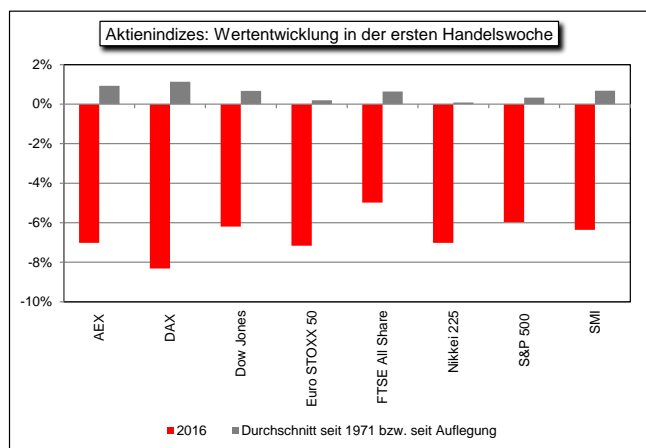


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Schwache erste Handelswoche: Schlechtes Omen für 2016?

Ein Teil der Faszination am Wirtschafts- und Börsengeschehen ist nach Ansicht des Autors dieser Zeilen darauf zurückzuführen, dass sich um einzelne Personen, Nummern und bestimmte Vorgänge zahlreiche Mythen und Legenden ranken. Sei es, dass ein besonders visionärer Firmenlenker kraft seiner Persönlichkeit ein Unternehmen vor dem Untergang gerettet oder an die Weltspitze geführt hat, oder ein Aktienindex eine „psychologisch wichtige“ Marke erreicht; selten findet sich ein Vorgang, bei dem nicht irgendein Kommentator eine plausibel scheinende Erklärung findet oder ein wiederkehrendes Muster erkennt. Über die Jahre können sich so regelrechte Fangemeinden unter den Investoren bilden, die ihre Anlagephilosophie an diesem oder jenem vermeintlichen Muster ausrichten, oder mit einer Aktie aufgrund des hervorragend beleumundeten Vorstandschefs durch gute und schlechte Zeiten gehen.

Keinesfalls sollten derartige Mythen und Legenden in der Wirtschaft und am Finanzmarkt grundsätzlich in das Fach „gute Unterhaltung“ eingeordnet werden; gerade die Wissenschaft hat in den letzten Jahren immer wieder neue Theorien geschaffen, um in der Praxis gut bekannte Vorgänge zu erklären, die zuvor noch als schlechterdings unmöglich belächelt wurden. Ein gutes Beispiel dafür ist der Bereich der Behavioral Finance, in deren Rahmen Investoren erstmals auch menschliche Eigenschaften zugeschrieben worden sind. Phänomene wie der Herdentrieb, die zum Beispiel dazu führen, dass sich fallende Kurse selbst verstärken, bekommen seither auch von der theoretisch orientierten Zunft ihren Ritterschlag und gelten grundsätzlich als anerkannt.

