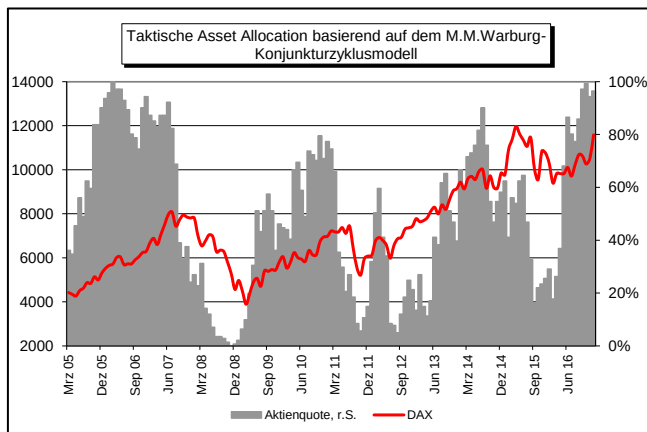


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Auftakt nach Maß

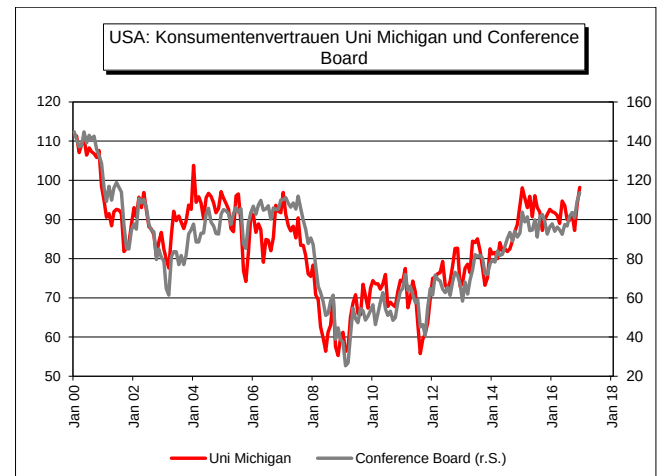
Was für einen Unterschied zwölf Monate ausmachen können. Während der Jahresauftakt 2016 an den internationalen Aktienmärkten sprichwörtlich ins Wasser fiel, verzeichnen die meisten Börsen in den ersten Handelstagen des Jahres 2017 Zugewinne. Vor einem Jahr waren es vor allem die von China und den USA ausgehenden Konjunktursorgen, die dafür sorgten, dass der DAX allein in der ersten Handelswoche einen Wertverlust von fast 10 Prozent verzeichnete. Dagegen ist das derzeitige konjunkturelle Umfeld äußerst positiv. Das von uns seit vielen Jahren verwendete M.M.Warburg-Konjunkturzyklusmodell, in das eine Vielzahl von Frühindikatoren und Finanzmarktvariablen einfließt, befindet sich seit Herbst 2016 auf einem sehr hohen Niveau. Unsere daraus abgeleitete Anlageempfehlung lautet von daher, in Portfolios eine möglichst hohe Aktiengewichtung zu implementieren.



Der Reigen sehr guter Konjunkturdaten hat sich auch in den ersten Tagen des neuen Jahres fortgesetzt. So verzeichneten die Einkaufsmanagerindizes (PMI = Purchasing Managers Index) aus dem verarbeitenden Gewerbe im Dezember mehrheitlich einen ordentlichen Anstieg. Der globale Einkaufsmanagerindex, dem die Daten aus 28 Volkswirtschaften zugrunde liegen, erreichte mit 52,7 Punkten den höchsten Wert seit Februar 2014. Dabei zeigt sich, dass derzeit die Dynamik in den Industrieländern mit einem Indexwert von 54,0 Punkten höher ist als in den Schwellenländern mit 51,2 Punkten. Dies liegt daran, dass sich mit den Niederlanden, Österreich und Großbritannien drei entwickelte Volkswirtschaften unter den vier Ländern mit den besten PMIs befinden. Dagegen sind mit Brasilien, Malaysia, der Türkei und Indonesien nur Schwellenländer unter den Volkswirtschaften mit den schwächsten Einkaufsmanagerindizes vertreten. Dennoch haben sich auch in den Schwellenländern die wirtschaftlichen Aussichten in den letzten Monaten kontinuierlich verbessert, sodass die Weltwirtschaft 2017 ein robustes Wachstum verzeichnen wird.

