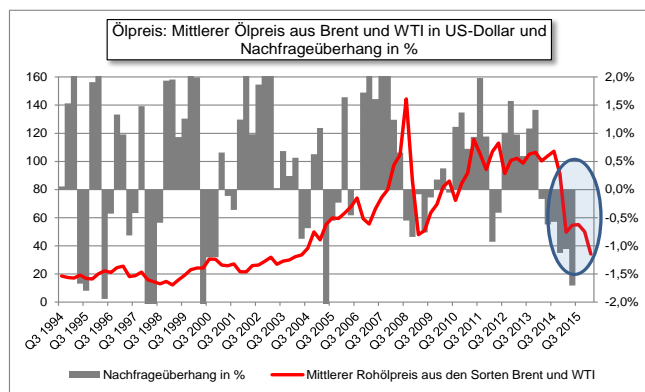


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Katerlaune am Aktienmarkt

Rückblickend wird die Wertschätzung freier Tage häufig nicht nur daran gemessen, ob man Erholung, neue Eindrücke oder möglicherweise sogar neue Freunde gewonnen hat, sondern auch daran, wie lange der ausgeruhte Zustand nach dem Urlaub anhält. Im besten Fall bleibt trotz großer Herausforderungen im Alltag ein Eindruck von Leichtigkeit zurück, der über mehrere Wochen bestehen bleibt. Für viele Investoren, die am Montag frisch aus dem Urlaub zurückgekehrt sind, dürften die ersten Handelstage am Aktienmarkt die Erholung auf eine harte Belastungsprobe stellen: Per Schlusskurs gestern verlor der DAX 4,9 % an Wert, der Euro Stoxx 50 gab um 3,9 % nach und der S&P 500 verzeichnete ein Minus von 2,6 %. Im Handelsverlauf bis zum Redaktionsschluss sind diese Verluste nochmals kräftig ausgeweitet worden. Unsere Prognose für den Handel 2016, dass an allen Märkten mit erheblichen Schwankungen zu rechnen ist, wird damit bereits in der ersten Woche unerwartet kräftig unterstrichen.

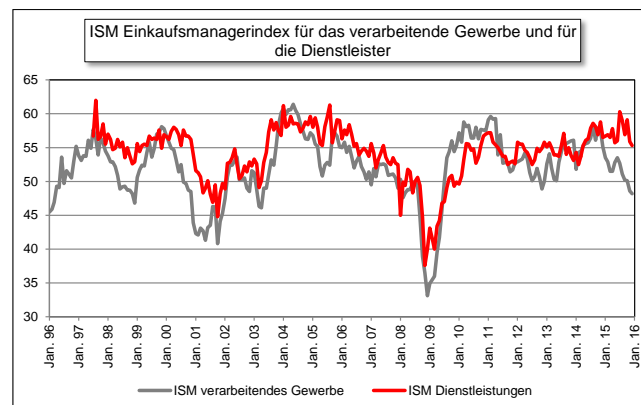


Gemessen an den Erwartungen für die Konjunktur und die Kapitalmärkte, die wir Ende 2015 ausführlich dargestellt hatten, fällt der Jahresstart allerdings ziemlich enttäuschend aus. Prinzipiell rechnen wir damit, dass im laufenden Jahr Aktien die attraktivste Anlageklasse bleiben und dass die Weltwirtschaft – trotz einiger Risikofaktoren – abermals ein moderates Wachstum aufweisen wird. Auf die Risikofaktoren für die Konjunktur und den Kapitalmarkt hatten wir ebenfalls dezidiert hingewiesen: Dazu zählen neben einem zunehmenden politischen Risiko innerhalb Europas und geopolitischen Risikofaktoren eine anhaltende Schwäche der Emerging Markets und eine stärker als erwartete Konjunkturschwäche in den USA. Am Aktienmarkt scheint man sich derzeit vor allem auf diese Risikofaktoren zu konzentrieren. Tatsächlich haben die geopolitischen Risiken gegenüber unserer Prognose aus dem Jahr 2015 zuletzt zugenommen. So zeichnet sich ab, dass die Spannungen im Nahen Osten vor allem zwischen Saudi Arabien und dem Iran in der Tendenz weiter zunehmen, und die mutmaßliche Zündung einer Wasserstoffbombe in Nordkorea verleiht dem als unberechenbar geltenden Kim Jong Un zusätzliches Drohpotenzial.

