



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

21. Februar 2019

Wie nachhaltig ist die Erholung an den Aktienmärkten?

Nach dem fürchterlichen Aktienmarktjahr 2018 ist es in diesem Jahr zu einer ordentlichen Kurserholung gekommen. So konnte der DAX seit Jahresbeginn um gut acht Prozent zulegen, wobei die Unternehmen mit der schwächsten Wertentwicklung im Jahr 2018 in diesem Jahr oft ganz oben im Ranking zu finden sind (HeidelbergCement, Continental, Covestro). Noch besser haben sich die Indizes in den USA entwickelt, aber auch chinesische Aktien konnten einen guten Teil ihrer Verluste aus dem Vorjahr wieder wett machen. Die positive Entwicklung ist ein Indiz dafür, dass die starken Kursrückgänge, zu denen es vor allem im Dezember 2018 kam, im Nachhinein betrachtet eine Übertreibung dargestellt haben. Die spannende Frage ist aber, ob der positive Trend anhält oder ob es sich hierbei nur um eine Zwischenerholung handelt. Hierzu werfen wir im Folgenden einen Blick auf die politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie auf die aktuellen und erwarteten Unternehmensgewinne.

In den vergangenen beiden Wochen spielte vor allem die Hoffnung auf eine Beilegung des Handelsstreits zwischen den USA und China eine wichtige Rolle für die bessere Stimmung am Aktienmarkt. Der Besuch einer US-amerikanischen Delegation in Peking und die in dieser Woche in Washington fortgesetzten Gespräche haben die Erwartung geschürt, dass der Konflikt zwischen den beiden größten Wirtschaftsmächten der Welt bald beigelegt werden könnte. Dies wäre eine wichtige Bedingung für eine Fortsetzung der Börsenerholung. Allerdings ist eine Einigung noch keine ausgemachte Sache. Da US-Präsident Trump glaubt, bei den Verhandlungen am längeren Hebel zu sitzen, könnten die

USA ihre Forderungen überziehen, sodass China befürchten könnte, keinen gesichtswahrenden Deal hinzubekommen und die Verhandlungen somit abbrechen könnte. China wiederum dürfte darauf setzen, dass der US-Präsident davon ausgeht, bessere Chancen auf eine Wiederwahl im Jahr 2020 zu haben, wenn sich die Börse und die Wirtschaft bis dahin positiv entwickeln, was eine größere Kompromissbereitschaft der USA in den Augen Chinas wahrscheinlicher macht und die Bereitschaft für ein Entgegenkommen reduzieren könnte. Ob dies so ist, wird sich in den kommenden Tagen zeigen.



Doch selbst wenn der Handelsstreit zwischen den USA und China beigelegt wird, droht an anderer Stelle neues Ungemach. So könnte sich Trump als nächstes die Europäer vorknöpfen, mit denen er die Handelsbeziehungen ebenfalls neu ordnen möchte. Die offizielle Einschätzung, dass Auto-Importe für die USA eine Bedrohung ihrer nationalen Sicherheit darstellen, gibt dem US-Präsidenten die Möglichkeit, zukünftig Zölle einzuführen, die vor allem die deutschen Hersteller, aber auch Unternehmen aus Japan und Südkorea hart treffen würde. Von daher gehen wir nicht davon aus, dass es beim

Konjunktur und Strategie

Thema Handel zu einer vollständigen Entspannung kommen wird. Darüber hinaus gibt es eine Reihe weiterer ungelöster politischer Probleme, angefangen bei der schier endlosen Debatte um den Brexit, über die wirtschaftlichen und politischen Probleme in Italien bis hin zu den anstehenden (Neu-) Wahlen in Spanien und des EU-Parlaments.