Die besseren globalen Wachstumsperspektiven sind nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass sich in den USA die Stimmungsindikatoren kräftig verbessert haben. Dies hat auch, aber nicht nur, mit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten zu tun. So hat die Verbesserung der meis-

ten Frühindikatoren schon im Frühsommer 2016 begonnen und sich bis heute fortgesetzt. Am ehesten abzulesen ist der „Trump-Effekt“ an der Stimmungslage der Konsumenten, die sich nach der Wahl deutlich verbessert hat. Sowohl das von Conference Board als auch das von der Universität Michigan ermittelte Konsumentenvertrauen liegt auf dem höchsten Niveau seit dem Jahr 2001. Dies deutet darauf hin, dass der Konsum seine Funktion als wichtigster Wachstumsmotor der US-Wirtschaft auch in diesem Jahr beibehalten wird. Obwohl der wirtschaftliche Aufschwung in den USA schon in das achte Jahr geht, ist noch kein Ende dieser positiven Entwicklung in Sicht. Im Gegenteil: 2017 könnte das Wirtschaftswachstum in den USA rund 2,5 Prozent betragen, verglichen mit nur 1,5 Prozent im vergangenen Jahr.

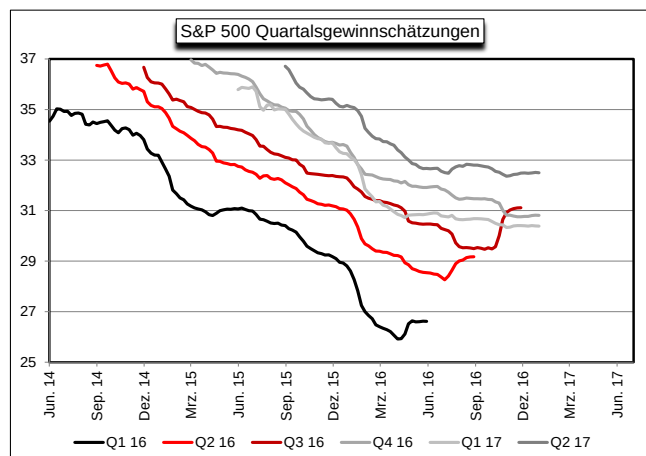


Ob diese Wachstumsrate tatsächlich erreicht oder sogar übertroffen werden wird, hängt sehr stark davon ab, ob und in welcher Form Donald Trump seine Wahlversprechen einlösen wird. Steuerensenkungen und Steuervereinfachungen, weniger Regulierung und mehr Ausgaben für Infrastruktur haben das Zeug dazu, das Wirtschaftswachstum deutlich zu beflügeln. Auch die Aktienmärkte setzen darauf, dass Trump erfolgreich sein wird und der US-Wirtschaft (und damit auch der Weltwirtschaft) zu mehr Schwung verhilft. So sind die Aktienkurse an den meisten Börsenplätzen – abgesehen von einigen Schwellenländern – seit dem 9. November 2016 kräftig gestiegen. Insofern hat sich einiges Enttäuschungspotenzial für den Fall aufgebaut, dass Trump „nicht liefert“. Angesichts der komfortablen Mehrheitsverhältnisse der Republikaner im Senat und im Repräsentantenhaus ist dies jedoch unwahrscheinlich. Größeres Ungemach droht eher von möglichen Handelskonflikten, die Trump beispielsweise mit China vom Zaun brechen könnte.

Kommt es jedoch nicht zu einem Handelskrieg und gelingt es dem neuen US-Präsidenten tatsächlich, mit seiner Politik das US-Wirtschaftswachstum Richtung drei Prozent zu erhöhen, dürfte die Hausse am Aktienmarkt weitergehen. Denn die wichtigste Triebfeder für die Aktienkurse sind die Unternehmensgewinne. Zwar sind US-Aktien vergleichsweise teuer, weil der S&P mit einem Kurs-Gewinn-

Verhältnis von 17 auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Unternehmensgewinne deutlich höher bewertet ist als im Durchschnitt der vergangenen Jahre. Dennoch könnte eine „Wachstumsrenaissance“ dazu führen, dass die Unternehmensgewinne stärker als erwartet ansteigen, womit sich die hohe Bewertung relativieren würde. Doch dieser Effekt würde sich wohl frühestens in der zweiten Jahreshälfte bemerkbar machen.

