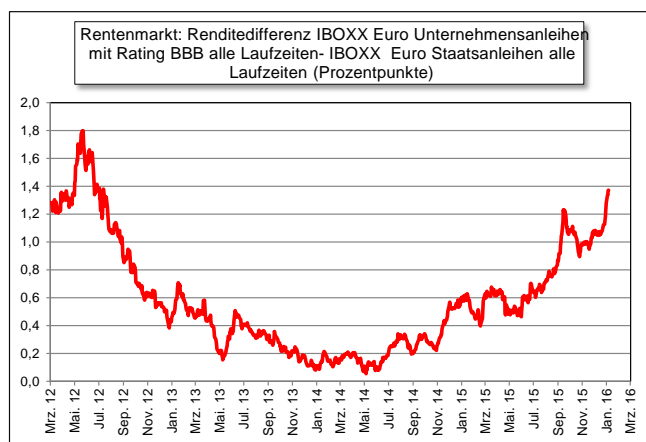


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Stresssignale am Kapitalmarkt nehmen zu

Die Korrektur am Aktienmarkt hat sich in den letzten Tagen fortgesetzt, und an den wichtigsten Börsenplätzen weltweit waren erneut starke Kursverluste zu verzeichnen. So verlor der DAX seit Jahresbeginn rund 12,6%, der S&P 500 gab um 9% nach und der japanische Nikkei 225 verlor 13,8% an Wert. Damit ist die im Jahr 2015 in Deutschland und in Japan aufgelaufene Performance mehr als aufgezehrt, während die Anleger in den USA auch im vergangenen Jahr bereits Einbußen hinnehmen mussten.

Auch an anderer Stelle an den Kapitalmärkten nehmen die Stresssignale zu: So haben sich die Renditedifferenzen (sog. Spreads) zwischen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen nochmals ausgeweitet. Bei europäischen Unternehmensanleihen mit Rating BBB steigt der Spread zu Staatsanleihen bereits seit Mitte 2014 leicht an und liegt mittlerweile wieder auf dem Niveau aus dem Jahr 2012. Steigende Spreads gelten üblicherweise als Signal dafür, dass die Kapitalmarktteilnehmer die wirtschaftlichen Perspektiven vorsichtiger beurteilen, und von zukünftig höheren Ausfallraten bei den Unternehmen ausgehen. In der Vergangenheit hat der Rentenmarkt konjunkturelle Veränderungen in der Regel besser antizipiert und weniger Fehlsignale verursacht als der Aktienmarkt.



Ob dies auch im aktuellen Umfeld der Fall ist muss sicherlich mit Fragezeichen versehen werden. Denn erstens kauft die Europäische Zentralbank in großem Umfang Staatsanleihen, was deren Renditen drückt. Dies erhöht praktisch fast zwangsläufig die Renditedifferenzen zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen. Zudem haben die massiven Interventionen der Notenbank und vor allem regulatorische Verschärfungen für Banken den unerwünschten Nebeneffekt, dass die Liquidität im Unternehmensanleihesektor zurückgeht. Die Folge ist, dass selbst Anleihen von Unternehmen bester Bonität nicht mehr in großem Umfang oder nur mit Preisabschlägen gehandelt werden können.

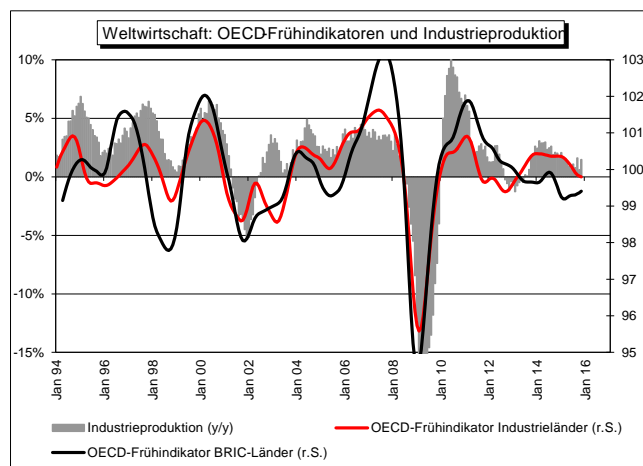
Mittelfristig dürfte die Folge dieser Entwicklung sein, dass Investoren auch zu deutlich niedrigeren Renditen Staatsanleihen kaufen, weil sie diese zu praktisch jedem Zeitpunkt wieder abstoßen können; Unternehmen dagegen müssen höhere Zinsen zahlen, weil ihre Anleihen in Stresssituatio-

nen gegebenenfalls nur noch eingeschränkt und im schlimmsten Fall gar nicht mehr handelbar sind.

