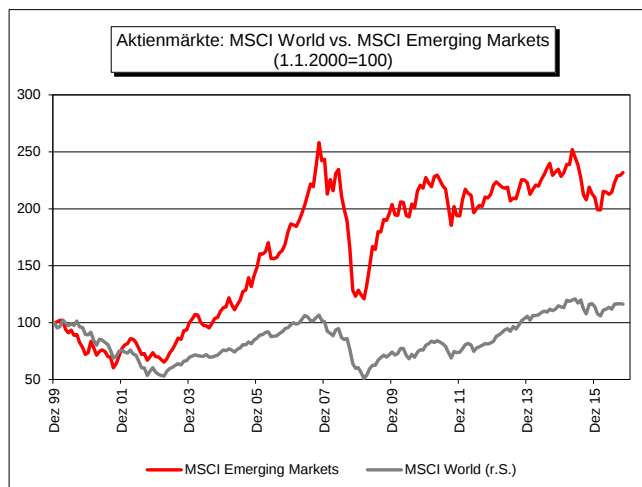


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Aktienmärkte: Ende gut, alles gut?

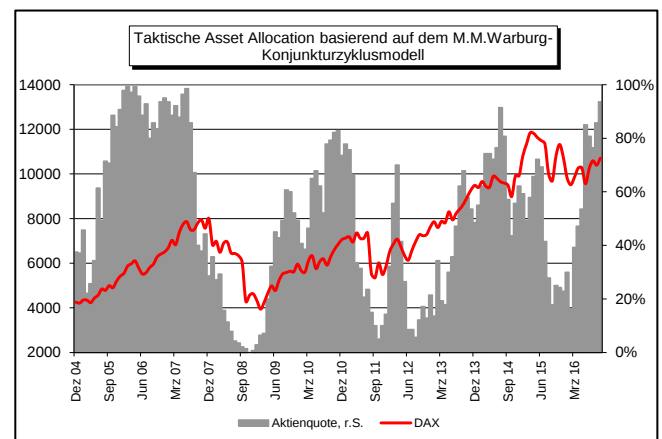
Für viele Aktienanleger ist 2016 bislang bestenfalls ein mittelmäßig erfolgreiches Jahr. Dies gilt vor allem für all diejenigen, die ihren Fokus auf Deutschland und Europa richten. So lässt sich der Start in dieses Börsenjahr am besten mit einem Wort beschreiben: verkorkst. Der DAX startete mit 10.740 Punkten ins Jahr und fand sich nur sechs Wochen später 2.000 Punkte tiefer wieder. Gründe für die Kursverluste von fast 20 Prozent gab es einige: schlechte Konjunkturdaten aus den USA, die Sorge vor einer deutlichen Wachstumsabschwächung in China und nicht zuletzt die immer weiter nachgebenden Rohstoffpreise, die als negatives Indiz für die wirtschaftliche Entwicklung der Schwellenländer gewertet wurden. Doch zeitgleich mit der Stabilisierung und dann einsetzenden Erholung des Ölpreises ab Mitte Februar fingen sich die Aktienkurse, und es ging wieder langsam aufwärts. Kurzzeitig unterbrochen wurde die bessere Entwicklung durch das überraschende Brexit-Votum Ende Juni. Überraschenderweise erwies sich dieses aber nur als kurzfristiger Störfaktor, die Kurse erholten sich genauso rasch wie sie zuvor gefallen waren. Doch seit Mitte August tritt der deutsche Aktienmarkt mehr oder weniger auf der Stelle.



Betrachtet man die Kursentwicklung seit Jahresbeginn, so nimmt der DAX im internationalen Kontext einen Mittelplatz ein. Derzeit liegt er fast auf demselben Niveau wie zu Jahresbeginn. Etwas besser sieht es für Anleger aus, die stärker auf die USA gesetzt haben, dort weisen die großen Indizes (S&P 500, Dow Jones 30, Nasdaq 100) Kursgewinne von rund vier Prozent auf. Deutlich im Plus liegen in diesem Jahr hingegen die meisten Schwellenländerbörsen. Vor allem in Brasilien (Bovespa: +47 Prozent) und Russland (RTS: +31 Prozent) sind die Kurse stark gestiegen, in Indien (BSE 30: + 7 Prozent) fällt das Plus bescheidener aus, in China (Shanghai Composite: -12 Prozent) ist die Börse wegen des schwachen Jahresauftaktes zwar noch im Minus, doch kam es auch hier in den vergangenen Wochen zu einer deutlichen Kurserholung. Regional am schlechtesten haben sich dagegen die europäischen Aktienmärkte entwickelt. So weist der Stoxx 50 seit Jahresbeginn ein Minus von über 8 Prozent aus. Fazit: Geld zu verdienen

war in erster Linie in den Schwellenländern, in den Industrieländern dagegen eher nicht.

