

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Ein turbulenter Sommer?

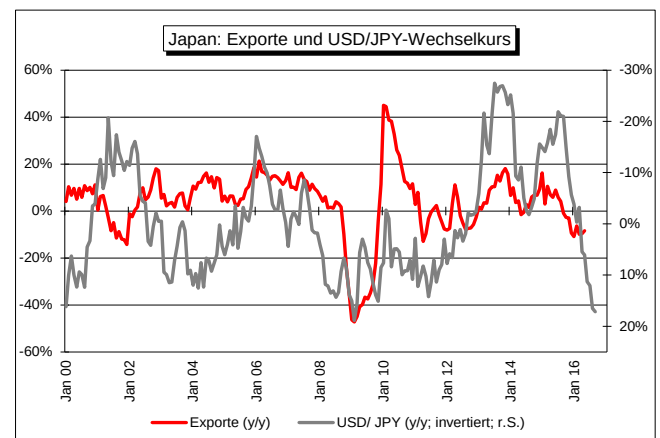
Zwei Wochen ist es her, dass sich die Mehrheit der britischen Wähler für einen Austritt aus der EU entschieden hat. In Großbritannien findet seitdem eine politische Seifenoper statt, in der die wichtigsten Köpfe der Leave-Kampagne mittlerweile ihren Abschied von der politischen Bühne angekündigt haben (Boris Johnson von den Tories und Nigel Farage von der UKIP) und der Eindruck entsteht, dass die Brexit-Befürworter – vom eigenen Erfolg überrascht – keinen Plan haben, wie es nun mit dem Land weitergehen soll. Als handlungsfähig hat sich bislang vor allem die Bank of England mit ihrem Gouverneur Mark Carney erwiesen. Die Zentralbank stellte eine baldige Lockerung der Geldpolitik in Aussicht und setzte den für schlechte Zeiten gedachten antizyklischen Kapitalpuffer für die Banken aus, damit diese mehr Kredite vergeben können.

Die Märkte haben auf diese Nachrichten reagiert, wie es schon häufig in der Vergangenheit zu beobachten war: Erst der Schock („Um Gottes Willen, was ist passiert?“), dann die Negierung („Alles nicht so schlimm“) und schließlich die langsame Erkenntnis („Die Welt sieht anders aus“). Nachdem der DAX am Freitagmorgen nach der Brexit-Entscheidung zunächst um 1.000 Punkte einbrach, setzte in der Folgewoche eine ordentliche Erholung ein, sodass ein Großteil der Verluste wieder aufgeholt wurde. In dieser Woche kam es dann wieder zu Verlusten. Ein ähnliches Verhaltensmuster war beispielsweise auch nach der Pleite von Lehman Brothers im September 2008 zu beobachten: Kursverluste am Tag der Nachricht, Erholung in den Folgetagen, gefolgt von einem Einbruch. Natürlich sind beide Ereignisse, Lehman und Brexit, nicht direkt miteinander vergleichbar, weil ihre ökonomischen Auswirkungen andere sind, dennoch zeigen diese Beispiele, wie Anleger unter Stress und Unsicherheit häufig reagieren.

Unsicherheit ist dabei das entscheidende Stichwort, denn derzeit weiß niemand ganz genau, welche Auswirkungen der Brexit wirklich haben wird. Von daher halten wir Weltuntergangsszenarien für völlig verfehlt. Allerdings können wir uns aus verschiedenen Gründen auch nicht einer Meinung des „weiter so“ anschließen, denn unter ökonomischen Gesichtspunkten halten wir die Wahrscheinlichkeit für groß, dass die Entscheidung der Briten negative Auswirkungen haben wird. Dabei darf man nicht übersehen, dass die Weltwirtschaft zwar wächst, das Wachstum aber relativ fragil ist, sodass schon ein kleiner negativer Schock ausreichen könnte, um das Wachstumsszenario in Frage zu stellen. Dies war beispielsweise Anfang des Jahres zu beobachten, als vor allem in den USA und China eine Reihe schlechter Konjunkturdaten veröffentlicht wurden und die Aktienmärkte von einer regelrechten Rezessionspanik erfasst wurden. Seit Mitte Februar hat sich diese jedoch wieder verflüchtigt, da sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wieder verbessert haben. Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu der Situation im Jahr 2008: Damals war die Weltwirtschaft ohnehin schon angeschlagen, sodass die Schockwellen der Lehman-Pleite eine Finanzkrise und eine schwere Rezession auslösten. Vor allem die USA befanden

sich schon am Rande einer Rezession, zudem war der Finanzsektor erheblich angeschlagen. 2016 ist in den USA ein zumindest moderates Wirtschaftswachstum zu erwarten (wir rechnen mit einer Rate von 1,8%), und das Bankensystem ist stabil.