Nichtsdestotrotz belastet die aktuelle Gemengelage am Aktien- und Rentenmarkt die Gemütslage vieler Investoren spürbar. Verstärkt wird die Frage aufgeworfen, inwieweit Abwärtsrisiken für den wirtschaftlichen Ausblick bestehen, oder ob politische und geopolitische Faktoren zu weiteren Kursverlusten an den Börsen führen könnten. Die Fragen nach möglichen Chancen im laufenden Jahr sind dagegen praktisch verebbt.

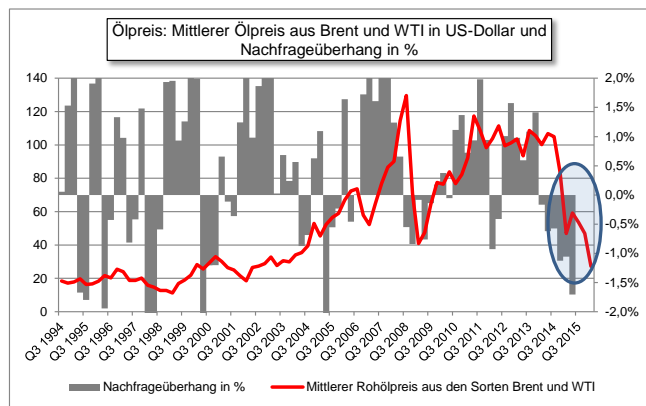
Tatsächlich scheint es der Fall zu sein, dass die Abwärtsrisiken 2016 besonders stark ausgeprägt sind. In Bezug auf die wirtschaftlichen Perspektiven hat der Internationale Währungsfonds jüngst seine Prognose für das Wirtschaftswachstum 2016 auf 3,4% und für 2017 auf 3,6% jeweils um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert. Ausschlaggebend für den vorsichtigeren Ausblick ist die Erwartung, dass das Wachstum in den Schwellenländern weiter abnehmen wird. Auch für die Industrieländer rechnet der IWF mit einem etwas schwächeren Wachstum, die Revisionen fallen für diese Ländergruppe allerdings geringer aus.

Diese Prognose unterstreicht, dass die wirtschaftlichen Risiken etwas zugenommen haben. Diesbezüglich teilen wir die Einschätzung des Internationalen Währungsfonds. Unsere Erwartung für das Weltwirtschaftswachstum ist mit 3,2% für das Jahr 2016 sogar noch etwas vorsichtiger. Alles in allem würde die Weltwirtschaftsleistung damit allerdings genauso stark wie 2015 (3,2%) wachsen. Eine konjunkturelle Delle oder sogar eine neue Rezession, für die das Weltwirtschaftswachstum unter 2,5% fallen müsste, ist demnach allerdings nicht zu erwarten.



Darüber hinaus hat sich die wirtschaftliche Situation gerade in den Schwellenländern in den vergangenen Monaten von sehr niedrigen Niveaus aus erstmals seit langem etwas stabilisiert. Ob es sich dabei um eine nachhaltige Entwicklung handelt ist noch nicht absehbar; dennoch ist es denkbar, dass der Druck etwa aus Brasilien und Russland, die 2015 tief in der Rezession steckten, abnimmt. Und auch in China besteht die Möglichkeit, dass die lockerere Geld- und Fiskalpolitik allmählich Wirkung zeigt, und die Wachstumsraten nicht so deutlich zurückgehen, wie es von eini-