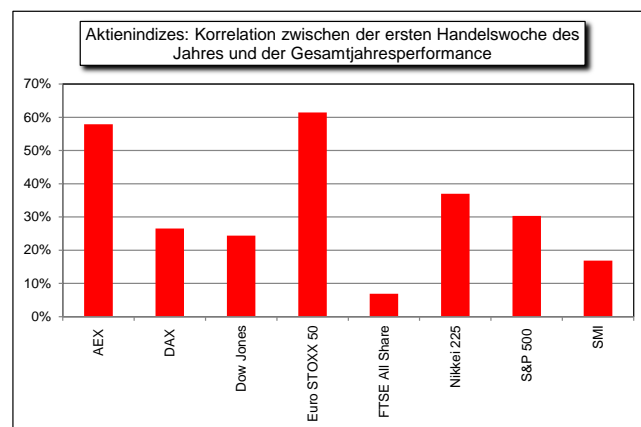


Für den Anleger stellt sich also vielmehr die Frage, der wir in dieser Publikation regelmäßig nachgehen, welche „Regeln“ in der Wirtschaft und an der Börse eine Aussagekraft haben und wie verlässlich diese ist. Eine Regel, die derzeit besondere Aufmerksamkeit erfährt, ist die Aussagekraft der ersten Handelswoche für das Ergebnis des Gesamtjahres. Die Idee dahinter ist, dass eine gute erste Handelswoche ein Signal dafür ist, dass die Börse im Gesamtjahr eine gute Entwicklung hinlegen wird. Ein schwacher Jahresauftakt ist dagegen als schlechtes Omen für das Gesamtjahr zu werten.

Die Aufmerksamkeit, die diese Regel aktuell erfährt, ist kaum verwunderlich, denn das Jahr 2016 hat an den Börsen einen veritablen Fehlstart hingelegt: In der ersten Handelswoche verlor der DAX 8,3% an Wert, der Dow Jones Industrials gab um 6,2% nach und der Nikkei 225 notierte um 7% schwächer. In den drei Indizes hat es in den vergangenen vier Dekaden keinen schwächeren Jahresstart gegeben. Doch nicht nur im historischen Vergleich ist das Ergebnis der ersten Handelstage etwas beunruhigend. Wenn man als durchschnittliches jährliches Plus am Aktienmarkt in Europa und in Japan um die 8% und in den USA um die 6% unterstellt, dann wurde in nur einer Woche bereits eine Jahresperformance aufgezehrt.

Insofern ist natürlich die Frage berechtigt, ob man aufgrund historischer Erfahrungen von einer Fortsetzung der Misere ausgehen kann, oder ob die erste Handelswoche keine Schlussfolgerungen für die künftige Kursentwicklung zulässt. Wir haben uns dieser Frage genähert.

Von der theoretischen Seite her ist es nicht völlig abwegig, dass es einen Zusammenhang zwischen dem Jahresauftakt und der Gesamtjahresperformance gibt. Zum einen ist die Wertentwicklung der ersten Woche grundsätzlich bereits ein Bestandteil der Wertentwicklung des Gesamtjahres, so dass beide Größen nicht voneinander unabhängig sind. Dies gilt natürlich insbesondere dann, wenn bereits in der ersten Woche größere Kursausschläge zu verzeichnen waren, so wie im laufenden Jahr. Zum anderen richten insbesondere institutionelle Investoren ihre Anlagestrategie zum Jahreswechsel neu aus bzw. bekommen neue Risikobudgets, die unter anderem am Aktienmarkt investiert werden können. Werden Investoren hier mit der falschen Positionierung von einer negativen Wertentwicklung getroffen, dann ist ihre Handlungsfähigkeit zunächst einmal limitiert. Theoretisch kann dies dazu führen, dass weniger liquide Mittel in den Folgewochen und Monaten investiert werden können, so dass die Wertentwicklung am Aktienmarkt folglich ebenfalls schwächer ausfällt.

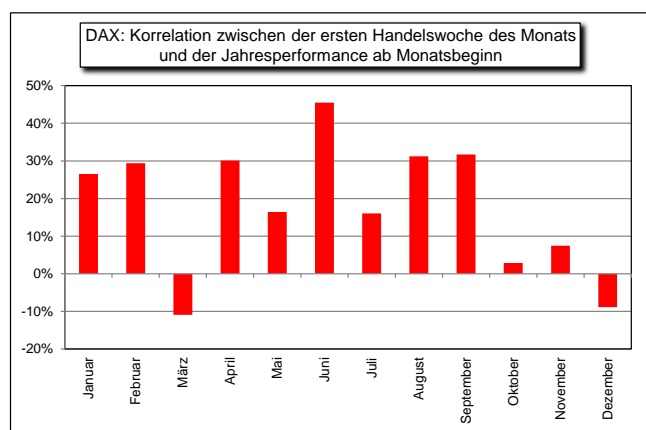


Wie steht es mit der Statistik für den Jahresauftakt-Effekt? Wir haben uns dafür die Wertentwicklung für den DAX, den Dow Jones und den Nikkei 225 seit 1971 angesehen. Darüber hinaus haben wir fünf weitere Indizes aus den Industrieländern als Ergänzung herangezogen. Bei einem recht oberflächlichen Blick auf die Zahlen scheint die erste