Auch in den Schwellenländern hat sich das konjunkturelle Szenario in den vergangenen Monaten aufgehellt, insbesondere dank der Erholung bei den Rohstoffpreisen. Sowohl die OECD-Frühindikatoren als auch die Einkaufsmanagerindizes aus dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor haben sich von der Tendenz her verbessert. Ein Schwachpunkt in den Industrieländern stellt dagegen nach wie vor Japan dar. Die immer noch drittgrößte Volkswirtschaft der Welt kämpft seit mittlerweile mehr als 20 Jahren gegen eine gefährliche Mischung aus zu wenig Wachstum und zu geringer Inflation an, ohne dass es bislang überzeugende Maßnahmen gibt, die das Land zurück auf einen besseren Kurs bringen. Im Gegenteil: Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 ist das reale Bruttoinlandsprodukt Japans immerhin in 11 von 25 Quartalen gesunken! Und auch für die kommenden Quartale droht weiteres Ungemach, denn die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe (48,1 Punkte) und den Dienstleistungssektor (49,4 Punkte) signalisieren ein erneutes Schrumpfen der Wirtschaft, wobei sich insbesondere der starke Yen negativ auf das von den Exporten abhängige Land auswirkt.



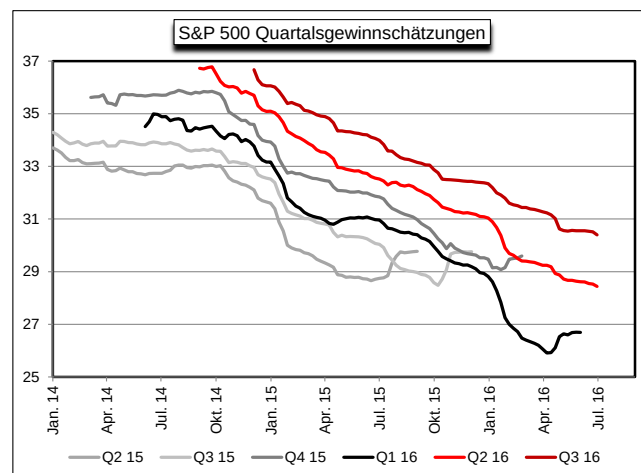
Neben Japan stellt aber auch Großbritannien selbst eine Achillesferse für die weltweiten Wachstumsperspektiven dar, schließlich ist das Land mit einer Wirtschaftsleistung von knapp 3 Billionen US-Dollar die fünftgrößte Volkswirtschaft der Welt. Wie in unserem Flash Report der vergangenen Woche (Brexit: Was nun?) erläutert, könnten vor allem die Investitionen, aber auch (allerdings in geringerem Ausmaß) der Konsum unter der politischen Unsicherheit leiden, während die starke Abwertung des Britischen Pfund den Exporten zunächst Rückenwind verschafft. Noch lassen sich aus den Stimmungsindikatoren keine Rückschlüsse auf die tatsächlichen Auswirkungen des Brexit-Votums ziehen, da fast alle Umfragen vor dem 23. Juni abgeschlossen wurden. Von daher werden Volkswirte und Marktteilnehmer in der nächsten Zeit mit Argusaugen auf alle Daten achten, die aus Großbritannien kommen.