Es ist jedoch ein schwieriges, wenn nicht unmögliches Unterfangen, den Einfluss dieser Faktoren auf den Aktienmarkt zu quantifizieren. Die Ölpreise, die eine weitere

Destabilisierung wichtiger Ölproduzenten im Nahen Osten vermutlich am ehesten aufzeigen würden, waren bis zuletzt rückläufig. Dies ist zwar vornehmlich darauf zurückzuführen, dass das Angebot die Nachfrage weiterhin übersteigt. Dennoch halten wir es für wahrscheinlich, dass der Ölpreis deutlich steigen würde, sobald die Mehrheit der Investoren damit rechnet, dass die Situation in der Region eskaliert. Folglich liegt die Schlussfolgerung nahe, dass der Aktienkursrückgang nicht auf eine höhere Risikoprämie aufgrund der Unsicherheiten im Nahen Osten zurückzuführen ist. Ebenfalls zweifelhaft ist, dass die mutmaßliche weitere Aufrüstung Nordkoreas den Kursrutsch an den Börsen maßgeblich bedingt hat. Nichtsdestotrotz sollten Investoren beide Entwicklungen weiter im Auge behalten, da sich diese zukünftig durchaus maßgeblich auf die Kursentwicklung auswirken könnten.

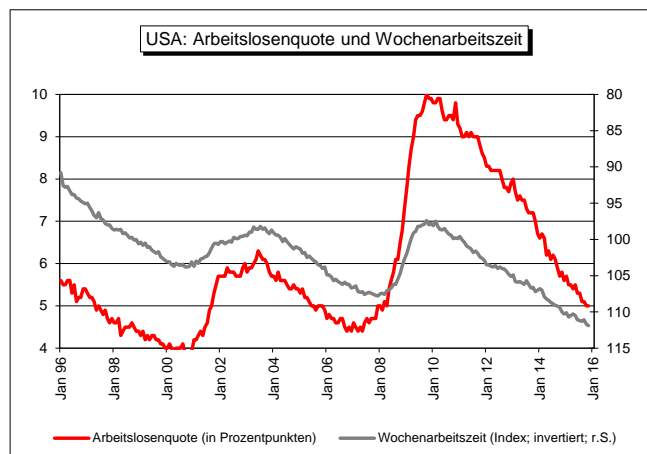
Damit bleibt die Frage, ob unser moderat positives Konjunkturszenario durch die zuletzt veröffentlichten Daten in Frage gestellt wird. Eine etwas schwächere Entwicklung war zuletzt in den USA zu beobachten. Außerdem hat der chinesische Aktienmarkt – wie bereits 2015 – kräftig korrigiert, und die Landeswährung Yuan abermals an Wert verloren, sodass die Diskussionen um den Zustand der chinesischen Wirtschaft frische Nahrung bekommen haben.



In den USA hat sich vor allem der Zustand des verarbeitenden Gewerbes weiter verschlechtert. Damit setzt sich eine Entwicklung fort, die bereits 2015 begonnen hat: Während die Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe mit immer weniger Optimismus in die Zukunft blicken, läuft es für die Konsumenten und die Unternehmen aus dem Dienstleistungsgewerbe weiterhin sehr gut. Diese Diskrepanz dürfte auf zwei Faktoren zurückzuführen sein: Erstens auf die Stärke des US-Dollar, der das verarbeitende Gewerbe etwas stärker trifft, und zweitens auf die niedrigen Rohstoffpreise, die den Konsumenten und den Dienstleistern helfen, während sie bei einigen Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes direkt negativ auf die Gewinne wirken oder sogar deren Existenz bedrohen. Mit den zuletzt nochmals niedrigeren Öl- und Rohstoffpreisen kann diese Zerteilung der US-Wirtschaft prinzipiell noch andauern, womit die Perspektiven für die US-Wirtschaft alles in allem im Rahmen unserer Erwartungen bleiben würden. Nichtsdestotrotz verbleibt beim Blick auf die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe ein gewisses Unbehagen. Wie unser Chart