Handelswoche tatsächlich einen Erklärungsgehalt zu haben, denn bei vielen großen Aktienindizes besteht eine leicht positive Korrelation zwischen der Wertentwicklung in der ersten Handelswoche und im Gesamtjahr. Beim DAX und beim Dow Jones Index liegt die Korrelation bei jeweils rund 25%, beim Nikkei sind es 37%. Auch bei allen anderen Indizes, die wir untersucht haben, liegt die Korrelation zwischen der ersten Handelswoche und dem Gesamtjahr meistens deutlich über Null.

Da die Aktienindizes in den Industrieländern über die Jahre hinweg überwiegend einen positiven Trend aufgewiesen haben, ist dies jedoch nicht verwunderlich. Die Wahrscheinlichkeit für einen positiven Jahresauftakt und eine positive Gesamtjahresperformance ist jeweils größer als 50%, sodass die Korrelation prinzipiell über Null liegen sollte. Zudem ist die erste Handelswoche – wie oben beschrieben – Bestandteil der Wertentwicklung im Gesamtjahr. Wir haben daher, praktisch als Gegenprobe, auch untersucht, ob ein Zusammenhang zwischen der ersten Handelswoche im Februar und dem Zeitraum von Anfang Februar bis Ende Januar des nächsten Jahres besteht. Dies haben wir für jeden einzelnen Monat durchgeführt, also auch für die erste Märzwoche und die Wertentwicklung von Anfang März bis Ende Februar des Folgejahres usw.

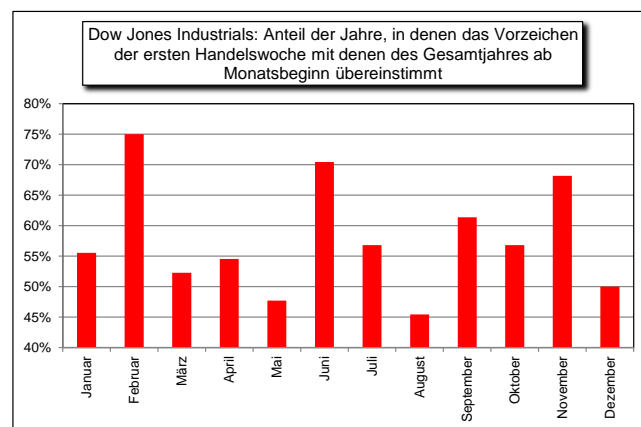
Wie erwartet ergibt sich auch für diese Betrachtungsweise mehrheitlich eine positive Korrelation: Beim DAX ist sie in zehn von zwölf Monaten größer als Null, beim Dow Jones in neun aus zwölf Monaten. Beim Nikkei gibt es in jedem einzelnen Monat des Jahres eine positive Korrelation zu verzeichnen. Im Mittel aller acht betrachteten Indizes sind es zwei aus zwölf Monaten, wo die erste Handelswoche mit dem dazugehörigen Jahresabschnitt negativ korreliert war. Es scheint also nicht uneingeschränkt zulässig zu sein, aufgrund der positiven Korrelation zwischen der ersten Januar-Woche und dem Gesamtjahr die Schlussfolgerung zu ziehen, dass die Jahresauftakt-These gilt.