Unseres Erachtens nach ist davon auszugehen, dass das globale Wirtschaftswachstum aufgrund des Brexits in absehbarer Zeit nur leicht in Mitleidenschaft gezogen werden wird. Die gute Nachricht: Eine neue Rezession ist wenig wahrscheinlich. Die schlechte Nachricht lautet jedoch, dass sich die Erwartung eines stärkeren Weltwirtschaftswachstums im nächsten Jahr wohl wieder nicht materialisieren wird, sodass erneute Abwärtsrevisionen bei den Konjunkturprognosen drohen (soweit diese nicht schon stattgefunden haben). Insofern dürfte die Weltwirtschaft auch 2017 nur eine Wachstumsrate von rund 3% erreichen. Zudem müssen die globalen Notenbanken auch weiterhin den „Ausputzer“ für die Politik spielen und deren Fehler ausbaden. Wie lange das gutgehen wird, vermag niemand zu prognostizieren. Fakt ist aber, dass für den Fall eines neuen wirtschaftlichen Abschwungs oder gar einer Rezession das geldpolitische Arsenal kaum noch ausreichend bestückt ist. Zumindest mit der traditionellen Zinspolitik ist vor dem Hintergrund der überall auf dem Globus zu beobachtenden äußerst expansiven Geldpolitik kaum noch ein Start zu machen. Und darauf zu setzen, dass die Notenbanken ihre Anleiheaufkaufprogramme solange fortsetzen, bis sie den Großteil der Schulden auf ihren Bilanzen haben, nur um diese dann generös ihren Schuldner zu erlassen, halten wir (zumindest derzeit noch) für Wunschdenken.

Ein potenzieller Schwachpunkt und möglicher Übertragungsherd auf die Realwirtschaft ist auch der europäische Finanzsektor. Denn viele europäische Banken sind durch die immer massiveren Vorgaben der europäischen Bankenregulierung sowie die anhaltende Niedrigzinsphase enorm geschwächt. Höhere Kosten bei gleichzeitig geringeren (Zins-)Erträgen sind ein gefährlicher Cocktail für den gesamten Sektor. Vor allem die italienischen Banken, die über ein erhebliches Maß an ausfallgefährdeten Krediten verfügen, stehen bei den Anlegern im Fokus. Von den 48 Unternehmen im Stoxx 600 Europe Bankensektor stammen allein acht aus Italien. Drei Institute, Banca Popolare (-80%), Banca Monte Dei Paschi (-77%) und Unicredit (-64%) weisen seit Jahresbeginn besonders verheerende Kursentwicklungen auf. Zudem erhält die populistische 5-Sterne-Bewegung, die ein Referendum über die Euro-Zugehörigkeit anstrebt, immer mehr Zuspruch, sodass die politischen Unsicherheiten in Europa noch weiter zunehmen könnten. Gleichzeitig kommen Erinnerungen an den Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 wieder hoch, nachdem in Großbritannien mittlerweile schon sieben Asset Manager (Aberdeen Asset Management, Columbia Threadneedle, Henderson, Canada Life, M&G Investments, Standard Life und Aviva) ihre offenen Immobilienfonds einfrieren mussten, um Notverkäufe zu verhindern. Auch wenn der Vergleich mit der Situation im Jahre 2008 hinkt, werden doch Dominoeffekte befürchtet.

Aufgrund der derzeitigen Unsicherheiten und der Annahme, dass man in den kommenden Wochen mit den ersten negativen realwirtschaftlichen Auswirkungen des Brexits konfrontiert wird, raten wir derzeit zu einer vorsichtigeren Anlagestrategie. Uns ist dabei bewusst, dass es vielleicht auch noch eine längere Zeit dauern kann, bis tatsächlich klarer abzuschätzen sein wird, wie sich der Brexit auswirkt. Politische Unsicherheiten hinterlassen nämlich häufig erst

mit größerem zeitlichen Verzug ihre Spuren in der Realwirtschaft. Da in den kommenden Wochen aufgrund der beginnenden Ferienzeit die Liquidität an den Kapitalmärkten sinken wird, können bereits kleinere Handelsaktivitäten zu größeren Kursveränderungen führen – so wie es beispielsweise auch im letzten Jahr der Fall war, als China im August begann, seine Währung abzuwerten. Da wir eher mit einer negativen Nachrichtenlage rechnen, können wir uns vorstellen, dass wir die Tiefststände am Aktienmarkt noch nicht erreicht haben. Für den DAX halten wir von daher einen Test des bisherigen Jahrestiefs von 8.700 Punkten für wahrscheinlich.