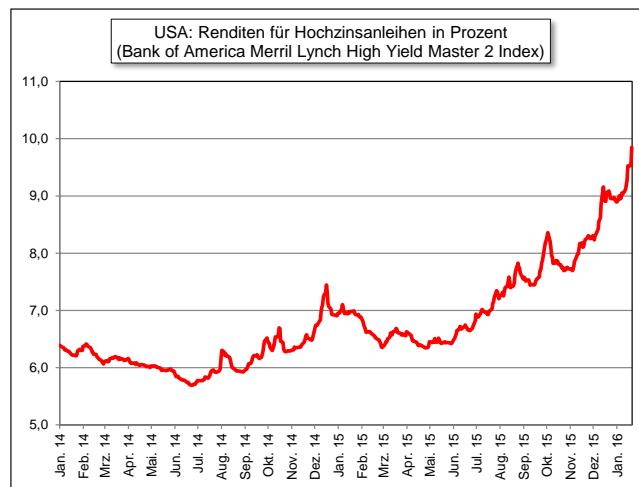
gen am Markt befürchtet wird. Größere Fragezeichen gibt es dagegen in Bezug auf die US-Konjunktur, bei der die Abschwächung aus dem verarbeitenden Gewerbe anzuhalten scheint. Dies birgt latent das Risiko, dass die Schwäche auch auf den Arbeitsmarkt, den Dienstleistungssektor und den Konsum übergreift. Bislang gibt es dafür jedoch noch wenige Anzeichen, und wir rechnen weiterhin mit einem realen Zuwachs der US-Wirtschaft von um die 2%.



Doch selbst Investoren, die diesen wirtschaftlichen Ausblick grundsätzlich teilen, sind dieser Tage von Zweifeln geplagt. Ein schwer zu bezifferndes Risiko, so der Einwand, gehe von den fallenden Rohstoffpreisen und insbesondere von den geringeren Notierungen für Rohöl aus. In der Regel wird akzeptiert, dass der Preisverfall nicht von einer rückläufigen Nachfrage, sondern von einem deutlich steigenden Angebot ausgelöst wurde. Dies ist sehr gut bei Rohöl zu beobachten, wo sich eine Art Spirale in Gang gesetzt hat. Da die Preise fallen sinken auch die Einnahmen der Unternehmen und ölproduzierenden Staaten. Die Folge: Um die absoluten Einnahmeverluste wettmachen zu können wird noch mehr produziert, der Preis fällt zunächst noch weiter. Dieser Mechanismus greift teilweise auch bei anderen Rohstoffen, ist dort aber – aufgrund geringeren staatlichen Einflusses – oftmals weniger ausgeprägt. Denn während unabhängige Unternehmen bei einer derartigen Preisspirale nach unten zunehmend aus dem Markt gedrängt werden, können staatlich gestützte oder gelenkte Unternehmen einen recht langen Atem haben, bevor sie oder der Staat selbst finanzielle Probleme bekommen.

Genau hier liegen jedoch auch die Risiken, die von den Investoren gefürchtet werden: Wirtschaftliche Schwierigkeiten oder sogar die Pleite von Öl- und Rohstoffunternehmen sowie von rohstoffexportierenden Ländern könnten eine Kettenreaktion in Gang setzen, die ihrerseits über den Kapitalmarkt zu negativen realwirtschaftlichen Effekten führt. Ganz von der Hand zu weisen ist diese Gefahr nicht. Wir hatten bereits in der letzten Woche darauf hingewiesen, dass größere Verkäufe von Staatsfonds zur Korrektur am Aktienmarkt beigetragen haben könnten. Dies wäre ein ernstes Zeichen dafür, dass die aktuelle Ausgabenpolitik rohstoffreicher Staaten längst nicht mehr durch ihre Einnahmen gedeckt ist. Entweder werden die öffentlichen Haushalte gekürzt, was zu weiteren wirtschaftlichen Schwierigkeiten führen kann; eine schlechte Option angesichts der politischen Spannungen, die es in vielen rohstoffreichen Ländern gibt. Oder die Vermögenswerte werden weiter abgestoßen und die Verschuldung erhöht. Dies kann