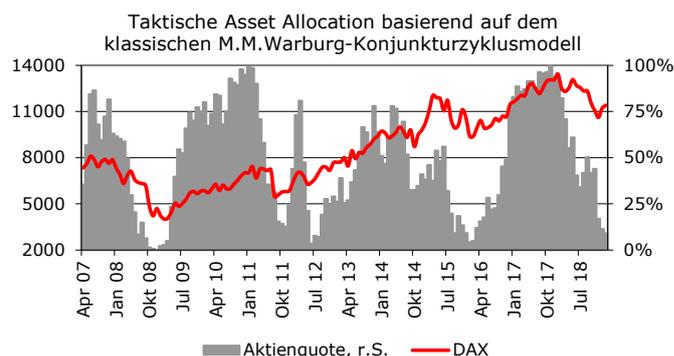
Die politischen Unsicherheiten haben dazu geführt, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Laufe der vergangenen 12 Monate deutlich verschlechtert haben. Hiervon betroffen waren vor allem Länder, für die die Ausfuhren einen wichtigen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten. So ist das Wachstum der globalen Exporte im letzten Quartal des Jahres 2018 fast zum Erliegen gekommen, und Zeitreihen aus dem Transportsektor (z.B. Schiffs- und Flugzeugfrachtraten) zeigen, dass diese negative Tendenz anhält. Die zunehmende Verunsicherung der Unternehmen und Privathaushalte führte zudem zu geringeren Investitionen, einer sinkenden Industrieproduktion und rückläufigen Einzelhandelsumsätzen.



Vor allem in der Eurozone hat sich die wirtschaftliche Dynamik deutlich abgeschwächt. Neben Italien, das aufgrund anhaltender struktureller Probleme bereits in die Rezession gerutscht ist und wo unwillige (oder unfähige?) politische Entscheidungsträger dafür sorgen, dass die fehlende Wettbewerbsfähigkeit des Landes zementiert wird, hat sich auch in Deutschland die konjunkturelle Talfahrt der Industrie fortgesetzt. Der Einkaufsmanagerindex im verarbeitenden Gewerbe ist mit zuletzt 47,6 Punkten auf das niedrigste Niveau seit Ende 2012 abgerutscht und sorgte mit dafür, dass auch in der gesamten Eurozone der Index für die Industrieunternehmen das erste Mal seit Juni 2013 unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten sank. Besser sieht es dagegen bei den Dienstleistungsunternehmen aus, die noch von besseren Geschäften profitieren. Dennoch gehen wir für dieses Jahr nur noch von einem Wirt-

schaftswachstum von 0,7 Prozent in Deutschland und von 0,9 Prozent in der Eurozone aus.

Im Unterschied zum Rest der Welt hält sich die US-Wirtschaft nach wie vor deutlich besser. Dies liegt vor allem an der geringen Exportabhängigkeit und den nachlaufenden Effekten der Steuerreform. So haben die Unternehmen auch zu Beginn des Jahres 2019 viele neue Jobs geschaffen. Vereinzelt waren zwar auch schwächere Konjunkturdaten zu beobachten – so sanken die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion zuletzt deutlich – doch gab es neben guten Arbeitsmarktdaten auch bei einigen Frühindikatoren eine positive Entwicklung. Die für die zukünftige Aktienmarktentwicklung entscheidende Frage ist jedoch, ob und wie lange sich die US-Konjunktur vom Rest der Welt abkoppeln kann bzw. ob es der Eurozone, Japan und den meisten Schwellenländern gelingt, im Laufe der Zeit wieder wirtschaftlich Fuß zu fassen. Unsere Konjunkturmodelle, mit denen wir eine Vielzahl globaler Wirtschaftsdaten in Echtzeit auswerten, raten im Moment weiter zur Vorsicht, weil noch keine konjunkturelle Trendwende zum Besseren erkennbar ist. Viele Marktteilnehmer scheinen jedoch der Auffassung zu sein, dass die globale Schwächephase ähnlich wie Anfang 2016 oder im Sommer 2012 nur von kurzer Dauer sein wird. Deswegen schaut man durch den Konjunkturabschwung quasi hindurch und setzt auf eine bevorstehende Erholung.