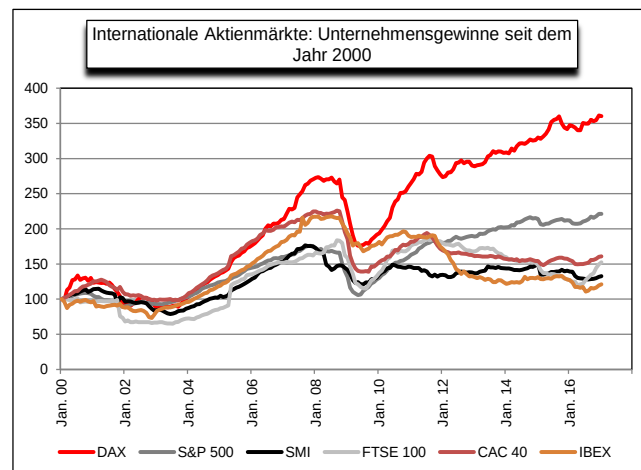
Auch ohne die Implementierung wachstumsfördernder Maßnahmen durch den neuen US-Präsidenten sind die Voraussetzungen für steigende Unternehmensgewinne in den USA so gut wie lange nicht. Dies dürfte auch die Berichtssaison für das 4. Quartal 2016 zeigen, die in der nächsten Woche beginnt. Während die Unternehmensanalysten üblicherweise im Vorfeld der Berichtssaison ihre Gewinnerwartungen deutlich nach unten revidieren und es den Firmen dann erleichtern, die reduzierten Erwartungen zu übertreffen, sind die Gewinnerwartungen dieses Mal stabil geblieben. In den Sektoren Energie, Technologie und Industrie sind die Gewinnerwartungen in den vergangenen vier Wochen sogar angehoben worden, während es nur in den Branchen Rohstoffe und Versorger zu leichten Anpassungen der Gewinnschätzungen nach unten kam.



Alles in allem sollten die Gewinne der Unternehmen im S&P 500 im Schlussquartal des Jahres 2016 um 4,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr ansteigen (nach 4,6 Prozent im 3. Quartal). Für die vier Quartale im Jahr 2017 erwarten die Analysten Gewinnwachstumsraten von 14,1 Prozent, 11,4 Prozent, 9,3 Prozent und 14,0 Prozent. Wenngleich diese Zuwachsraten einen ambitionierten Eindruck machen, lassen sie sich vor allem auf eine Branche zurückführen: den Energiesektor. Nachdem dort die Gewinne im vergangenen Jahr im Zuge des starken Ölpreisrückgangs stark eingebrochen waren, wird nun aufgrund der Erholung des Ölpreises eine Vervielfachung der Unternehmensgewinne prognostiziert. Damit würden diese wieder ungefähr auf dem Niveau der Jahre 2003 bzw. 2015 liegen. 2003 betrug der durchschnittliche Ölpreis jedoch nur 31 US-Dollar, 2015 49 US-Dollar. Unterstellt man, dass der Ölpreis 2017 im Jahresdurchschnitt bei rund 60 US-Dollar liegen wird und geht man zudem davon aus, dass die Unternehmen mittlerweile kosteneffizienter produzieren, dann könnten die Gewinnschätzungen möglicherweise sogar noch zu niedrig sein. Das würde aber bedeuten, dass die Gewinne des gesamten S&P 500 im Jahr 2017 höher ausfallen könnten.