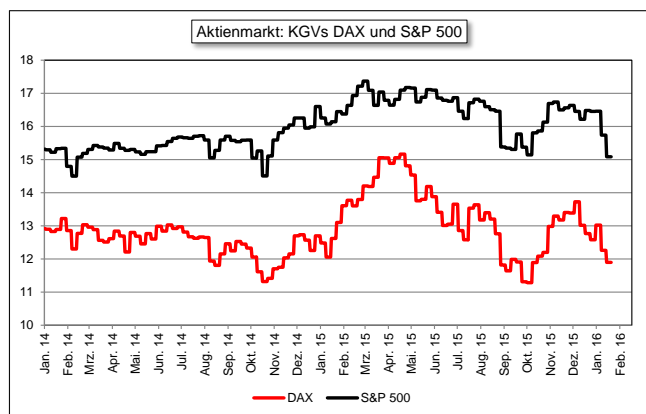
sich als tragfähige Strategie erweisen, solange die Baisse am Rohstoffmarkt nicht lange anhält. In jedem Fall zeigen sich hier jedoch auch die Schattenseiten des Rohstoffpreiserfalls. Und auch bei den Unternehmen nimmt der Druck immer weiter zu. Dies kann etwa am Hochzinsmarkt in den USA beobachtet werden. Dort sind die Renditen für Unternehmen aus dem Segment Energie mittlerweile auf mehr als 18% angestiegen; sobald hier erste Refinanzierungen getätigt werden müssen, dürfte die Zahl der Firmenpleiten in die Höhe schnellen. Das könnte Arbeitsplätze kosten und die Nachfrage nach Investitionsgütern weiter dämpfen. Wir haben jedoch nicht den Eindruck, dass größere Verwerfungen an den Kapitalmärkten drohen, wenn einige Unternehmen vom Markt verschwinden sollten.



Darüber hinaus sollte nicht vergessen werden, dass noch Anfang 2015 praktisch alle Analysten ein ordentliches Jahr für die Wirtschaft prognostizierten, gerade weil die Preise für Rohöl so stark gefallen waren. Zumindest mit Blick auf den Konsum in den Industrieländern haben sich diese Prognosen durchaus als richtig erwiesen. Die Konsumenten haben die steigende Kaufkraft genutzt, um zusätzliche Ausgaben zu tätigen. Auch die sehr gute Stimmung bei den Dienstleistungsunternehmen nicht nur in den USA, sondern auch in Europa und sogar in einigen Schwellenländern dürfte partiell darauf zurückzuführen gewesen sein. Wir haben jedoch den Eindruck, dass diese positiven Effekte, die sich auf viele Schultern verteilen, in den Augen vieler Investoren mittlerweile geringer wiegen als die negativen Effekte einiger Akteure, die jedoch deutlich sichtbar und teilweise sogar genau zu beziffern sind. Diese Skepsis teilen wir zwar nicht uneingeschränkt, in jedem Fall wirken sich die niedrigen Rohstoff- und Ölpreise jedoch derzeit negativ auf das Sentiment aus und tragen zur Nervosität am Markt bei.

Am schwierigsten fällt die Bewertung politischer Risiken, die gegenüber dem letzten Jahr zweifellos zugenommen haben. Besonders schwer wiegt die zunehmende politische Uneinigkeit in der Europäischen Union; sollte diese zu einer dauerhaften Störung des gemeinsamen Binnenmarktes führen drohen ernste Konsequenzen für die wirtschaftliche Aktivität. In diesem Zusammenhang besteht außerdem die Gefahr, dass der Wille zur Fortführung der Währungsunion am Kapitalmarkt erneut in Frage gestellt werden könnte. Hier sollten sich politische Entscheidungsträger dringend

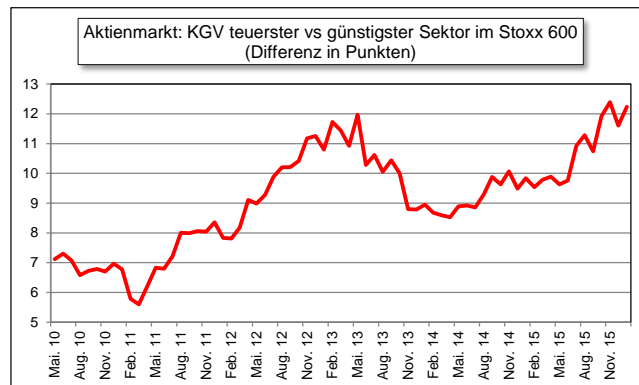
ihrer Verantwortung bewusst werden; die in der Vergangenheit getroffenen Entscheidungen, um derartige Entwicklungen zukünftig mit hinreichender Sicherheit ausschließen zu können, blieben jedenfalls hinter den Erfordernissen zurück und waren der Ernsthaftigkeit der Situation nicht angemessen. Es ist indes fraglich, inwieweit dieser Themenkomplex zur Korrektur am Aktienmarkt beigetragen hat. An einigen Börsen in Europa (zum Beispiel Portugal) haben wir zwar den Eindruck, dass die Anlageentscheidungen der Investoren jüngst auch von politischen Risiken beeinflusst waren. Doch größere Verwerfungen am Rentenmarkt sind ausgeblieben. Bislang ist die Politik der Europäischen Zentralbank noch ein Garant dafür, dass zumindest an den Staatsanleihenmärkten die Krisensignale weitgehend ausbleiben.



