



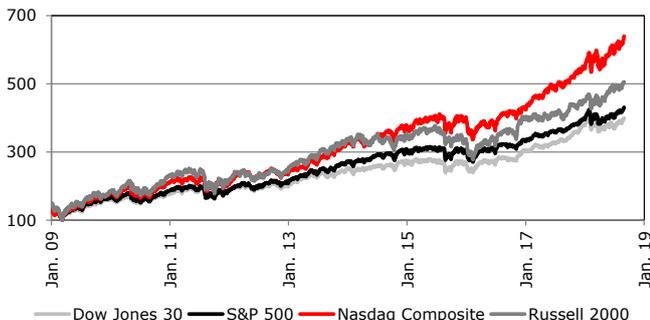
## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

30. August 2018

### Aktienmärkte: Kein Ende der Rekordjagd an den US-Börsen in Sicht

Die USA bleiben das Land der Rekorde. Am vergangenen Mittwoch feierte der S&P 500 den zeitlich längsten Anstieg seiner Geschichte: Seit dem Tiefpunkt, der am 9. März 2009 markiert wurde, ist der Index ohne eine Korrektur von 20 Prozent über mittlerweile mehr als 3.450 Kalendertage angestiegen. Damit wurde der bisherige Rekord, der zwischen den Jahren 1990 und 2000 aufgestellt wurde, übertroffen. In diesem Zeitraum hat der S&P 500 mehr als 320 Prozent an Wert gewonnen, der Dow Jones 30 konnte fast 300 Prozent an Wert zulegen (jeweils in US-Dollar). Noch besser schlugen sich die Aktien kleinerer US-Firmen, die der Aktienindex Russell 2000 abbildet und die einen Wertzuwachs von mehr als 400 Prozent erzielt haben. Die „Königin“ unter den US-Indizes ist aber eindeutig die Technologiebörse Nasdaq, die mit einem Plus von über 500 Prozent seit März 2009 die meisten anderen bekannten Aktienindizes weit in den Schatten stellt.

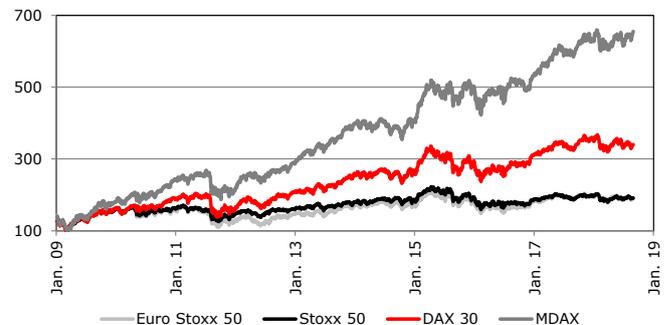
US-Aktienmärkte: Wertentwicklung (9.3.2009 = 100)



Im internationalen Vergleich ist der „US-Bulle“ mit Abstand am schnellsten gelaufen. Vor allem die europäischen Indizes Stoxx 50 und Euro Stoxx 50 konnten in den vergangenen neuneinhalb Jahren nur um ver-

gleichsweise bescheidene 90 Prozent zulegen. Besser schlugen sich dagegen deutsche Aktien im DAX 30, die immerhin einen Zuwachs von 240 Prozent schafften. Wer sich in Deutschland in die zweite Reihe der börsennotierten Unternehmen wagte und damals in den MDAX investierte, hat mit einem Plus von gut 550 Prozent sogar die US-Techwerte knapp hinter sich gelassen!