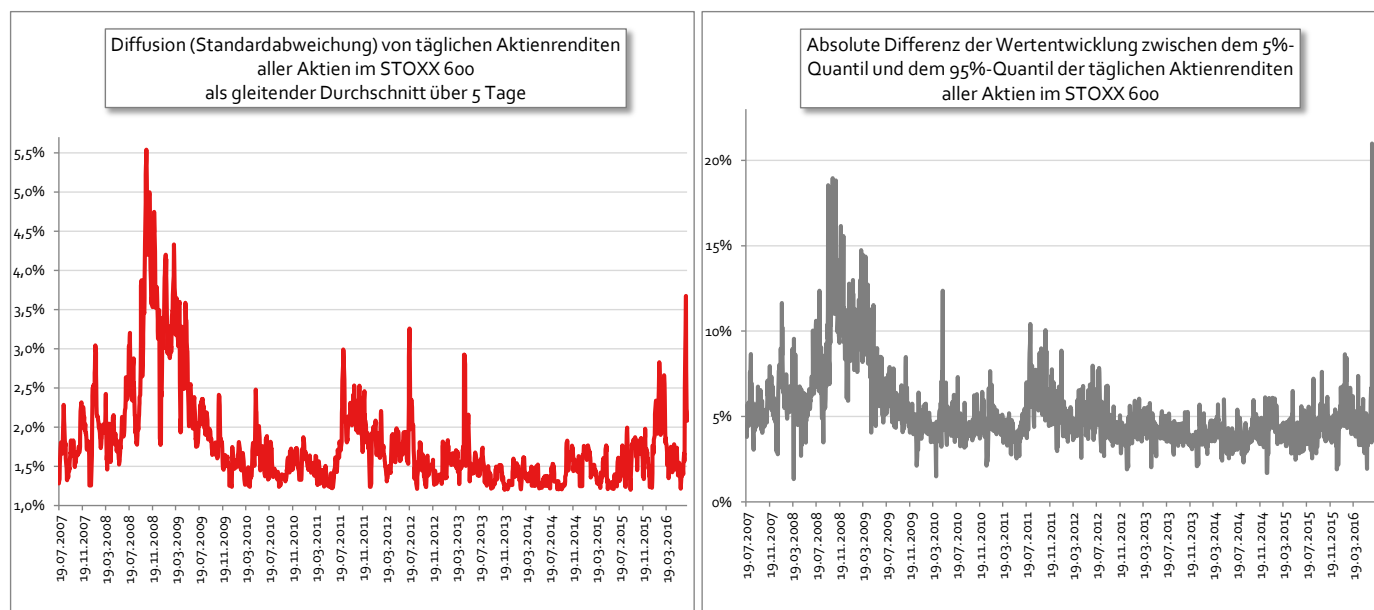


Wichtige Impulse gehen in der nächsten Zeit zudem von der Berichtssaison für das 2. Quartal aus, die in der kommenden Woche langsam Fahrt aufnimmt. In den USA sind die Gewinnerwartungen im Vorfeld – wie üblich – nach unten revidiert worden. Nachdem in Q1 die Gewinne um 6% gegenüber dem Vorjahr gesunken sind, wird für Q2 ein Minus von 4,5% erwartet. Die Gewinnrezession soll dann aber mit dem 3. Quartal enden, wobei ein Anhalten des negativen Revisionstrends dazu führen würde, dass auch in Q3 die Erträge niedriger ausfallen könnten als vor einem Jahr. Ein wesentlicher Grund dafür, dass sich der US-Aktienmarkt seit einem Jahr mehr oder weniger seitwärts bewegt hat, liegt in der stagnierenden Gewinnentwicklung. 2016 sollen die Gewinne im S&P 500 ebenfalls nur um gut 1% zulegen. Angesichts der hohen Bewertung der US-Aktien gehen wir nicht davon aus, dass die erwartete Gewinnentwicklung viel Spielraum für höhere Kurse lässt. Nur für den Fall, dass sich die Unternehmensgewinne besser als erwartet entwickeln, könnte der S&P 500 seine alte Bestmarke aus dem vergangenen Jahr nachhaltig überwinden – und dann auch die europäischen Aktienmärkte beflügeln. Angesichts der zunehmenden Brexit-Unsicherheiten wird ein solches positives Szenario aber unwahrscheinlicher. Ähnliches gilt auch für den DAX, für den die Unternehmensanalysten im nächsten Jahr ein Ertragsplus von 10% prognostizieren. Dabei sollen die stärksten Zuwächse von den Banken und den besonders zyklischen, also konjunkturabhängigen Unternehmen kommen. Diese Annahme halten wir aber unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen nicht für besonders realistisch. Auch wenn wir für die Börse nicht generell schwarzsehen (unser Jahresendziel für den DAX beträgt 10.350 Punkte), könnte es dennoch einen turbulenten Sommer geben.