Statt eines Zuwachses von 12 Prozent könnte es mit den potenziell möglichen höheren Erträgen der Energieunternehmen sogar ein Plus von 15 Prozent geben. Unterstellt man dann noch mögliche positive Effekte von Trumps Steuerreform, Infrastrukturausgaben und Regulierungsabbau, könnte der Zuwachs sogar bei 20 Prozent liegen. In diesem Fall würde sich die hohe Bewertung etwas reduzieren, das KGV für den S&P 500 läge dann bei knapp 16. Umgekehrt könnten wir unser Kursziel für den S&P 500 von 2.450 auf 2.700 Punkte erhöhen, wenn all diese positiven Effekte eintreten würden. Doch im Moment würde eine derartige Kurszielanpassung noch auf zu vielen Annahmen und Konjunktiven beruhen und zu wenig auf belastbaren Fakten. Deswegen bleibt das Kursziel zunächst unverändert, auch wenn diese Überlegungen zeigen, dass US-Aktien ohne Zweifel auch auf den erreichten Kursniveaus immer noch attraktiv sind.

Dennoch sollte man als aktienaffiner Anleger auch den europäischen Markt nicht aus den Augen verlieren. Die wesentlich bessere Wertentwicklung, die insbesondere seit der Finanzkrise mit US-Aktien im Vergleich zu europäischen Dividententiteln zu erzielen war, hat in erster Linie mit der besseren Gewinnentwicklung in den USA zu tun. Im Vergleich zum Sommer 2009, als die Konjunkturerwicklung ihren Tiefpunkt erreicht hatte, haben sich die Unternehmensgewinne im S&P 500 in etwa verdoppelt, während sie in Europa mehr oder weniger unverändert geblieben sind. Dies liegt insbesondere an der schwachen Entwicklung in Spanien und Italien. Allerdings deutet sich für 2017 an, dass auch in Europa die Gewinne endlich stärker zulegen werden. Das Aufholpotenzial im Vergleich zu den USA scheint vergleichsweise groß zu sein, sodass europäische Aktien in der Wertentwicklung aufholen sollten. Und einen europäischen Aktienmarkt gibt es, auf den die Beobachtung einer geringen Gewinndynamik ohnehin nicht zutrifft: auf den DAX! Die 30 deutschen Blue Chips haben ihre Gewinne seit Mitte 2009 sogar etwas stärker gesteigert, als es den US-Unternehmen gelungen ist. Noch eindrucksvoller wird der Vergleich, wenn man das Jahr 2000 als Basis auswählt. Hier lässt der deutsche Aktienmarkt alle anderen Vergleichsindizes weit hinter sich. Auch dies ist ein Grund, weshalb der DAX seinen Rekord von knapp 12.400 Punkten aus dem April 2015 in diesem Jahr knacken könnte.