Kaum beachtet in der Diskussion bleibt unseres Erachtens, dass eine Korrektur am Aktienmarkt auch Chancen bieten kann. Neben der mutmaßlich übertriebenen Sorge vor einer scharfen konjunkturellen Abschwächung der Weltwirtschaft, die von einer etwas positiveren Sichtweise ersetzt werden könnte, sind auch die Bewertungen am Aktienmarkt etwas attraktiver geworden. So liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im DAX laut Auswertungen von I/B/E/S bei 11,9 Zählern, das ist ungefähr das Niveau von Anfang 2015. Im breiten US-Aktienmarkt, gemessen am S&P 500, liegt das KGV nun vergleichbar hoch wie im Oktober 2014. Die Bewertungen sind also etwas attraktiver geworden, was prinzipiell dafür spricht, dass zukünftig höhere Erträge möglich sind. Unter Timing-Gesichtspunkten sind Bewertungsaspekte jedoch wenig hilfreich; günstig bewertete Titel oder Märkte können auch noch günstiger werden. Vor diesem Hintergrund könnte einigen Investoren der Bewertungsabschlag aktuell noch nicht hoch genug sein.

Dabei sollte allerdings nicht übersehen werden, dass die Bewertungen in der Tendenz eher noch weiter auseinandergefallen sind: Defensive und/oder bislang teure Branchen sind in der Korrektur bewertungsseitig kaum attraktiver geworden, während die zyklischen Sektoren einen deutlichen Abschlag zu verzeichnen hatten. So sind etwa die KGVs der Branchen Lebensmittel (-2,8% ggü. Vormonat), Versorger (-0,5% ggü. Vormonat) und Telekommunikation (-0,9% ggü. Vormonat) kaum gefallen. Dagegen sind die KGVs der Sektoren Automobile (-12,6% ggü. Vormonat), Chemie (-7,4% ggü. Vormonat) und Industrie (-5,4% ggü. Vormonat) durchaus kräftig zurückgekommen. Dies spie-

gelt sicherlich auch wider, dass die Gewinne in diesen Sektoren eher unter Druck geraten, wenn die Wirtschaft an Dynamik verlieren sollte. Gleichzeitig ist der Puffer gegen Enttäuschungen nun größer geworden und im Falle einer Beruhigung an den Aktienmärkten könnten sich in diesen Sektoren wieder günstige Einstiegsmöglichkeiten bieten.



Zudem ist auch die Risikoprämie für Aktien gegenüber Anleihen in vielen Ländern angestiegen. Die 10-jährige Bundesanleihe notiert derzeit wieder knapp unter 0,5%, 10-jährige US-Treasuries sind unter die 2%-Marke gefallen. Vergleicht man dies mit dem Kehrwert des KGVs (dies entspricht den Ertragsersparungen für Aktien für die kommenden 12 Monate) ergibt sich ein erwarteter Mehrertrag für deutsche Aktien gegenüber Bundesanleihen von mehr als 7%, und für US-Aktien gegenüber Treasuries von rund 4,5%. In Deutschland entspricht dies ungefähr den Werten, die auch zur Finanzkrise erreicht wurden. 2011 lag die Risikoprämie dann noch höher und erreichte zwischenzeitlich über 10%. In den USA lag der Wert zuletzt 2013 höher, in der Finanzkrise und auch 2011 lagen die Werte zwischen 6,5% und 7,5%. Daran gemessen ist die Skepsis der Aktionäre in Deutschland bereits sehr hoch, während am US-Markt bislang noch keine wirkliche Krisenstimmung herrscht. Es ist natürlich nicht ausgeschlossen, dass auch in der aktuellen Korrektur nochmals (deutlich) höhere Risikoprämien für Aktien gezahlt werden. Doch sobald die Risiken abnehmen oder sich das fundamentale Umfeld wieder sichtbar verbessert könnten Aktien besonders in einigen Sektoren und auch gegenüber Alternativenanlagen schnell eine deutliche Outperformance erzielen.