Wie sind die Perspektiven für den Rest des Jahres 2016 zu beurteilen, und welche Entwicklung zeichnet sich aus heutiger Sicht für 2017 ab? Unseres Erachtens darf man für die nächste Zeit optimistisch sein, denn viele wichtige Einflussfaktoren für die Aktienmärkte haben sich zuletzt – zum Teil deutlich – verbessert. Diese Aussage gilt vor allem für die konjunkturellen Rahmenbedingungen. Nachdem zu Jahresbeginn die Sorgen vor einer erneuten Rezession groß waren, haben sich diese im Laufe der letzten Monate immer weiter verflüchtigt. Mittlerweile sind die Konjunkturdaten so gut wie schon lange nicht mehr. Unser M.M.Warburg-Konjunkturzyklusmodell befindet sich fast am Anschlag, ein Indiz dafür, dass die Konjunkturdynamik zuletzt deutlich zugenommen hat.



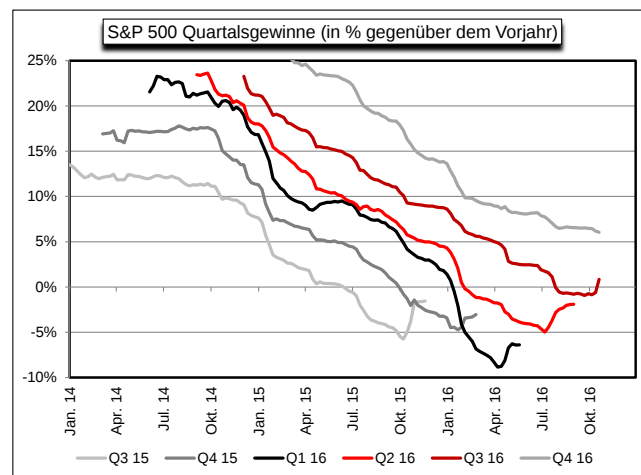
Dies ist einerseits auf die verbesserte Situation in den Emerging Markets zurückzuführen, die dank der Erholung der Rohstoffpreise im nächsten Jahr mit rund fünf Prozent wachsen könnten (nach vier Prozent in diesem Jahr). Andererseits signalisieren auch die Frühindikatoren in den Industrieländern, dass es wirtschaftlich bergauf geht. Besonders positiv fallen dabei die Daten aus Deutschland auf. So ist der Ifo-Geschäftsklimaindex im Oktober zum zweiten Mal in Folge deutlich angestiegen und hat das höchste Niveau seit April 2014 erreicht. Dass diese Entwicklung kein Ausrutscher darstellt, zeigen die deutschen Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor. Während die eigene Situation von den deutschen Dienstleistern, den Unternehmen aus der Bauindustrie und den Einzelhändlern schon seit geraumer Zeit positiv beurteilt wird, haben sich in der Industrie erst jüngst die Rahmenbedingungen verbessert. Insbesondere die Chemieindustrie, aber auch der Maschinenbau geben sich so optimistisch wie seit mehr als zwei Jahren nicht mehr. In beiden Branchen wirkt sich der starke Zuwachs der Exporterwartungen positiv aus, der ebenfalls auf eine nachhaltige wirtschaftliche Verbesserung in den Schwellenländern hindeutet, die ein wichtiger Abnehmer deutscher Produkte sind. All dies deutet darauf hin, dass unsere Prognose für das reale Wirtschaftswachstum im Jahr 2017 von 1,2% zu vorsichtig sein könnte und nach oben revidiert werden muss.