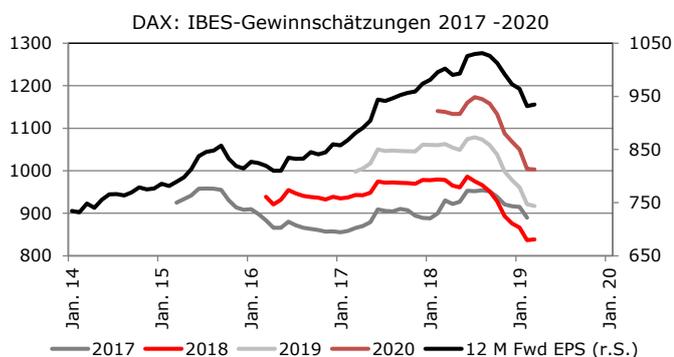


Diese könnte durch ein Ende der Handelsstreitigkeiten unterstützt werden. Meistens war es jedoch die Geld- und manchmal die Fiskalpolitik, die eine konjunkturelle Trendwende eingeläutet hat. Angesichts von Nullzinsen in der Eurozone und der deutlich gestiegenen Staatsverschuldung in den USA (wie auch in anderen Ländern) ist der wirtschaftspolitische Werkzeugkasten jedoch deutlich schlechter bestückt als in der Vergangenheit. Zudem gibt es im Moment noch keine Hinweise darauf, dass beispielsweise die Notenbanken in den USA, Japan

Konjunktur und Strategie

oder in der Eurozone eine deutlich expansivere Geldpolitik planen. Während die US-amerikanische Federal Reserve, die immerhin etwas Zinssenkungspotenzial hat, gerade erst vom verbalen Autopilotmodus auf den Sinkflug umgeschaltet hat, ist es für die EZB und die BoJ wesentlich schwieriger, expansive Impulse zu setzen, da ihre Zinspolitik immer noch auf der Nulllinie verharrt. Die von der Europäischen Zentralbank ins Spiel gebrachten neuen Langfristtender mögen den Banken und der Stabilität des Finanzsystems zugutekommen, der Konjunktur werden sie aber nur bedingt unter die Arme greifen.

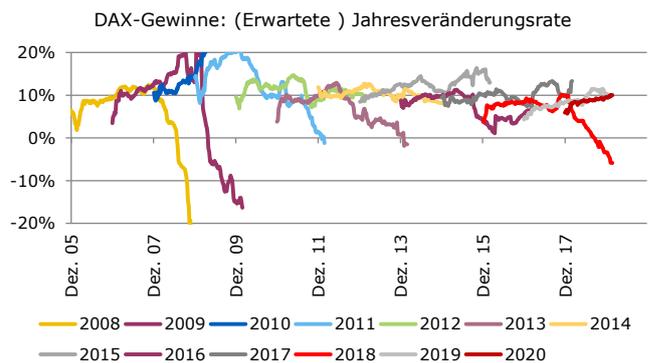
Trotz einer skeptischen Konjunktüreinschätzung können Aktien eine interessante und vielversprechende Anlageklasse sein, wenn die negativen wirtschaftlichen Perspektiven bereits in ausreichendem Maße in den niedrigeren Aktienkursen enthalten sind. Von daher ist es sinnvoll auf Bewertungskennzahlen zu achten, die signalisieren, ob man als Anleger ein Schnäppchen machen kann. Traditionell stehen dabei die Unternehmensgewinne bzw. die Gewinnerwartungen im Fokus des Interesses. Der DAX weist derzeit ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von zwölf auf. Dieses basiert auf den Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate und entspricht damit ungefähr dem Durchschnittswert der vergangenen Jahre. Deutsche Aktien scheinen somit weder besonders teuer, noch besonders billig zu sein. Einen Haken gibt es allerdings an dieser Betrachtungsweise: die Genauigkeit der Gewinnerwartungen. So kann im Moment niemand mit Sicherheit sagen, wie sich diese für die 30 DAX-Unternehmen in den nächsten beiden Jahren entwickeln werden.