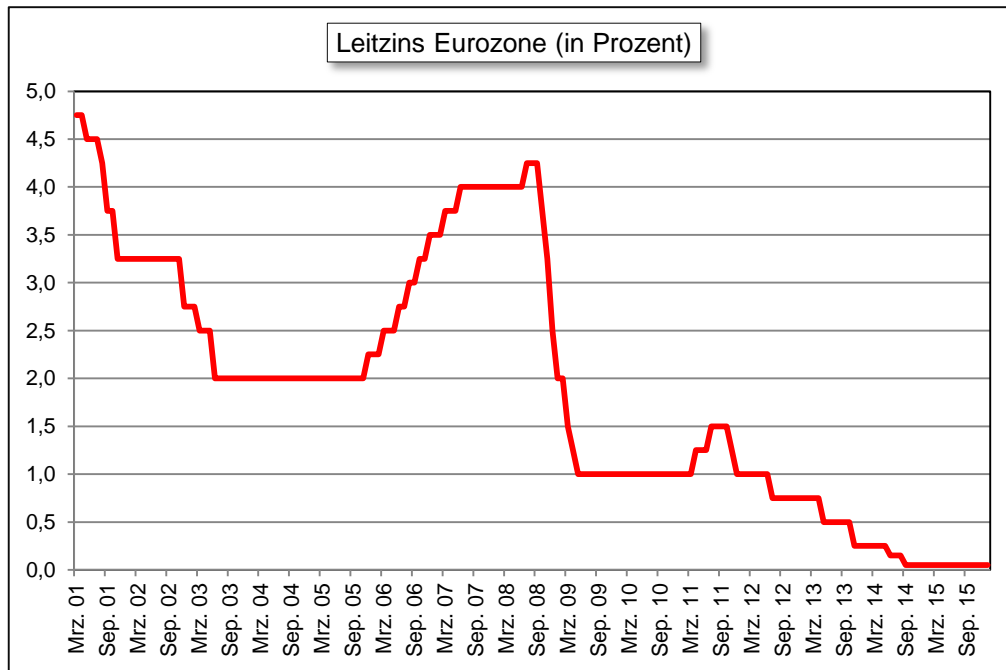
Bis auf weiteres dürften die Kapitalmärkte für den Investor sehr anspruchsvoll bleiben und könnten weiterhin stark nach oben und unten ausschlagen. Insgesamt haben wir den Eindruck, dass eine vergleichsweise ausgewogene und stark diversifizierte Positionierung im gegenwärtigen Umfeld angemessen ist. Es wäre zwar ein großer Fehler, die in der Tat vorhandenen Risiken zu unterschätzen. Doch genauso falsch wäre es, die Perspektiven zu pessimistisch zu beurteilen und in eine Art Schockstarre zu verfallen. Auch wenn derzeit wenig über Chancen diskutiert wird könnten sich diese im Jahresverlauf noch für den Anleger ergeben.

Wochenausblick für die Zeit vom 25. bis 29. Januar 2016

	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	108,5	108,2	109	108,7	108,2		25. Januar
D: GfK Konsumklima	9,9	9,6	9,4	9,3	9,4	9,1	27. Januar
D: Inflationsrate Vorabschätzung, y/y	0,0%	0,3%	0,4%	0,3%	0,6%		28. Januar
E-19: Konsumentenvertrauen	-7	-7,5	-5,9	-5,7	-5,5		28. Januar
E-19: Industievertrauen	-2,3	-2,0	-3,2	-2,0	-2,4		28. Januar
E-19: Geldmenge M3, y/y	4,9%	5,3%	5,1%	5,0%			29. Januar
E-19: Inflationsrate Vorabschätzung, y/y	-0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,4%		29. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB weckt erneut Erwartungen



Die Europäische Zentralbank hat den Leitzins wie erwartet unverändert belassen. Auch der Einlagenzinssatz blieb unangetastet. Notenbankpräsident Mario Draghi warb für die Maßnahmen, die erst im Dezember 2015 beschlossen wurden: Diese zeigten Wirkung und wären angemessen. Allerdings äußerte Draghi auch, dass die Abwärtsrisiken für die Wirtschaft und die Inflation zuletzt nochmals zugenommen hätten. Insofern werde die EZB bei ihrem nächsten Zinsentscheid im März zum einen ihre Annahmen für die Inflation und das Wachstum in der Eurozone überprüfen, und zum anderen, ob die Art und der Umfang der verwendeten Maßnahmen ausrei-