Darüber hinaus zeigt unsere Untersuchung, dass der Zusammenhang zwischen der ersten Handelswoche und dem dazugehörigen zwölfmonatigen Zeitraum oftmals gar nicht im Januar am stärksten ist, sondern in anderen Monaten, die man so nicht vermuten würde. Für den DAX haben wir dies im obenstehenden Chart abgebildet. Auch bei den anderen Indizes ist es häufig nicht der Januar, sondern ein anderer Monat des Jahres, bei dem die Korrelation höher liegt. Größere Gemeinsamkeiten zwischen den Aktienindizes gibt

es dabei nicht. Immerhin liegt die Januar-Korrelation sowohl beim DAX, als auch beim Dow Jones und beim Nikkei höher als im Mittel aller 12 Monate. Dies gilt auch für alle anderen betrachteten Indizes außer den englischen FTSE All Shares und den Schweizer SMI. Mit etwas Wohlwollen könnte man daraus die Schlussfolgerung ziehen, dass dem Jahresstart irgendwie doch eine besondere Bedeutung zukommt. So richtig wasserfest wird das von den Daten jedoch nicht untermauert.

Eine etwas andere (wenngleich konzeptionell ähnliche) Herangehensweise ist es, das Vorzeichen der Wertentwicklung in der ersten Handelswoche mit dem Vorzeichen der Gesamtjahresperformance zu vergleichen. Gäbe es hier oftmals eine Übereinstimmung, dann würde eine negativer Abschluss in der ersten Handelswoche auf ein Jahr mit Verlusten hindeuten. Bei einem positiven Jahresauftakt dagegen könnten sich die Investoren zumindest etwas entspannen, denn die Wahrscheinlichkeit für einen guten Jahresabschluss wären soeben angestiegen.



Doch auch diese Analyse ergibt kein eindeutiges Ergebnis. Aus denselben Gründen, die wir auch schon für die positive Korrelation zwischen der ersten Handelswoche und dem dazugehörigen Zwölf-Monats-Zeitraum ausgemacht hatten, liegt der Anteil identischer Vorzeichen über alle Indizes und Monate hinweg im Mittel bei etwas über 55%. Bei manchen Indizes, wie etwa dem DAX oder dem niederländischen AEX liegt der Anteil zwar im Januar erhöht, doch gibt es auch andere Monate, bei denen die Vorzeichen wesentlich öfter als im Mittel identisch waren. Andere Indizes, wie der im obigen Chart abgebildete Dow Jones Industrials haben dagegen lediglich einen absolut durchschnittlichen Januarwert.

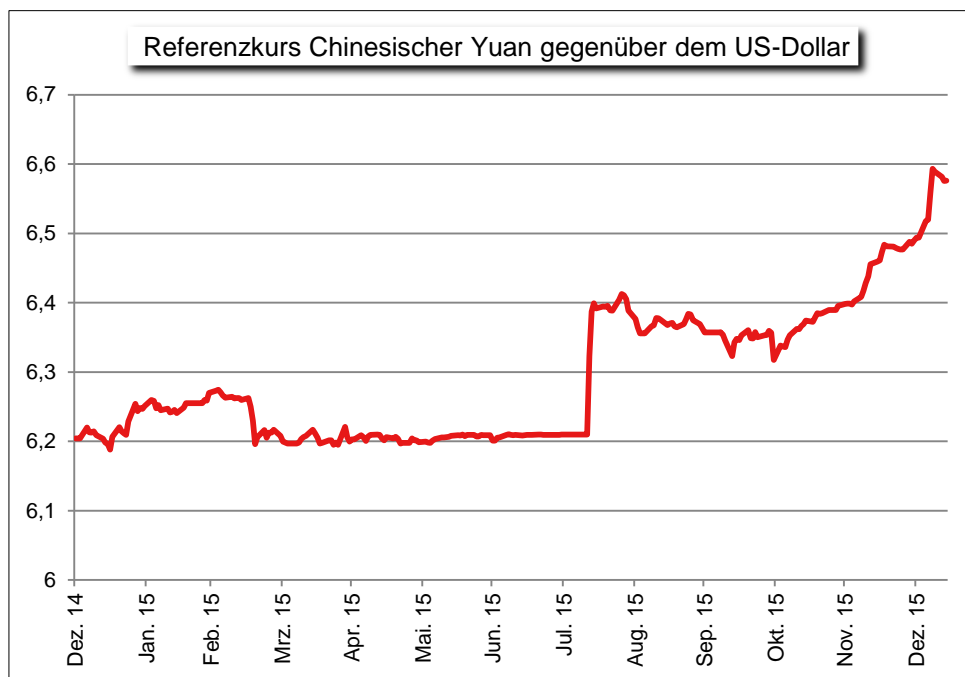
Unsere Untersuchungen ergeben insofern keine wirklich belastbare Fundierung für die These, dass eine schwache erste Handelswoche im Januar zwangsläufig ein schlechtes Omen für das Gesamtjahr ist. Viel entscheidender scheint zu sein, dass grundsätzlich die erste Woche eines zwölfmonatigen Zeitraumes einen Einfluss auf die Wertentwicklung ebendieses Zeitraumes hat. Dies ist jedoch keine sensationelle Erkenntnis und vor allem hilft es dem Anleger nicht bei seiner Anlageentscheidung; schließlich ist die Wertentwicklung der ersten Januarwoche erst an deren Ende bekannt.