Wochenausblick für die Zeit vom 11. bis 15. Juli 2016

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m	0,4%	0,8%	-0,4%	0,3%	0,1%		12. Juni
D: Konsumentenpreise, y/y	0,0%	0,3%	-0,1%	0,1%	0,3%		12. Juni
E-19: Industrieproduktion, m/m	-1,2%	-0,7%	1,1%	-0,9%			13. Juni
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,1%	0,1%	2,0%	1,3%			13. Juni
E-19: Konsumentenpreise, y/y	-0,2%	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,1%		15. Juni
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,8%	1,0%	0,7%	0,8%	0,9%		15. Juni

Chart der Woche: Der Brexit erzeugt extremste Verwerfungen am Aktienmarkt



Es gibt viele Möglichkeiten, den Umfang von „Stress“ sowie Verwerfungen und Strukturbrüche an Aktienmärkten zu beschreiben und zu bestimmen. Die übliche Vorgehensweise besteht darin, Kursbewegungen von Indizes zu analysieren. Hier spielt vor allem die Wertentwicklung über verschiedene Zeiträume eine Rolle, aber auch die tatsächlich beobachtete Volatilität oder Schwankungsbreite der Indexentwicklung innerhalb eines Zeitraumes. Wer es gerne etwas komplizierter mag, kann statt der tatsächlichen Schwankungen auf die implizite Volatilität als Indikator setzen, die sich indirekt aus Optionspreisen ergibt. Nach allen diesen eher „klassischen“ Kriterien war der Brexit zwar ein extremes Ereignis, aber bei Weitem nicht singulär. Zu oft gab es an den Märkten in den letzten zehn Jahren temporäre Verwerfungen, als dass der Brexit hier besonders herausstechen würde.

Zu einem anderen Ergebnis gelangt man, wenn man nicht auf die Indexentwicklung abstellt, sondern auf die Unterschiede in der Wertentwicklung einzelner Aktien innerhalb des Index. Um diese sog. „Diffusion“ besser zu verstehen, haben wir über die letzten acht Jahre auf Tagesbasis die Standardabweichung aller Renditen der 600 Aktien im STOXX 600 bestimmt. Wie sich zeigt, war die Diffusion nach dem Brexit so hoch wie etwa direkt nach der Insolvenz von Lehman Brothers. Aber das ist noch nicht alles: Betrachtet man nur die

Differenz in der Wertentwicklung besonders starker und besonders schwacher Aktien auf Tagesbasis, war diese Differenz am Tag nach dem Referendum im STOXX 600 höher als an jedem Tag der Finanzkrise 2008 oder jemals danach! Mit anderen Worten: Der Brexit hat aus dieser Perspektive innerhalb des europäischen Aktienmarktes zur Verwerfungen und Strukturbrüchen geführt, die stärker ausgefallen sind als an den schlimmsten Tagen der Weltfinanzkrise von 2008. Ökonomisch macht das sogar Sinn, denn der Brexit dürfte für einige Geschäftsmodelle existenzgefährdend werden, während andere Märkte und Sektoren nahezu gar nicht vom Brexit tangiert werden. Rein statistisch war die Diffusion von Aktien und damit der Umfang des „Eigenlebens“ von Aktien vor allem am Tag nach dem Referendum so groß, dass dies eigentlich nie hätte passieren dürfen (fast acht Standardabweichungen Differenz zur „normalen“ Diffusion) – und das bei einem Ereignis, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit auf Basis der Umfragen etwa 50% betrug.

Dies kann als Hinweis darauf gewertet werden, dass die Märkte nicht im Ansatz von einem Brexit ausgegangen waren und vermutlich erst langsam verstehen, welche Implikationen sich daraus ergeben. Ein Teil der daraus resultierenden Verwerfungen ist inzwischen aber so groß, dass sich für Stockpicker daraus auch wieder Chancen ergeben werden.