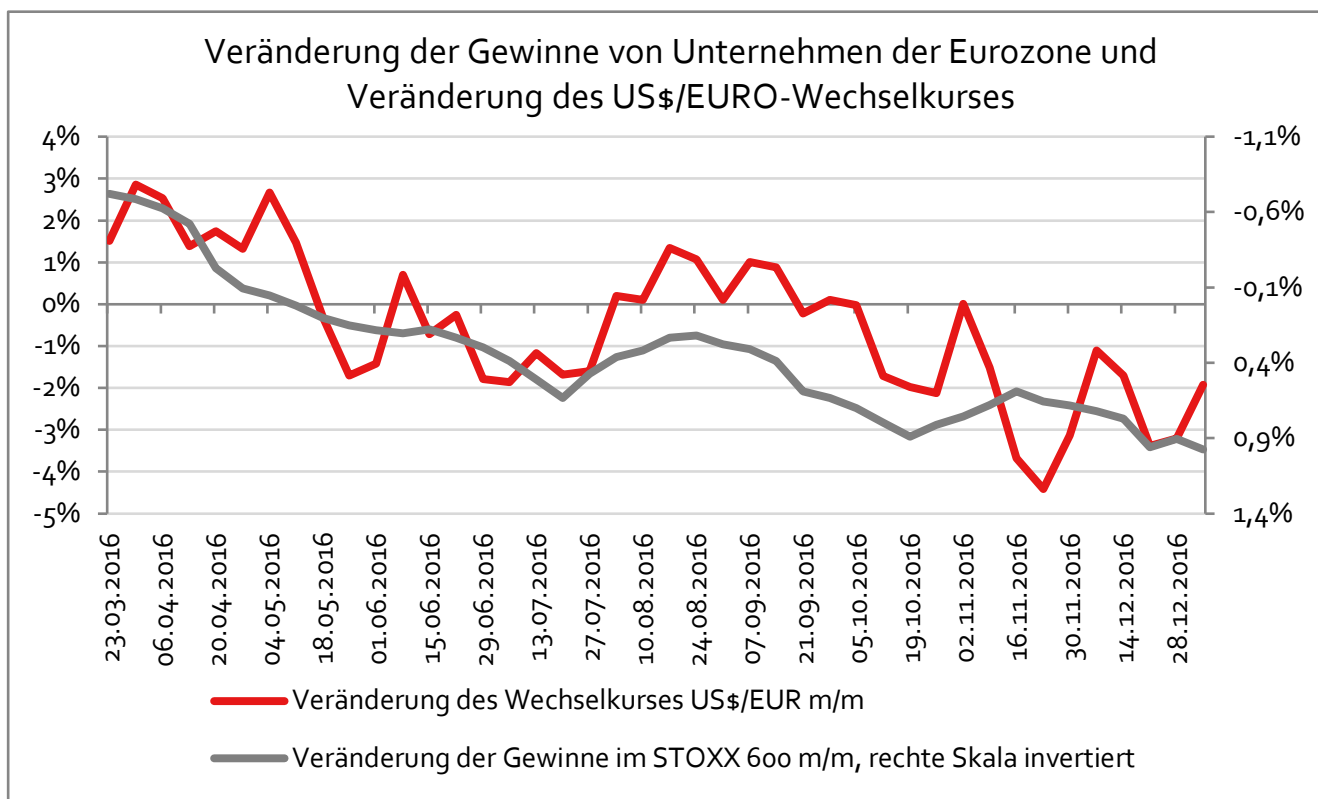


Wochenausblick für die Zeit vom 9. bis 13. Januar 2017

	Aug	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: Exporte, m/m	3,6%	-1,0%	0,5%	1,2%			9. Januar
D: Exporte, y/y	4,4%	0,5%	2,0%	2,1%			9. Januar
D: Handelsbilanz, in Mrd €	21,6	21,1	20,7	21,3			9. Januar
D. Industrieproduktion, m/m	3,0%	-1,6%	0,3%	1,4%			9. Januar
E-19: Sentix-Index	4,2	5,6	8,5	13,1	10	13	9. Januar
E-19: Arbeitslosenquote	9,9%	9,9%	9,8%	9,7%			9. Januar
E-19: Industrieproduktion, m/m	2,0%	-0,9%	-0,1%	0,8%			12. Januar
E-19: Industrieproduktion, y/y	2,5%	1,4%	0,6%	1,7%			12. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Der schwache Euro gibt Rückenwind für Gewinne



Im Frühling des vergangenen Jahres lag der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US\$ noch bei knapp 1,15 – danach ging der Wert des Euro gegenüber dem US\$ mehr oder weniger kontinuierlich zurück und lag am Ende des Jahres noch bei 1,04. Die Abwertung des Euro und die damit einhergehende Aufwertung des US\$ war für viele Unternehmen in der Eurozone vorteilhaft, da gerade bei exportorientierten Unternehmen ein nicht unerheblicher Teil der Umsätze in US\$ generiert wird und dementsprechend eine Abwertung des Euro zu höheren Euro-Umsätzen führt. Da allerdings viele Zahlungsströme über Devisentermingeschäfte abgesichert sind, ist der Netto-Effekt einer Euro-Abwertung nicht leicht zu greifen.

Um sich diesem Thema zu nähern, haben wir für alle Euro-Aktien im STOXX 600 berechnet, wie sich im Verlauf des letzten Jahres die Gewinnschätzungen in Abhängigkeit vom Wechselkurs verändert haben. Im Ergebnis zeigt sich, dass die Gewinne im Durchschnitt um 0,18% steigen, wenn der US\$ um ein Prozent gegenüber dem Euro aufwertet. Auf der Ebene der Einzelaktien ergibt sich hier allerdings eine sehr hohe Spreizung. Im letzten Jahr haben nach unseren Berechnungen beispielsweise Aktien wie die BASF oder Lanxess sowie Hugo Boss und Covestro besonders vom Wechselkurs profitiert.