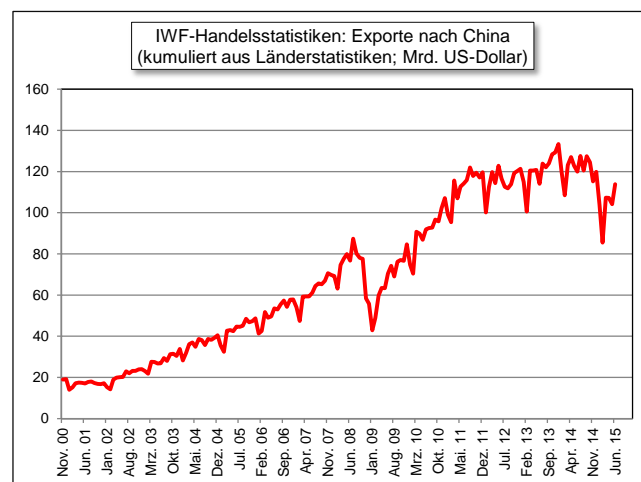
oben zeigt, ist das verarbeitende Gewerbe in der Vergangenheit der weit bessere Indikator für konjunkturelle Veränderungen gewesen, auch wenn dessen Bedeutung in den letzten Jahren noch weiter abgenommen hat. Das verarbeitende Gewerbe darf daher als wichtiges Konjunkturbarometer keinesfalls außer Acht gelassen werden. Auch aktuell lässt sich nicht völlig ausschließen, dass mit zunehmender Schwäche in der Industrie auch die Dienstleister allmählich mehr Gegenwind verspüren. Zudem sind die Umfragewerte im verarbeitenden Gewerbe, zum Beispiel beim Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management, mittlerweile in den Bereich von unter 50 Zählern gefallen. Somit verschlechtern sich die Perspektiven für die Unternehmen aus dem Sektor mehrheitlich, was wir schon als ausgeprägtes Schwächesignal werten.

Wir könnten uns vorstellen, dass die Umfragewerte zumindest auf kurze Sicht kaum besser werden oder sich abermals verschlechtern. Mit Blick auf das Gesamtjahr 2016 dürften die im Jahr 2015 geschaffenen, hohen Lagerbestände jedoch schließlich abgebaut sein; damit wären die Voraussetzungen erfüllt, damit sich auch das verarbeitende Gewerbe wieder erholt. Bis auf weiteres bleiben wir bei unserer moderat positiven Einschätzung der Perspektiven für die US-Wirtschaft. Ein echtes Warnsignal wäre es, wenn die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe Bremswirkungen am Arbeitsmarkt entfalten würde. Dies würde sowohl die Konsumenten als auch die Dienstleister negativ betreffen und somit die beiden wichtigsten Treiber des US-Wirtschaftswachstums in die Zange nehmen. Dafür gibt es bislang jedoch noch keine ernsthaften Anzeichen, so dass wir diesem Szenario bis auf weiteres keine erhöhte Wahrscheinlichkeit beimessen.



In Bezug auf die Entwicklung in China gibt es eigentlich keine neuen Erkenntnisse. Wir haben uns damit in dieser Publikation verschiedentlich intensiv auseinandergesetzt (siehe vor allem Konjunktur und Strategie „China: Ernst, aber nicht ausweglos“ vom 16.07.2015). Unsere wesentliche These ist und bleibt, dass sich das Wachstum in China strukturell weiter abschwächen wird. Zudem birgt die Umstellung der Wirtschaft weg vom verarbeitenden Gewerbe hin zu mehr Dienstleistungen erhebliche Herausforderungen für die Regierung genauso wie die Gesamtverschuldung, die nach der Finanzkrise 2008 erheblich angestiegen ist. Die größten Anpassungslasten dürfte es im verarbeitenden

den Gewerbe und beim Bau geben, während sich das Dienstleistungsgewerbe voraussichtlich weiter gut halten wird. Nichtsdestotrotz darf nicht übersehen werden, dass die Regierung ihre zuvor eher restriktive Fiskalpolitik zuletzt gelockert hat und auch die Geldpolitik insgesamt deutlich expansiver geworden ist. Auch die Abwertung des Yuan, die derzeit die Märkte in Aufregung versetzt, macht wirtschaftlich durchaus Sinn und dürfte dem Außenhandel etwas mehr Schwung verleihen. Ein Wachstumseinbruch auf nur noch zwei bis drei Prozent, wie ihn einige skeptische Beobachter für möglich halten, ist daher wenig wahrscheinlich. Die ebenfalls zu beobachtenden Turbulenzen am chinesischen Aktienmarkt haben unseres Erachtens lediglich überschaubar negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Schaden entfalten sie vor allem beim Sentiment, denn die chinesische Regierung verfolgt mit ihrer Feinsteuerung der Kurse eine Politik, die für viele Investoren wenig nachvollziehbar wirkt und die zuletzt auch sichtbar nicht von Erfolg gekrönt war.