Neben der besseren Wirtschaftslage in den Schwellenländern und in Deutschland (letztere wirkt sich im Übrigen auch auf den Rest der Eurozone positiv aus), ist auch in den USA für die nächste Zeit eine robustere Konjunkturerwicklung zu erwarten. Nach dem sehr enttäuschenden Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr erwarten wir für die zweite Jahreshälfte und für 2017 ein Wirtschaftswachstum von rund 2 Prozent. Auch wenn die Wachstumsraten in den Vereinigten Staaten und im Rest der Welt 2017 vergleichsweise moderat bleiben, sollten sie ausreichen, um den meisten Unternehmen einen zumindest leichten Zuwachs der Gewinne zu ermöglichen. Dies sollte die Haupttriebfeder für steigende Kurse sein. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass der DAX bis zum Jahresende die Marke von 11.000 Punkten überwinden wird. Wird unser Kursziel von 11.200 Punkten erreicht, würde dies auf Jahresbasis einer positiven Wertentwicklung von gut 4 Prozent entsprechen. Im nächsten Jahr könnte der DAX dann seinen bisherigen Rekordstand vom April 2014 in Angriff nehmen. Erweisen sich unsere Einschätzungen zum Wirtschaftswachstum 2017 als richtig, lässt sich ein Kursziel von rund 12.300 Punkten für den DAX rechtfertigen.

Doch trotz der aus unserer Sicht verbesserten Rahmenbedingungen ist die Stimmung der meisten Anleger dennoch eher verhalten, Euphorie ist nicht feststellbar. Im Gegenteil: So dominieren schon im gesamten Jahr die Sorgen vor politischen und wirtschaftlichen Unwägbarkeiten. Von daher sind die Kassequoten bei vielen Anlegern sehr hoch. Diese abwartende Haltung mag zum Teil auch damit zu erklären sein, dass der Oktober einen eher schlechten Ruf als Börsenmonat hat. So kam es beispielsweise am 19. Oktober 1987 zum großen Crash, und der Dow Jones Index brach an diesem Tag um fast 25% ein. Einige technische Analysten hatten die Sorge, dass sich ein solcher Einbruch in diesem Jahr wiederholen könnte, zu sehr ähnelten sich angeblich die Kursverläufe damals wie heute. Doch der Vergleich zu 1987 hinkt. Der wesentlichste Unterschied zu 1987 ist der, dass die US-Börsen damals mit einem Kursanstieg von rund 40 Prozent seit Jahresbeginn extrem heiß gelaufen waren. Im Vergleich hierzu nimmt sich die Wertentwicklung in diesem Jahr bescheiden aus. Der zweite wesentliche fundamentale Unterschied zwischen damals und heute besteht außerdem in der Zinspolitik der US-Notenbank. Wegen der damals boomenden Konjunktur und der damit verbundenen hohen Inflationsrate von mehr als vier Prozent erhöhte die Federal Reserve den Leitzins in mehreren Schritten auf über sieben Prozent. Die Rendite von 10-jährigen US-Treasuries lag 1987 zwischenzeitlich bei zehn Prozent, sodass Anleihen – im Unterschied zu heute – eine wirkliche Anlagealternative darstellten.

Auch die vergleichsweise hohe Bewertung ist ein Argument, weshalb oft von einem Engagement am Aktienmarkt abgeraten wird. Jedoch relativiert sich diese Einschätzung, wenn man die Bewertung anderer Vermögensklassen (v.a. Anleihen, aber auch Immobilien oder Gold) betrachtet. Die Bewertungsproblematik ist ohnehin allenfalls für die US-Märkte ein Thema. So liegt das KGV des S&P 500 bei fast 17 und damit höher als in den vergangenen zehn Jahren. Das DAX-KGV beträgt dagegen nur rund 12. Da die Kurs-Gewinn-Verhältnisse immer auf Basis der in den nächsten