Wochenausblick für die Zeit vom 18. bis 22. Januar 2016

	Aug	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	25,0	12,1	1,9	10,4	16,1	3,7	19. Januar
D: Inflationsrate, m/m	0,3%	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%		19. Januar
D: Inflationsrate, y/y	1,2%	1,2%	1,4%	1,2%	0,8%		19. Januar
D: Produzentenpreise, m/m	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,2%	-0,2%		20. Januar
D: Produzentenpreise, y/y	-1,7%	-2,1%	-2,3%	-2,5%	-2,0%		20. Januar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	53,3	52,3	52,1	52,9	53,0	52,8	22. Januar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,9	54,1	54,5	55,6	56,0	56,2	22. Januar
E-19: Kerninflation, y/y	0,9%	0,9%	1,1%	0,9%	1,0%		19. Januar
E-19: Konsumentenvertrauen	-6,7	-7,0	-7,5	-5,9	-5,7	-6,0	21. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,3	52,0	52,3	52,8	53,1	53,0	22. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,4	53,7	54,1	54,2	53,9	54,0	22. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Keine Ruhe in China



Die chinesische Devise Renminbi, auch Yuan genannt, kommt nicht zur Ruhe. Seit dem denkwürdigen Tag Mitte August, an dem die chinesische Notenbank überraschend ihren Referenzkurs erhöhte, hat der Yuan gegenüber dem US-Dollar 5,9% abgewertet. Zwar hatte sich der Wechselkurs im Herbst 2015 leicht stabilisiert, doch erneute Sorgen um die chinesische Konjunktur sowie starke Eingriffe der chinesischen Zentralbank haben in diesem Jahr bereits zu weiteren Kursanstiegen geführt. Seit 1994 war der Yuan über einen sporadisch festgelegten Referenzkurs in einer maximalen Schwankungsbreite von zwei Prozent eng an den US-Dollar gebunden. Die daraus resultierende stetige Aufwertung der chinesischen Währung sorgte vor dem Hintergrund der schwächelnden chinesischen Konjunktur für erheblichen Druck auf die Exporte. Indem die Regierung den Referenzkurs am 11. August erstmalig erhöhte

und zusätzlich einen neuen Mechanismus einführt, nachdem der Referenzkurs täglich anhand des Vortageschlussstandes neu festgesetzt wird, orientiert sich der Wechselkurs nun stärker an den Marktkräften. Chinas Ziel ist es in den kommenden Jahren, den Handel mit seiner Währung vollständig zu liberalisieren. Welche Folgen dies für den Wechselkurs der chinesischen Währung haben wird, ist an den Finanzmärkten allerdings heftig umstritten. Auf jeden Fall muss kurzfristig weiter mit erhöhter Volatilität gerechnet werden. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat zudem Ende November offiziell beschlossen, den Renminbi neben US-Dollar, Euro, Yen und Britischem Pfund ab Oktober 2016 als fünfte offizielle Reservewährung in ihren Währungskorb aufzunehmen, womit die Bedeutung des Yuan international stark steigen dürfte.