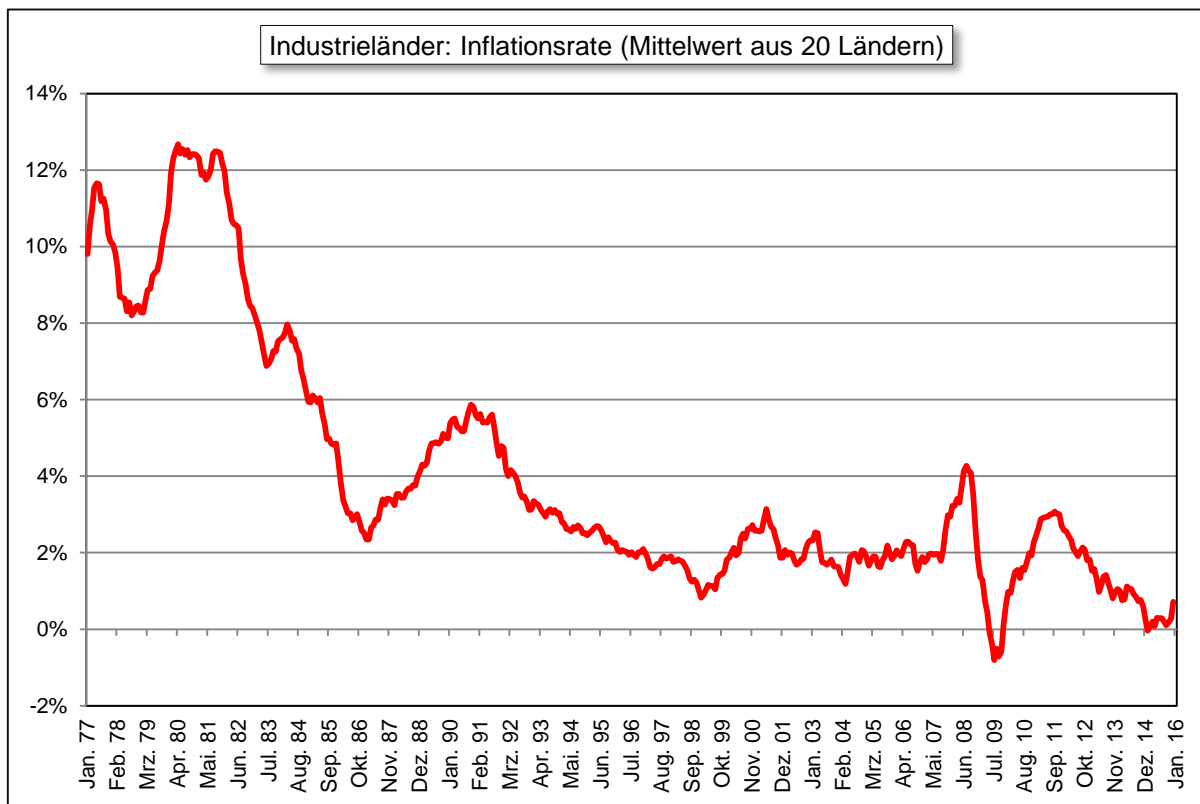
Welche anderen Faktoren könnten den Kursrutsch zu Jahresbeginn noch ausgelöst haben? Zuletzt äußerten einige Marktteilnehmer die Einschätzung, dass der Kursrutsch auch auf Verkäufe von Staatsfonds zurückzuführen sein könnte. Die niedrigen Preise für Rohöl und andere Rohstoffe hätten die Einnahmeseite der staatlichen Haushalte von rohstoffexportierenden Länder soweit unter Druck gesetzt, dass diese nun Mittel aus ihren mächtigen Staatsfonds für die Staatsausgaben heranziehen würden. Inwieweit dies zutrifft, können wir nicht sagen. Angesichts der Größe einiger Fonds hätten diese aber durchaus genügend Schlagkraft, um die Kurse an den Börsen für einige Zeit zu drücken.

Dem Grunde nach stellen bereits die ersten Tage des Jahres die Anlagestrategie für das Gesamtjahr auf den Prüfstand. Angesichts der erheblichen Kursausschläge nach unten und oben, die wir für wahrscheinlich halten, verbietet sich jedoch übermäßiger Aktionismus. Stattdessen wird 2016 noch mehr als in den vergangenen Jahren ein kühler Kopf notwendig sein, um nicht in Panik oder Euphorie zu verfallen und damit die falschen Entscheidungen zu treffen. Es gilt vielmehr, die wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen richtig zu deuten und mit ruhiger Hand Chancen zu nutzen und Risiken zu begrenzen.