12 Monaten erwarteten Gewinne berichtet werden, kommt der aktuellen Ertragslage und den Ausblicken der Unternehmen eine hohe Bedeutung zu. In den USA ist die Berichtssaison für das 3. Quartal in vollem Gange, und man kann sagen: Es läuft! Im S&P 500 haben schon mehr als 200 Unternehmen ihre Quartalszahlen veröffentlicht, von denen die große Mehrheit die Erwartungen der Analysten übertroffen hat. Dies ist allerdings keine große Überraschung, denn die Prognosen werden vor dem Beginn der Berichtssaison regelmäßig nach unten angepasst, sodass die Hürde, die es zu überwinden gilt, relativ tief liegt. Mit fast 80% an positiven Ergebnisüberraschungen fällt dieser Wert dieses Mal jedoch besonders hoch aus, zumal die Abwärtsrevisionen im Vorfeld geringer waren als in den Quartalen zuvor. Doch nicht nur die Ergebnisse, auch die Umsätze haben sich bei den meisten Unternehmen besser entwickelt als erwartet. Nachdem die Unternehmensgewinne in den vergangenen vier Quartalen jeweils unter dem Niveau des Vorjahres lagen („Gewinnrezession“), werden die Gewinne im 3. Quartal 2016 diesen negativen Trend wohl brechen. Auch für die nächsten Quartale ist damit zu rechnen, dass sich das Gewinnwachstum wieder beschleunigen wird. Die Erwartungen der Unternehmensanalysten steigern sich von einem Prozent in Q3 2016 auf sechs Prozent in Q4 2016 und jeweils prozentual zweistellige Zuwachsraten in allen vier Quartalen 2017. Blicke die Bewertung unverändert, errechnet sich bis Ende 2017 ein Kursziel für den S&P 500 von knapp 2.500 Punkten. Die verhaltene Kursreaktion auf die gute Berichtssaison deutet darauf hin, dass in den nächsten Wochen noch einiges Potenzial für einen weiteren Anstieg des S&P 500 besteht. Neue Rekorde noch in diesem Jahr sind nicht ausgeschlossen.



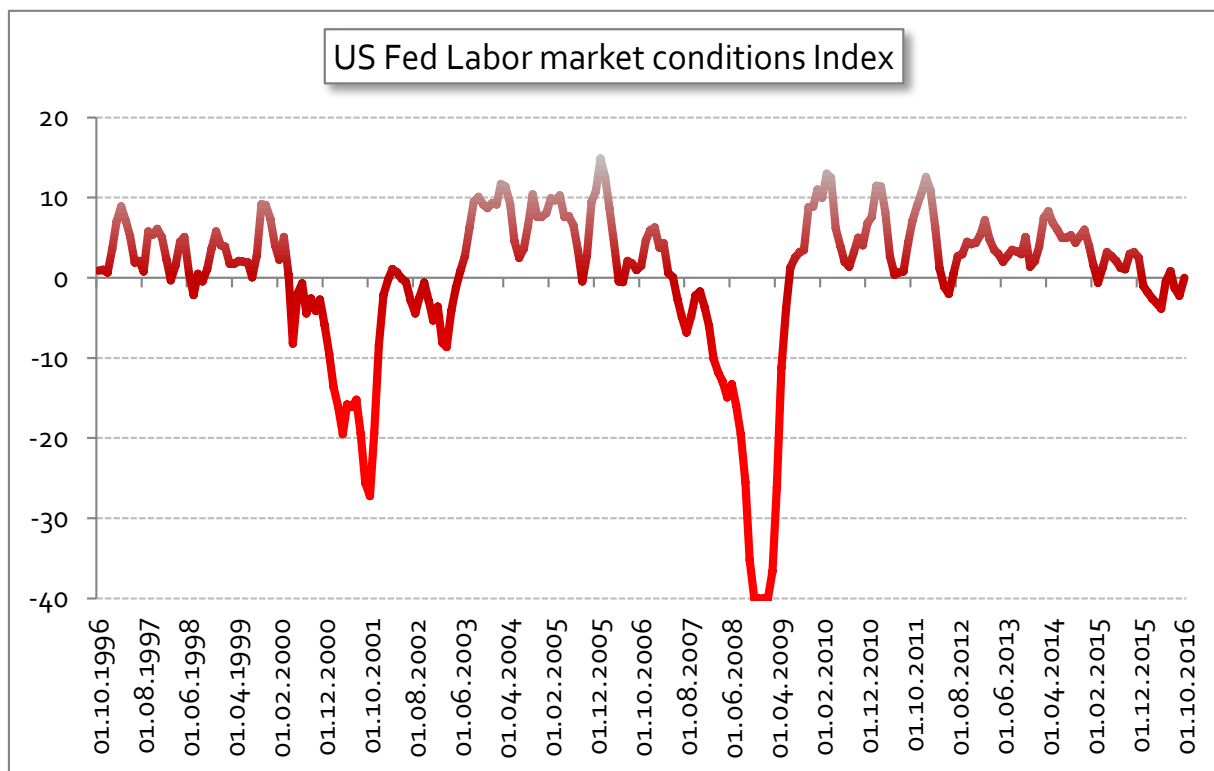
Das größte Risiko für den Aktienmarkt stellt aus heutiger Sicht nicht die wirtschaftliche Entwicklung dar, sondern die US-Präsidentenwahl im November. Die Umfragen zeigen einen deutlichen Vorsprung von Hillary Clinton, wenngleich ein Restrisiko für einen Erfolg von Donald Trump bleibt. Bis Gewissheit herrscht, dürften die Märkte mehr oder weniger auf der Stelle treten – mit guten Chancen auf eine dann einsetzende Jahresendrallye. Diese könnte aber auch schon früher beginnen, wenn von der Markttechnik positive Signale kommen. Im DAX wäre beispielsweise ein Überwinden der Marke von 10.800 Punkten ein solches positives Signal.