Europäische Aktienmärkte: Wertentwicklung (9.3.2009 = 100)

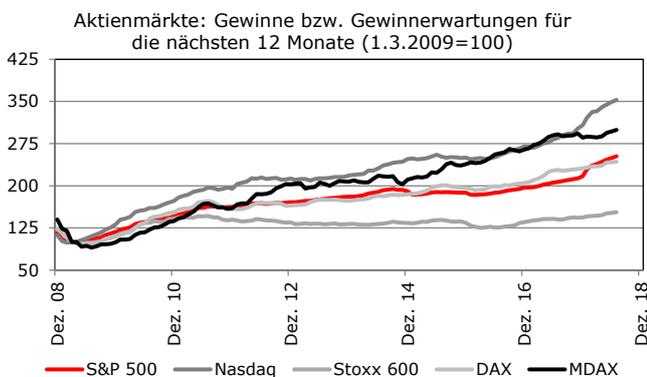


Auch wenn der gesamte Wertzuwachs des S&P in diesem Zyklus (bislang) hinter der Entwicklung der 1990er Jahre zurückbleibt, hätten wohl die Wenigsten im März 2009 eine derart lange Aufschwungsphase erwartet. Denn damals befanden sich die Weltwirtschaft und das globale Finanzsystem aufgrund des Platzens der US-Immobilienblase und der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 in einer äußerst prekären Lage. Vor allem dem beherzten Eingreifen der US-amerikanischen Notenbank und ihrer unkonventionellen Geldpolitik war es zu verdanken, dass die Konjunktur wieder Tritt fasste und sich die Aktienmärkte erholten. Allerdings verlief der Weg bis zum Erreichen der neuen Rekordmarke keineswegs linear. So sorgte

# Konjunktur und Strategie

die nach der Krise sprunghaft angestiegene Staatsverschuldung im August 2011 fast für ein Ende des Bullenmarktes, nachdem die Ratingagentur Standard & Poor's die Kreditwürdigkeit der USA zurückstufte. Der S&P 500 verlor zunächst kräftig an Wert, konnte sich aber in der Folgezeit wieder erholen. Auch zwischen Sommer 2015 und Anfang 2016 kam Sand ins Getriebe des Aktienmarktaufschwungs, nachdem China seine Währung abwertete und der Ölpreis sowie andere Rohstoffpreise unter Druck gerieten. Doch auch diese Schwächeperiode stellte nur eine kurze Episode dar.

Worauf ist die gute Wertentwicklung insbesondere der US-Aktienmärkte zurückzuführen und welche Schlussfolgerungen ergeben sich daraus für die kommenden Monate? Der wichtigste Faktor für die Kursentwicklung sind die Unternehmensgewinne. Dank der im Vergleich zu Europa stärkeren Konjunkturerholung in den USA haben sich die Gewinne der US-Unternehmen seit 2009 wesentlich besser entwickelt. So sind die Gewinne der im gesamteuropäischen Stoxx 600 vertretenen Unternehmen heute nur unwesentlich höher als im Jahr 2009. Besser sieht es dagegen bei den DAX- und vor allem den MDAX-Unternehmen aus. Hierin spiegelt sich der stärkere wirtschaftliche Aufschwung in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Ländern sowie die höhere Profitabilität vor allem der kleineren und mittleren Firmen wider. Lange Zeit konnten die MDAX-Unternehmen bei der Gewinnentwicklung sogar mit den US-Technologiewerten Schritt halten, dies hat sich erst in diesem Jahr aufgrund der besseren wirtschaftlichen Situation in den USA und den positiven Effekten aus der Steuerreform geändert.



Von den 19 verschiedenen Branchen im Stoxx 600 konnte nur der Automobilsektor sein Gewinnniveau deutlich steigern. Die Branchen Konsumgüter (Personal & Household Goods), Technologie und Reise & Freizeit konnten ihre Erträge ausgehend von einem niedrigen Niveau immerhin etwas mehr als verdoppeln. Dagegen

liegen die Gewinne in den Sektoren Versorger, Telekommunikation, Banken sowie Öl & Gas auch fast zehn Jahre nach der großen Krise immer noch unter dem Niveau des Frühjahrs 2009. Im S&P 500 weisen dagegen alle elf Sektoren ein höheres Gewinnniveau auf. Mehr als verdreifacht haben sich die Erträge im Sektor Consumer Discretionaries (vor allem dank Amazon und Netflix), fast verdreifacht haben sie sich im Technologiesektor. Im Unterschied zu Europa sind vor allem die Gewinne der US-Finanzunternehmen heute deutlich höher als vor der Krise, aber auch Telekommunikationsunternehmen, Versorger und Energieunternehmen verdienen mehr als im März 2009.