Wochenausblick für die Zeit vom 11. bis 15. Dezember 2015

	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Nov	Veröffentlichung
Keine Veröffentlichungen geplant							
MMWB-Schätzungen in rot							

Chart der Woche: Inflation weiter niedrig



Zum Jahreswechsel 2015/2016 zeichnet sich ein basisbedingter, leichter Anstieg der Inflationsrate ab. Diese liegt im Mittelwert in den Industrieländern jedoch trotzdem nur bei 0,7% und damit unter den Zielwerten der jeweiligen Notenbanken. Für das Jahr 2016 zeichnet sich dennoch insgesamt nur ein sehr schwacher Inflationstrend ab: Nachdem der Basiseffekt im Februar ausläuft, mangelt es an Inflationstreibern. Am

Arbeitsmarkt fehlt in vielen Industrieländern der Lohndruck, der Wettbewerb ist zugleich so intensiv, dass die Unternehmen die Preise kaum erhöhen können. Zudem sind die Rohstoff- und Energiepreise zuletzt nochmals gesunken, was zusätzlichen Druck auf die Inflationsrate bringen sollte. Für die Notenbanken heißt dies unter dem Strich: Die Geldpolitik bleibt weiter expansiv.

	Stand 07.01.2016	Veränderung zum			
		31.12.2015 -1 Woche	04.12.2015 -1 Monat	06.10.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	16907	-3,0%	-5,3%	0,7%	-3,0%
S&P 500	1990	-2,6%	-4,8%	0,5%	-2,6%
Nasdaq	4836	-3,4%	-6,0%	1,8%	-3,4%
DAX	10214	-4,9%	-5,0%	3,1%	-4,9%
MDAX	19990	-3,8%	-4,4%	0,1%	-3,8%
TecDAX	1788	-2,4%	-2,6%	-0,1%	-2,4%
EuroStoxx 50	3139	-3,9%	-5,7%	-2,5%	-3,9%
Stoxx 50	3013	-2,8%	-4,1%	-2,4%	-2,8%
SMI (Swiss Market Index)	8613	-2,3%	-2,2%	-1,7%	-2,3%
Nikkei 225	18191	-4,4%	-6,7%	0,0%	-4,4%
Brasilien BOVESPA	41773	-3,6%	-7,9%	-12,5%	-3,6%
Russland RTS	737	-2,7%	-9,2%	-10,9%	-2,7%
Indien BSE 30	25406	-2,7%	-0,9%	-5,7%	-2,7%
China Shanghai Composite	3362	-5,0%	-4,6%	10,1%	-5,0%
MSCI Welt (in €)	1610	-1,9%	-3,6%	2,5%	-1,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	760	-3,0%	-5,1%	-4,2%	-3,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	159,69	177	398	351	177
Bobl-Future	131,23	56	220	218	56
Schatz-Future	111,61	9	20	27	9
3 Monats \$ Libor	0,62	0	16	30	0
10-jährige US Treasuries	2,18	-9	-10	14	-9
10-jährige Bunds	0,51	-12	-18	-9	-12
10-jährige JGB	0,26	0	-6	-7	0
US Treas 10Y Performance	569,24	0,9%	1,1%	-0,8%	0,9%
Bund 10Y Performance	585,40	1,1%	1,7%	1,0%	1,1%
REX Performance Index	476,61	0,5%	0,7%	0,5%	0,5%
Hypothekenzinsen USA	4,01	0	8	16	0
IBOXX AA, €	1,21	-8	-8	-18	-8
IBOXX BBB, €	2,22	-5	2	-16	-5
ML US High Yield	8,96	7	63	85	7
JPM EMBI+, Index	706	0,3%	-0,4%	-0,3%	0,3%
Wandelanleihen Exane 25	6846	0,0%	-1,6%	1,9%	-1,6%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	373,26	-1,6%	-3,5%	-7,1%	-1,6%
MG Base Metal Index	225,17	-3,0%	-1,6%	-8,3%	-3,0%
Rohöl Brent	36,28	-0,7%	-15,8%	-25,5%	-0,7%
Gold	1089,35	2,5%	0,4%	-5,3%	2,5%
Silber	13,98	0,9%	-4,2%	-12,7%	0,9%
Aluminium	1469,75	-2,0%	-2,4%	-4,5%	-2,0%
Kupfer	4619,50	-1,8%	0,2%	-11,0%	-1,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	467	-2,3%	-17,1%	-46,3%	-2,3%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,07	-1,3%	-1,5%	-4,3%	-1,3%
EUR/ GBP	0,74	-0,2%	2,1%	-0,6%	-0,2%
EUR/ JPY	127,19	-3,0%	-5,1%	-5,8%	-3,0%
EUR/ CHF	1,08	0,1%	-0,3%	-0,8%	0,1%
USD/ JPY	118,48	-1,5%	-3,8%	-1,5%	-1,5%

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.