Wochenausblick für die Zeit vom 31. Oktober bis 4. November 2016

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,7%	0,0%	0,5%	-0,3%	0,2%		31. Oktober
D: Arbeitslose, Veränderung in 1000, sa.	-10	-5	-6	-6	1	5	2. November
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	2. November
D: Einkaufsmanagerindex Industrie	52,1	54,5	53,8	53,6	54,3	55,1	2. November
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,2	53,7	54,4	51,7	50,6	54,1	4. November
E-19: Inflationsrate, Vorabschätzung	-0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,4%	0,5%	31. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex Industrie	51,5	52,8	52,0	51,7	52,6	53,3	2. November
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,0%		3. November
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,3	52,8	52,9	52,8	52,2	53,5	4. November
E-19: Produzentenpreise, m/m	0,7%	0,7%	0,3%	-0,2%	-0,1%		4. November
E-19: Produzentenpreise, y/y	-3,8%	-3,1%	-2,7%	-2,0%	-1,8%		4. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Der US-Arbeitsmarkt liefert gute Gründe für eine Zinsanhebung



Die US-Notenbank orientiert sich bei ihrer Geldpolitik nicht nur an der Preisentwicklung und allgemeinen konjunkturellen Tendenzen, sondern ganz explizit auch am US-Arbeitsmarkt. Der Grund dafür ist zum Teil akademischer Natur. In den letzten Jahrzehnten gab es in den USA einen engen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Arbeitslosenquote und der Inflationsrate. Immer wenn die Arbeitslosenquote unter einen bestimmten Wert gefallen war, stieg die Inflationsrate in Folge an; analog ging die Inflation bei einem Anstieg der Arbeitslosenquote ab einem gewissen Punkt zurück. Entscheidend ist hier letztlich die sog. NAIRU – die Abkürzung steht für die Non-accelerating inflation rate of unemployment, also die inflationsstabile Arbeitslosenquote. Da es sich hierbei um ein akademisches Konstrukt handelt, kann die NAIRU nicht direkt gemessen oder beobachtet werden, jedoch spricht sehr viel dafür, dass diese inflationsstabile

Arbeitslosenquote über dem aktuellen Niveau der US-Arbeitslosenquote liegt, was eher für leicht steigende Inflationsraten spräche. Allerdings sind die US-Arbeitsmarktstatistiken mit Vorsicht zu genießen; zum Teil liegt die US-Arbeitslosenquote nur deswegen so niedrig, weil viele erwerbslose Personen einfach nach längerer Zeit nicht mehr in der Statistik berücksichtigt werden. Aus diesem Grund verlässt sich die Fed nicht ausschließlich auf die Arbeitsmarktstatistiken, sondern hat ein breites Set an arbeitsmarktrelevanten Daten im Blick, das in der Summe aussagekräftiger ist. Um diese vielen relevanten Einzelindikatoren zu einem Gesamtbild zu vereinen, hat die Fed vor längerer Zeit den sog. „Labor market conditions index“ entwickelt. Dieser Index legt nahe, dass das Bild am US-Arbeitsmarkt zwar nicht rosig, aber doch vergleichsweise robust ist. Auch aus dieser Sicht spricht also nichts mehr gegen eine Zinserhöhung.