chend sei, um das Inflationsziel der Notenbank zu erfüllen. Abermals versuchte Draghi damit, die Marktteilnehmer auf eine zukünftig nochmals expansivere Geldpolitik einzustimmen. Ob die Freude über die nun erfolgte Ankündigung lange anhalten wird, bleibt jedoch abzuwarten. Denn im Dezember 2015 blieb die Notenbank mit ihren Beschlüssen erstmals klar hinter den Konsenserwartungen zurück. Es scheint immer schwerer zu sein, für eine noch expansivere Geldpolitik Mehrheiten im EZB-Rat zu organisieren. Von daher ist die Phantasie, dass die Notenbank zukünftig noch mehr Geld drucken könnte, nicht mehr ganz so viel Wert wie zuvor.

	Stand 21.01.2016 15:11	Veränderung zum			
		14.01.2016 -1 Woche	18.12.2015 -1 Monat	20.10.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	15767	-3,7%	-8,0%	-8,4%	-9,5%
S&P 500	1859	-3,3%	-7,3%	-8,4%	-9,0%
Nasdaq	4472	-3,1%	-9,2%	-8,4%	-10,7%
DAX	9392	-4,1%	-11,5%	-7,5%	-12,6%
MDAX	18323	-5,0%	-11,3%	-7,1%	-11,8%
TecDAX	1597	-4,5%	-12,0%	-9,3%	-12,8%
EuroStoxx 50	2883	-4,7%	-11,6%	-11,5%	-11,8%
Stoxx 50	2739	-5,0%	-10,6%	-12,0%	-11,7%
SMI (Swiss Market Index)	7966	-4,1%	-7,5%	-7,9%	-9,7%
Nikkei 225	16416	-4,8%	-13,5%	-9,8%	-13,8%
Brasilien BOVESPA	37645	-4,7%	-14,3%	-20,0%	-13,2%
Russland RTS	628	-9,3%	-17,9%	-28,2%	-17,0%
Indien BSE 30	24062	-2,9%	-5,7%	-11,9%	-7,9%
China Shanghai Composite	2977	-1,0%	-16,8%	-13,1%	-15,9%
MSCI Welt (in €)	1492	-3,8%	-9,3%	-7,3%	-10,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	693	-4,3%	-12,8%	-16,4%	-12,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	161,13	142	212	522	321
Bobl-Future	131,68	38	66	273	101
Schatz-Future	111,67	7	13	34	16
3 Monats \$ Libor	0,62	0	4	30	1
10-jährige US Treasuries	1,98	-11	-22	-9	-29
10-jährige Bunds	0,42	-9	-14	-21	-22
10-jährige JGB	0,22	-2	-4	-10	-4
US Treas 10Y Performance	578,44	0,8%	2,0%	1,0%	2,5%
Bund 10Y Performance	590,76	0,9%	1,3%	2,1%	2,0%
REX Performance Index	478,55	0,3%	0,6%	0,9%	0,9%
Hypothekenzinsen USA	3,92	0	-5	10	-9
IBOXX AA, €	1,26	-2	3	-10	-3
IBOXX BBB, €	2,50	11	28	19	23
ML US High Yield	9,85	58	80	210	96
JPM EMBI+, Index	692	-0,8%	-1,4%	-3,0%	-1,7%
Wandelanleihen Exane 25	6640	0,0%	-4,0%	-1,7%	-4,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	353,66	-2,4%	-5,0%	-12,8%	-6,8%
MG Base Metal Index	217,71	-0,1%	-4,4%	-12,8%	-6,3%
Rohöl Brent	29,43	-3,6%	-20,7%	-39,9%	-19,4%
Gold	1102,18	1,8%	3,5%	-6,4%	3,7%
Silber	14,13	2,2%	-0,1%	-10,7%	2,0%
Aluminium	1463,50	-1,8%	-2,9%	-3,3%	-2,4%
Kupfer	4355,50	-1,4%	-7,0%	-16,3%	-7,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	358	-6,5%	-24,9%	-53,0%	-25,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,09	0,1%	0,7%	-4,1%	0,2%
EUR/ GBP	0,77	2,0%	5,5%	4,7%	4,2%
EUR/ JPY	127,28	-0,8%	-3,3%	-6,5%	-2,9%
EUR/ CHF	1,09	-0,2%	1,5%	1,0%	0,9%
USD/ JPY	116,94	-0,9%	-3,5%	-2,4%	-2,8%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@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.