Die fundamentalen Rahmenbedingungen sprechen dafür, dass die US-Börsen auch in nächster Zeit eine bessere Wertentwicklung aufweisen werden als viele andere Aktienmärkte. Unter den Unsicherheiten aufgrund der von US-Präsident Trump angeführten Handelsstreitigkeiten leiden Europa, Japan und die Schwellenländer deutlich stärker als die USA. Konsumenten und Unternehmen in den Vereinigten Staaten profitieren von den Effekten der Steuerreform, den höheren Staatsausgaben (z.B. für Verteidigung) und der Deregulierung, sodass das Wirtschaftswachstum auch in den kommenden Quartalen bei mindestens drei Prozent und damit deutlich höher als in den meisten anderen Ländern liegen sollte. Die wirtschaftliche Stärke der USA wird dazu führen, dass die Unternehmensgewinne auch in den nächsten Quartalen überproportional zulegen. Nach Steigerungsraten von 25 Prozent im ersten Halbjahr 2018 dürfte sich das Gewinnwachstum in der zweiten Jahreshälfte nur leicht Richtung 20 Prozent verlangsamen; dabei entfällt rund die Hälfte des Zuwachses auf die niedrigeren Steuern. Für nächstes Jahr wird ein weiteres Gewinnplus von rund zehn Prozent erwartet, wobei die Gewinnerwartungen bis zuletzt nach oben revidiert wurden.

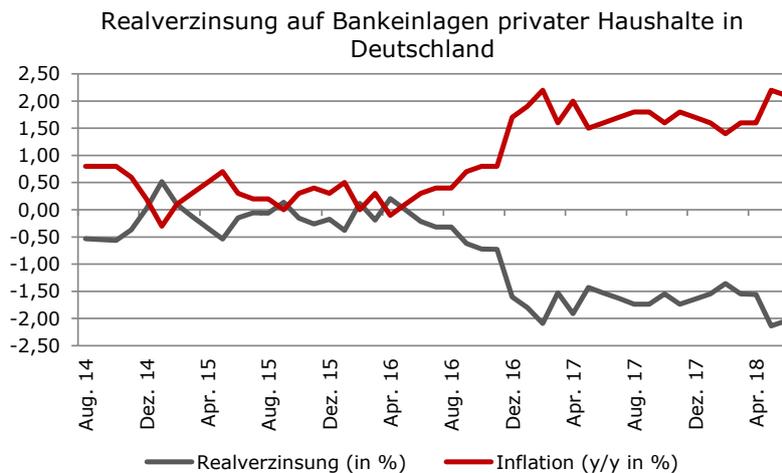
Im Unterschied zu den USA wurden die Gewinnerwartungen für die europäischen Unternehmen für dieses Jahr dagegen etwas zurückgeschraubt; die Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahr dürften bei etwa fünf Prozent liegen. Trotz der Tatsache, dass US-Aktien höher bewertet sind als europäische Dividendentitel empfehlen wir, den Fokus dennoch auf die USA zu richten. Die höhere Bewertung der US-Aktien dürfte erst dann zu einem Problem werden, wenn die US-Unternehmen ihre Gewinne nicht mehr wie erwartet steigern können. Solange die Konjunktur mitspielt, dürfte dieses Risiko aber gering sein.