Auffällig ist, dass die Gewinnerwartungen seit Sommer vergangenen Jahres kontinuierlich nach unten revidiert werden, und zwar sowohl für das Jahr 2018, als auch für 2019 und 2020. Das scheint zunächst dafür zu sprechen, dass die Analysten mittlerweile skeptisch genug geworden sind, sodass die Unternehmen – trotz der bestehen-

den politischen und ökonomischen Risiken – in der Lage sein sollten, die Gewinnerwartungen zu übertreffen. Wäre dies der Fall, wären die Aktien nämlich optisch teurer als es tatsächlich der Fall ist, weil die im Nenner stehenden Gewinne höher und damit das KGV niedriger wäre als ausgewiesen.

Leider ist aber genau das Gegenteil der Fall. Denn die Revisionen der Analysten betreffen bei genauerem Hinsehen in erster Linie das Jahr 2018. Die Ertragsersparungen für die Jahre 2019 und 2020 sind dagegen nur parallel nach unten verschoben worden. Dies lässt sich an den erwarteten Zuwachsraten der Unternehmensgewinne erkennen. So sind die Firmenerträge im Jahr 2018 um rund sechs Prozent gegenüber dem Vorjahr gesunken. Für die Jahre 2019 und 2020 werden hingegen seit Sommer vergangenen Jahres unverändert Zuwächse in Höhe von jeweils zehn Prozent erwartet. Dies scheint angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen eine recht utopische Vorstellung zu sein.



Geht man dagegen von bescheideneren Steigerungsraten von jeweils fünf Prozent in den kommenden beiden Jahren aus, sinkt die im Nenner stehende Zahl, sodass das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf fast dreizehn ansteigt. Eine derartige Bewertung gab es zuletzt Anfang 2018, als die Welt aus Anlegersicht noch in Ordnung war. Anfang 2016, als unser Konjunkturzyklusmodell auf einem vergleichbar niedrigen Wert lag, war das KGV jedoch etwas niedriger, allerdings bei deutlich geringeren erwarteten Gewinnsteigerungsraten. Im Sommer 2012 auf dem Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise lag das DAX-KGV sogar nur bei neun. Ein wirkliches Schnäppchen sind deutsche Aktien derzeit also nicht. Von daher steht die Erholung an den Aktienmärkten auf einem schwachen Fundament solange sich die Wirtschaftsdaten nicht verbessern.

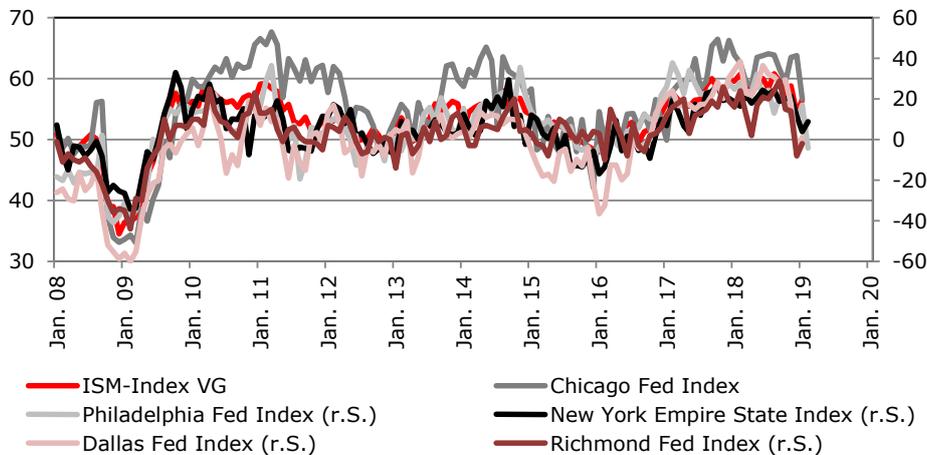
Wochenausblick für die Zeit vom 25. Februar bis 1. März 2019