	Stand	Veränderung zum			
	27.10.2016 17:31	20.10.2016 -1 Woche	26.09.2016 -1 Monat	26.07.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18205	0,2%	0,6%	-1,5%	4,5%
S&P 500	2137	-0,2%	-0,4%	-1,5%	4,5%
Nasdaq	5250	0,2%	-0,1%	2,7%	4,9%
DAX	10715	0,1%	3,1%	4,6%	-0,3%
MDAX	21246	-0,7%	-0,4%	1,1%	2,3%
TecDAX	1740	-2,4%	-2,3%	2,8%	-5,0%
EuroStoxx 50	3079	0,1%	3,5%	3,4%	-5,8%
Stoxx 50	2844	-0,7%	0,7%	-1,3%	-8,3%
SMI (Swiss Market Index)	7918	-1,9%	-3,0%	-3,8%	-10,2%
FTSE 100	6969	-0,8%	2,2%	3,6%	11,6%
Nikkei 225	17336	0,6%	4,8%	5,8%	-8,9%
Brasilien BOVESPA	64249	0,6%	10,7%	13,1%	48,2%
Russland RTS	994	0,6%	0,7%	7,4%	31,2%
Indien BSE 30	27916	-0,8%	-1,3%	-0,2%	6,9%
China Shanghai Composite	3112	0,9%	4,4%	2,0%	-12,1%
MSCI Welt (in €)	1700	0,3%	2,3%	0,4%	2,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	911	0,3%	3,7%	5,3%	14,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	161,99	-230	-351	-450	407
Bobl-Future	131,10	-64	-93	-229	43
Schatz-Future	111,99	-10	-12	1	48
3 Monats Euribor	-0,31	0	-1	-2	-18
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,31	1	1	2	0
3 Monats \$ Libor	0,89	1	4	15	28
Fed Funds Future, Dez 2016	0,50	1	3	2	0
10-jährige US Treasuries	1,86	11	27	29	-41
10-jährige Bunds	0,17	24	35	26	-46
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,05	1	0	20	-31
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,38	12	13	15	-31
US Treas 10Y Performance	597,46	-0,4%	-1,5%	-1,6%	5,9%
Bund 10Y Performance	618,12	-0,8%	-1,7%	-0,9%	6,8%
REX Performance Index	485,84	-0,4%	-0,9%	-0,9%	2,4%
IBOXX AA, €	0,52	7	15	10	-76
IBOXX BBB, €	1,34	5	11	5	-93
ML US High Yield	6,40	5	-34	-62	-249
JPM EMBI+, Index	807	-0,2%	-0,5%	1,6%	14,5%
Wandelanleihen Exane 25	6795	0,4%	0,6%	1,4%	-2,4%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	421,77	1,0%	0,0%	0,2%	11,2%
MG Base Metal Index	258,37	2,3%	1,1%	2,1%	11,3%
Rohöl Brent	50,56	-1,9%	6,7%	13,1%	41,6%
Gold	1269,50	0,2%	-5,3%	-3,9%	19,5%
Silber	17,67	0,8%	-9,7%	-10,3%	27,6%
Aluminium	1671,75	4,1%	1,5%	5,7%	11,4%
Kupfer	4732,75	2,2%	-1,8%	-3,8%	0,6%
Eisenerz	62,50	5,0%	8,7%	6,8%	42,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	802	-5,5%	-14,1%	15,2%	67,8%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0917	-0,6%	-3,1%	-0,7%	0,3%
EUR/ GBP	0,8964	0,4%	3,2%	7,0%	21,6%
EUR/ JPY	114,55	0,7%	1,3%	-0,1%	-12,6%
EUR/ CHF	1,0836	-0,1%	-0,6%	-0,3%	0,0%
USD/ CNY	6,7819	0,6%	1,7%	1,6%	4,4%
USD/ JPY	104,48	0,5%	4,1%	-0,2%	-13,2%
USD/ GBP	0,8212	0,5%	6,5%	7,7%	21,0%

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.