## Wochenausblick für die Zeit vom 3. September bis 7. September 2018

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	58,2	58,1	56,9	55,9	57,3	56,1	3. September
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	53,9	53,0	52,1	54,5	54,4	55,2	5. September
D: Auftragseingänge, m/m	-0,6%	-1,6%	2,6%	-4,0%	1,5%		6. September
D: Auftragseingänge, y/y	3,0%	0,9%	4,7%	-0,8%	1,5%		6. September
D: Industrieproduktion, m/m	1,4%	-1,3%	2,4%	-0,9%	0,7%		7. September
D: Industrieproduktion, y/y	3,6%	1,4%	2,9%	2,5%	3,3%		7. September
D: Exporte, m/m	1,4%	-0,1%	1,6%	0,1%	0,2%		7. September
D: Exporte, y/y	4,1%	3,1%	3,6%	5,7%	5,7%		7. September
D: Importe, m/m	-0,4%	2,5%	0,7%	1,3%	0,1%		7. September
D: Importe, y/y	2,4%	4,3%	4,3%	8,9%	7,0%		7. September
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	56,6	56,2	55,5	54,9	55,1	54,6	3. September
E-19: Produzentenpreise m/m	0,0%	0,0%	0,8%	0,4%	0,2%		4. September
E-19: Produzentenpreise y/y	2,0%	1,9%	3,0%	3,6%	3,8%		4. September
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	54,9	54,7	53,8	55,2	54,4	54,4	5. September
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	0,6%	-0,2%	0,3%	0,3%	0,2%		3. September

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Negative Portfoliorendite durch Spareneinlagen



Das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland wächst. Lag das Vermögen der Deutschen Anfang 2017 noch bei 5.665 Mrd. Euro, ist es im ersten Quartal 2018 auf 5.875 Mrd. Euro gestiegen. Dies entspricht einem Anstieg von 3,7% nominal. Real sieht der Anstieg mit einem Plus von 2,2% schon deutlich schwächer aus. Auf den ersten Blick scheint dies noch relativ erfreulich zu sein, doch liegt dies mitnichten an der geschickten Geldanlage der Deutschen. Vielmehr ist deren Sparsamkeit der eigentliche Grund. Nur durch den aktiven Vermögensaufbau der Sparration konnten die Vermögen gesteigert werden. Die Gesamrendite auf das Geldvermögen – bestehend aus Wertpapieren, Ansprüchen ggü. Versicherungen und Spareinlagen – war tatsächlich sogar negativ. Während der Wertbeitrag aus