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: GfK Konsumklima	10,6	10,6	10,4	10,5	10,8	11,1	26. Februar
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,1%	-1,1%	0,5%	-0,8%	0,2%		28. Februar
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,7%	1,3%	1,2%	1,4%	1,3%		28. Februar
D: Importpreise, m/m	1,0%	-1,0%	-1,3%	0,2%			1. März
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-11	-16	-12	-2	-9		1. März
D: Arbeitslosenquote	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%		1. März
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	52,2	51,8	51,5	49,7	47,6		1. März
E-19: M3, y/y	3,9%	3,7%	4,1%	4,0%			27. Februar
E-19: Geschäftsklima	1,01	1,04	0,86	0,69	0,71		27. Februar
E-19: Wirtschaftsvertrauen	109,7	109,5	107,4	106,2	106,5		27. Februar
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-5,9	-6,6	-8,3	-7,9	-7,4		27. Februar
E-19: Industrier vertrauen	4,2	4,4	2,3	0,5	0,7		27. Februar
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%			1. März
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	52,0	51,8	51,4	50,5	49,2		1. März
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	2,2%	1,9%	1,6%	1,4%	1,3%		1. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fed Protokoll bestätigt Kurs

USA: Einkaufsmanagerindizes aus dem verarbeitenden Gewerbe



Gestern wurde das Protokoll der letzten Fed-Sitzung vom 30. Januar veröffentlicht. In der offiziellen Erklärung und der anschließenden Pressekonferenz hatte die Fed eine bemerkenswerte Wende vollzogen und sich aufgrund der abflauenden Weltwirtschaft und schwächer werdenden Daten zur US Wirtschaft unerwartet „dovish“ geäußert. Das nun veröffentlichte Sitzungsprotokoll bestätigt die vorsichtiger Haltung. So ist eine große Unsicherheit unter den Notenbankern bezüglich des Zinskurses für dieses Jahr erkennbar, was im Einklang mit dem angekündigten „geduligen“ Vorgehen steht. Auch wenn sich die Fed alle Möglichkeiten offen hält, gehen wir nicht davon aus, dass in diesem Jahr noch eine Zinserhöhung erfolgen wird. Weder aktuelle Inflations- und realwirtschaftliche Daten noch die Früh-