	Stand	Veränderung zum			
	07.07.2016 15:34	30.06.2016 -1 Woche	06.06.2016 -1 Monat	06.04.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17945	0,1%	0,1%	1,3%	3,0%
S&P 500	2100	0,0%	-0,5%	1,6%	2,7%
Nasdaq	4859	0,3%	-2,2%	-1,3%	-3,0%
DAX	9441	-2,5%	-6,7%	-1,9%	-12,1%
MDAX	19445	-2,0%	-5,8%	-3,0%	-6,4%
TecDAX	1584	-1,1%	-5,9%	-3,0%	-13,5%
EuroStoxx 50	2783	-2,9%	-7,3%	-4,4%	-14,8%
Stoxx 50	2765	-1,7%	-3,4%	0,9%	-10,8%
SMI (Swiss Market Index)	7939	-1,0%	-2,8%	2,2%	-10,0%
FTSE 100	6553	0,8%	4,5%	6,4%	5,0%
Nikkei 225	15276	-1,9%	-7,9%	-2,8%	-19,7%
Brasilien BOVESPA	52014	0,9%	3,1%	8,1%	20,0%
Russland RTS	935	0,4%	1,3%	8,3%	23,5%
Indien BSE 30	27201	0,7%	1,6%	9,2%	4,2%
China Shanghai Composite	3017	3,0%	2,8%	-1,1%	-14,8%
MSCI Welt (in €)	1641	-0,6%	-0,4%	2,7%	-3,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	819	-1,6%	1,9%	3,5%	1,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	167,42	30	247	352	950
Bobl-Future	133,81	21	221	255	314
Schatz-Future	112,12	5	21	31	61
3 Monats Euribor	-0,29	-1	-3	-5	-16
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,38	-3	-9	-8	0
3 Monats \$ Libor	0,66	1	0	3	5
Fed Funds Future, Dez 2016	0,39	2	-16	-14	-1
10-jährige US Treasuries	1,41	-8	-31	-34	-86
10-jährige Bunds	-0,16	-3	-24	-27	-79
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,27	-4	-14	-22	-53
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,60	-3	-19	-17	-52
US Treas 10Y Performance	617,07	1,0%	3,2%	4,0%	9,3%
Bund 10Y Performance	629,35	0,5%	2,5%	2,8%	8,7%
REX Performance Index	491,02	0,4%	1,1%	1,4%	3,5%
Hypothekenzinsen USA	3,48	0	-18	-23	-53
IBOXX AA, €	0,49	-8	-23	-26	-80
IBOXX BBB, €	1,50	-9	-17	-27	-76
ML US High Yield	7,45	-10	-14	-112	-145
JPM EMBI+, Index	798	0,9%	3,8%	7,0%	13,3%
Wandelanleihen Exane 25	6491	-0,2%	-3,7%	-1,9%	-6,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	432,23	-0,2%	1,2%	13,9%	14,0%
MG Base Metal Index	247,03	-1,0%	2,9%	5,1%	6,4%
Rohöl Brent	49,45	-0,3%	-2,3%	25,0%	38,5%
Gold	1357,86	2,8%	9,0%	11,1%	27,8%
Silber	20,16	8,7%	22,3%	32,7%	45,6%
Aluminium	1641,00	-0,1%	6,4%	9,8%	9,4%
Kupfer	4731,50	-2,2%	0,9%	-1,5%	0,5%
Eisenerz	56,50	3,7%	10,8%	2,2%	29,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	694	5,2%	14,3%	38,8%	45,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1085	-0,2%	-2,3%	-2,2%	1,8%
EUR/ GBP	0,8517	2,5%	8,4%	5,5%	15,6%
EUR/ JPY	112,03	-1,8%	-7,9%	-10,5%	-14,5%
EUR/ CHF	1,0818	-0,5%	-2,1%	-0,6%	-0,2%
USD/ CNY	6,6780	0,5%	1,7%	3,0%	2,8%
USD/ JPY	101,33	-1,9%	-5,8%	-7,7%	-15,8%
USD/ GBP	1,3010	-2,7%	-10,1%	-7,6%	-11,7%

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