	Stand 14.01.2016	Veränderung zum			
		07.01.2016 -1 Woche	11.12.2015 -1 Monat	13.10.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	16151	-2,2%	-6,5%	-5,4%	-7,3%
S&P 500	1890	-2,7%	-6,1%	-5,7%	-7,5%
Nasdaq	4526	-3,5%	-8,3%	-5,6%	-9,6%
DAX	9961	-0,2%	-3,7%	-0,7%	-7,3%
MDAX	19588	0,3%	-3,0%	-0,7%	-5,7%
TecDAX	1719	-1,5%	-2,7%	-0,4%	-6,1%
EuroStoxx 50	3073	-0,4%	-4,1%	-4,6%	-6,0%
Stoxx 50	2916	-1,0%	-3,4%	-5,2%	-6,0%
SMI (Swiss Market Index)	8415	-0,4%	-1,0%	-2,8%	-4,6%
Nikkei 225	17716	-0,3%	-7,9%	-2,8%	-6,9%
Brasilien BOVESPA	38849	-4,5%	-14,2%	-18,0%	-10,4%
Russland RTS	694	-5,9%	-10,7%	-19,9%	-8,4%
Indien BSE 30	24854	0,0%	-0,8%	-7,4%	-4,8%
China Shanghai Composite	2950	-5,6%	-14,1%	-10,4%	-16,7%
MSCI Welt (in €)	1544	-1,6%	-4,5%	-2,2%	-6,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	730	-0,8%	-4,5%	-10,2%	-7,5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	159,77	59	59	359	185
Bobl-Future	131,27	13	13	222	60
Schatz-Future	111,61	1	6	27	10
3 Monats \$ Libor	0,62	1	11	30	1
10-jährige US Treasuries	2,07	-9	-7	3	-20
10-jährige Bunds	0,51	-4	-4	-8	-13
10-jährige JGB	0,21	-4	-8	-11	-4
US Treas 10Y Performance	575,04	0,8%	0,8%	0,2%	1,9%
Bund 10Y Performance	585,76	0,3%	0,4%	0,9%	1,2%
REX Performance Index	476,18	-0,2%	0,2%	0,3%	0,4%
Hypothekenzinsen USA	3,97	0	2	21	-4
IBOXX AA, €	1,25	0	5	-10	-3
IBOXX BBB, €	2,33	5	15	5	6
ML US High Yield	9,21	16	34	134	31
JPM EMBI+, Index	698	-0,8%	-0,7%	-1,6%	-0,8%
Wandelanleihen Exane 25	6765	0,0%	-1,1%	0,7%	-2,8%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	363,91	-2,3%	-3,1%	-10,6%	-4,1%
MG Base Metal Index	216,99	-1,8%	-5,2%	-14,4%	-6,6%
Rohöl Brent	30,71	-10,5%	-22,8%	-40,6%	-15,9%
Gold	1090,18	-1,3%	1,3%	-6,5%	2,6%
Silber	14,20	0,0%	2,1%	-11,1%	2,5%
Aluminium	1467,25	-0,2%	-1,3%	-6,9%	-2,2%
Kupfer	4387,75	-3,0%	-6,7%	-17,0%	-6,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	394	-11,5%	-24,5%	-51,0%	-17,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,08	-0,5%	-1,2%	-4,9%	-0,7%
EUR/ GBP	0,75	1,0%	3,9%	0,6%	1,9%
EUR/ JPY	127,74	0,0%	-4,0%	-6,2%	-2,5%
EUR/ CHF	1,09	0,5%	1,0%	0,1%	0,8%
USD/ JPY	117,69	0,0%	-2,6%	-1,7%	-2,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@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.