indikatoren machen einen weiteren Zinsschritt notwendig oder wahrscheinlich. Erst heute kam ein weiterer negativer Datenpunkt mit einem stark zurückgegangenen Philly-Fed Index hinzu. Ein weiterer viel diskutierter Aspekt während der Zinssitzung war die Entwicklung der Zentralbankbilanz. Hier positionierten sich die Notenbanker eindeutiger. Nahezu alle Teilnehmer waren dafür, den im Herbst 2017 begonnenen Abbau der Notenbankbilanz, die von etwa 850 Mrd. USD vor der Finanzkrise auf etwa 4 Billionen USD angestiegenen ist, in diesem Jahr zu beenden. Ein konkretes Vorgehen dazu soll bald („before too long“) kommuniziert werden.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	21.02.2019 18:13	14.02.2019 -1 Woche	18.01.2019 -1 Monat	20.11.2018 -3 Monate	20.02.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Dow Jones	25875	1,7%	4,7%	5,8%	3,6%	10,9%
S&P 500	2779	1,2%	4,1%	5,2%	2,3%	10,9%
Nasdaq	7472	0,6%	4,4%	8,2%	3,3%	12,6%
DAX	11423	3,0%	1,9%	3,2%	-8,5%	8,2%
MDAX	24302	1,6%	4,9%	5,6%	-7,6%	12,6%
TecDAX	2602	1,5%	0,9%	4,9%	0,4%	6,2%
EuroStoxx 50	3264	2,5%	4,1%	4,7%	-5,0%	8,7%
Stoxx 50	3015	2,0%	4,5%	4,8%	-1,3%	9,2%
SMI (Swiss Market Index)	9334	2,1%	3,4%	6,4%	3,9%	10,7%
FTSE 100	7167	-0,4%	2,9%	3,2%	-1,1%	6,5%
Nikkei 225	21464	1,5%	3,9%	-0,6%	-2,1%	7,2%
Brasilien BOVESPA	96158	-1,9%	0,1%	9,4%	12,1%	9,4%
Russland RTS	1189	2,8%	1,0%	6,4%	-6,0%	11,5%
Indien BSE 30	35898	0,1%	-1,3%	1,2%	6,5%	-0,5%
China Shanghai Composite	2752	1,2%	6,0%	4,0%	-14,0%	10,3%
MSCI Welt (in €)	2084	1,2%	4,8%	6,3%	6,8%	11,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	1049	0,5%	3,8%	8,8%	-4,3%	9,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	166,51	-3	244	562	812	297
Bobl-Future	132,98	-15	31	124	228	46
Schatz-Future	111,86	0	-5	-14	-5	-8
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	1	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,27	-2	-3	-8	-43	0
3 Monats \$ Libor	2,64	-5	-12	-1	74	-17
Fed Funds Future, Dez 2019	2,40	2	-8	-34	-4	0
10-jährige US Treasuries	2,69	3	-9	-37	-20	1
10-jährige Bunds	0,13	2	-9	-22	-56	-12
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,03	-2	-4	-13	-9	-3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,28	5	-7	-24	-38	-4
US Treas 10Y Performance	585,61	0,1%	1,3%	4,9%	4,8%	0,9%
Bund 10Y Performance	639,39	0,0%	1,6%	3,0%	7,8%	1,9%
REX Performance Index	489,72	0,0%	0,4%	0,9%	3,0%	0,4%
IBOXX AA, €	0,62	-2	-26	-28	-16	-25
IBOXX BBB, €	1,71	-3	-31	-31	35	-35
ML US High Yield	6,88	-7	-28	-51	46	-113
JPM EMBI+, Index	827	-0,3%	1,2%	6,9%	1,7%	4,5%
Wandelanleihen Exane 25	7052	0,0%	0,9%	0,6%	-3,9%	2,3%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	413,71	0,5%	0,6%	-0,7%	-6,2%	1,1%
MG Base Metal Index	311,07	1,7%	3,7%	1,3%	-14,1%	5,6%
Rohöl Brent	66,86	4,2%	6,7%	5,1%	2,7%	25,8%
Gold	1329,76	1,5%	3,6%	8,6%	-0,5%	3,8%
Silber	16,14	3,5%	4,7%	12,4%	-2,2%	4,1%
Aluminium	1849,00	1,6%	-0,7%	-4,2%	-16,6%	-0,7%
Kupfer	6428,00	4,7%	6,6%	3,6%	-8,8%	8,1%
Eisenerz	86,99	-1,5%	15,8%	16,2%	13,0%	25,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	622	-1,0%	-44,1%	-38,0%	-44,3%	-51,1%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1326	0,5%	-0,7%	-0,8%	-8,2%	-1,1%
EUR/ GBP	0,8681	-1,6%	-1,4%	-2,4%	-1,5%	-3,3%
EUR/ JPY	125,46	0,3%	0,5%	-2,2%	-5,1%	-0,3%
EUR/ CHF	1,1342	-0,2%	0,1%	0,1%	-1,7%	0,6%
USD/ CNY	6,7195	-0,8%	-0,9%	-3,2%	5,9%	-2,3%
USD/ JPY	110,86	0,3%	1,0%	-1,7%	3,3%	1,2%
USD/ GBP	0,7667	-2,0%	-1,1%	-1,7%	7,4%	-2,4%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jbottger@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.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.