	Stand	Veränderung zum			
	05.01.2017 17:40	29.12.2016 -1 Woche	02.12.2016 -1 Monat	04.10.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	19838	0,1%	3,5%	9,2%	13,8%
S&P 500	2265	0,7%	3,3%	5,3%	10,8%
Nasdaq	5477	0,8%	4,2%	3,5%	9,4%
DAX	11585	1,2%	10,2%	9,1%	7,8%
MDAX	22282	0,6%	8,5%	2,7%	7,3%
TecDAX	1839	1,4%	9,0%	1,1%	0,5%
EuroStoxx 50	3309	1,1%	9,8%	9,2%	1,3%
Stoxx 50	3047	1,6%	8,4%	6,1%	-1,7%
SMI (Swiss Market Index)	8379	1,6%	7,6%	1,8%	-5,0%
FTSE 100	7187	0,9%	6,8%	1,6%	15,1%
Nikkei 225	19521	2,0%	5,9%	16,6%	2,6%
Brasilien BOVESPA	62098	3,1%	3,0%	4,6%	43,2%
Russland RTS	1180	3,2%	12,4%	17,9%	55,9%
Indien BSE 30	26878	1,9%	2,5%	-5,1%	2,9%
China Shanghai Composite	3166	2,2%	-2,4%	5,4%	-10,6%
MSCI Welt (in €)	1774	-0,2%	4,2%	8,8%	9,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	871	0,1%	2,6%	0,2%	12,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,57	-103	257	-173	565
Bobl-Future	133,45	-26	208	136	278
Schatz-Future	112,26	-4	-2	12	75
3 Monats Euribor	-0,32	0	-1	-2	-19
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,31	#WERT!	0	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,00	0	5	13	39
Fed Funds Future, Dez 2016	#WERT!	#WERT!	#WERT!	#WERT!	#WERT!
10-jährige US Treasuries	2,36	-12	-3	68	9
10-jährige Bunds	0,25	18	5	41	-38
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	2	3	13	-19
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,20	3	-5	34	-13
US Treas 10Y Performance	568,55	0,1%	-0,5%	-5,5%	0,7%
Bund 10Y Performance	608,97	-0,9%	0,2%	-3,0%	5,2%
REX Performance Index	483,79	-0,3%	0,2%	-1,4%	2,0%
IBOXX AA, €	0,72	6	-4	33	-57
IBOXX BBB, €	1,52	3	-14	27	-74
ML US High Yield	6,36	-11	-45	-19	-254
JPM EMBI+, Index	776	0,5%	2,6%	-5,0%	10,2%
Wandelanleihen Exane 25	6944	-0,1%	3,8%	2,4%	-0,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	427,23	1,7%	1,1%	2,2%	12,6%
MG Base Metal Index	279,46	-0,1%	-4,3%	7,0%	20,3%
Rohöl Brent	56,06	-0,1%	3,3%	9,4%	57,0%
Gold	1183,36	3,2%	0,7%	-7,8%	11,4%
Silber	16,47	1,4%	-1,6%	-8,9%	18,9%
Aluminium	1696,00	0,2%	-1,1%	2,0%	13,0%
Kupfer	5629,00	2,9%	-2,2%	17,6%	19,6%
Eisenerz	77,50	-3,7%	-1,9%	36,0%	76,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	969	0,8%	-19,1%	12,7%	102,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0598	1,4%	-0,4%	-5,0%	-2,7%
EUR/ GBP	0,8532	-0,5%	1,3%	-2,5%	15,8%
EUR/ JPY	122,24	0,2%	0,9%	6,8%	-6,7%
EUR/ CHF	1,0699	-0,1%	-0,5%	-2,3%	-1,3%
USD/ CNY	6,8870	-1,1%	-0,1%	3,2%	6,1%
USD/ JPY	117,27	0,6%	3,2%	14,0%	-2,5%
USD/ GBP	0,8053	-1,5%	1,9%	2,7%	18,7%

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 Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.