den Ansprüchen gegenüber Versicherungen noch positiv war, konnten mit Wertpapieren und Bankeinlagen im ersten Quartal 2018 nur negative Renditen erwirtschaftet werden. Besonders die negative Realverzinsung auf Spareinlagen schmälerte dabei das Geldvermögen der Deutschen. Dies hat zwei Gründe: Zum einen haben Bankeinlagen mit knapp 40% den größten Portfolioanteil. Zum anderen sind die nominalen Zinsen weiter auf einem historisch niedrigen Niveau, während die Inflationsraten zuletzt wieder angestiegen sind. Daraus ergibt sich eine negative Realverzinsung von mehr als 2%. Aber selbst dieser garantierte Vermögensverlust scheint die Deutschen nicht vom geliebten Sparkonto fernzuhalten.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	30.08.2018	23.08.2018	27.07.2018	29.05.2018	29.08.2017	29.12.2017
<b>Aktienmärkte</b>	17:49	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	26011	1,4%	2,2%	6,8%	19,0%	5,2%
S&P 500	2906	1,7%	3,1%	8,0%	18,8%	8,7%
Nasdaq	8110	2,9%	4,8%	9,6%	28,7%	17,5%
DAX	12494	1,0%	-2,8%	-1,4%	4,6%	-3,3%
MDAX	27185	1,5%	0,8%	3,4%	11,8%	3,8%
TecDAX	3020	2,0%	2,3%	8,6%	35,5%	19,4%
EuroStoxx 50	3432	0,4%	-2,7%	0,1%	1,3%	-2,1%
Stoxx 50	3073	0,1%	-2,8%	0,2%	2,4%	-3,3%
SMI (Swiss Market Index)	9042	-0,1%	-1,4%	4,7%	2,6%	-3,6%
FTSE 100	7515	-0,6%	-2,4%	-1,5%	2,4%	-2,3%
Nikkei 225	22870	2,0%	0,7%	2,3%	18,1%	0,5%
Brasilien BOVESPA	77130	2,0%	-3,4%	1,4%	8,1%	1,0%
Russland RTS	1073	2,8%	-6,8%	-7,1%	0,5%	-7,0%
Indien BSE 30	38690	0,9%	3,6%	10,7%	23,3%	13,6%
China Shanghai Composite	2738	0,5%	-4,7%	-12,3%	-18,6%	-17,2%
MSCI Welt (in €)	2191	1,4%	1,5%	4,4%	16,6%	7,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1071	1,6%	-2,1%	-5,6%	2,5%	-4,8%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	163,14	8	107	34	-229	146
Bobl-Future	132,21	0	36	-78	-107	60
Schatz-Future	111,99	1	3	-34	-27	2
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	0	0	-5	-8	0
3 Monats \$ Libor	2,31	0	-3	1	100	62
Fed Funds Future, Dez 2018	2,22	0	0	19	86	0
10-jährige US Treasuries	2,87	4	-9	10	74	46
10-jährige Bunds	0,35	1	0	7	9	-7
10-jährige Staatsanl. Japan	0,11	2	2	8	11	7
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,10	0	-6	2	6	3
US Treas 10Y Performance	564,63	-0,5%	0,9%	-0,7%	-4,5%	-2,9%
Bund 10Y Performance	616,62	-0,7%	0,0%	-0,6%	0,8%	1,5%
REX Performance Index	484,16	-0,2%	0,0%	-0,8%	-0,2%	0,7%
IBOXX AA, €	0,78	7	2	6	12	10
IBOXX BBB, €	1,67	6	10	12	42	44
ML US High Yield	6,48	-1	-6	-10	38	33
JPM EMBI+, Index	781	-0,5%	-2,6%	-2,2%	-6,5%	-6,5%
Wandelanleihen Exane 25	7471	0,0%	0,6%	1,2%	5,1%	1,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	411,78	-0,2%	-4,8%	-7,6%	-5,2%	-4,8%
MG Base Metal Index	314,40	3,0%	-1,4%	-10,9%	-7,5%	-12,4%
Rohöl Brent	77,37	3,5%	3,4%	2,8%	49,3%	16,2%
Gold	1199,36	0,8%	-2,0%	-7,9%	-8,9%	-8,0%
Silber	14,73	0,9%	-5,2%	-10,3%	-16,1%	-13,4%
Aluminium	2146,75	4,6%	4,5%	-5,3%	3,0%	-4,8%
Kupfer	6073,00	1,8%	-3,2%	-11,3%	-10,3%	-15,7%
Eisenerz	67,28	-0,4%	5,0%	1,5%	-10,4%	-5,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1661	-2,8%	-0,9%	57,1%	38,1%	21,6%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1642	0,5%	0,1%	0,7%	-3,4%	-2,9%
EUR/ GBP	0,8956	-0,7%	0,9%	2,8%	-3,6%	0,9%
EUR/ JPY	129,41	0,9%	0,1%	2,8%	-1,1%	-4,1%
EUR/ CHF	1,1304	-0,7%	-2,5%	-1,8%	-0,7%	-3,4%
USD/ CNY	6,8415	-0,6%	0,4%	6,6%	3,7%	5,2%
USD/ JPY	111,67	0,3%	0,6%	2,7%	1,7%	-0,9%
USD/ GBP	0,7696	-1,2%	1,0%	2,1%	-0,3%	4,1%

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  
jboettger@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.