche	18.09.2017 -1 Monat	18.07.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	23113	1,2%	3,5%	7,1%	17,0%
S&P 500	2556	0,2%	2,1%	3,9%	14,2%
Nasdaq	6624	0,5%	2,6%	4,4%	23,1%
DAX	12990	0,1%	3,4%	4,5%	13,1%
MDAX	26020	-0,1%	2,4%	4,6%	17,3%
TecDAX	2495	-1,2%	4,6%	9,5%	37,7%
EuroStoxx 50	3600	-0,2%	2,1%	3,5%	9,4%
Stoxx 50	3186	-0,1%	2,4%	1,8%	5,8%
SMI (Swiss Market Index)	9234	-0,7%	2,0%	2,8%	12,3%
FTSE 100	7523	-0,4%	3,7%	1,8%	5,3%
Nikkei 225	21449	2,4%	7,7%	7,2%	12,2%
Brasilien BOVESPA	75477	-1,5%	-0,7%	15,5%	25,3%
Russland RTS	1139	-0,5%	1,7%	9,6%	-1,2%
Indien BSE 30	32390	0,6%	-0,1%	2,1%	21,6%
China Shanghai Composite	3370	-0,5%	0,2%	5,7%	8,6%
MSCI Welt (in €)	2030	0,4%	2,9%	1,6%	3,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1127	0,6%	2,2%	4,4%	16,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	169	220	153	-101
Bobl-Future	131,54	21	41	-14	-209
Schatz-Future	112,22	6	9	25	-7
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,32	0	0	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,36	0	4	6	36
Fed Funds Future, Dez 2017	1,27	0	4	5	0
10-jährige US Treasuries	2,31	-1	8	5	-13
10-jährige Bunds	0,39	-5	-7	-10	19
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	0	5	-1	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,07	-5	-4	-7	13
US Treas 10Y Performance	583,01	-0,2%	-0,8%	0,2%	2,4%
Bund 10Y Performance	611,47	0,5%	0,6%	1,7%	0,3%
REX Performance Index	483,59	0,2%	0,2%	0,8%	-0,4%
IBOXX AA, €	0,69	-5	-8	-15	2
IBOXX BBB, €	1,21	-6	-11	-18	-29
ML US High Yield	5,95	-5	-6	-5	-51
JPM EMBI+, Index	842	0,2%	-0,2%	2,1%	9,0%
Wandelanleihen Exane 25	7293	0,0%	0,7%	1,4%	5,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	428,18	-0,3%	0,1%	-3,7%	1,2%
MG Base Metal Index	346,81	0,3%	4,5%	14,4%	24,0%
Rohöl Brent	57,52	2,1%	4,7%	18,0%	1,4%
Gold	1288,48	-0,3%	-1,6%	3,7%	11,3%
Silber	17,00	-1,1%	-1,2%	4,6%	5,9%
Aluminium	2101,50	-1,0%	2,0%	10,3%	23,3%
Kupfer	6949,00	1,3%	7,3%	16,3%	25,8%
Eisenerz	61,10	2,1%	-17,3%	-7,1%	-23,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1566	7,4%	12,0%	68,0%	63,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1843	-0,1%	-0,9%	2,5%	12,4%
EUR/ GBP	0,8978	-0,2%	1,6%	0,9%	5,2%
EUR/ JPY	133,25	0,1%	0,1%	2,9%	8,0%
EUR/ CHF	1,1547	0,0%	0,7%	4,7%	7,5%
USD/ CNY	6,6126	0,4%	0,6%	-2,0%	-4,9%
USD/ JPY	112,94	0,6%	1,2%	0,8%	-3,4%
USD/ GBP	0,7582	-0,2%	2,6%	-1,3%	-6,3%

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
Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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.