

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

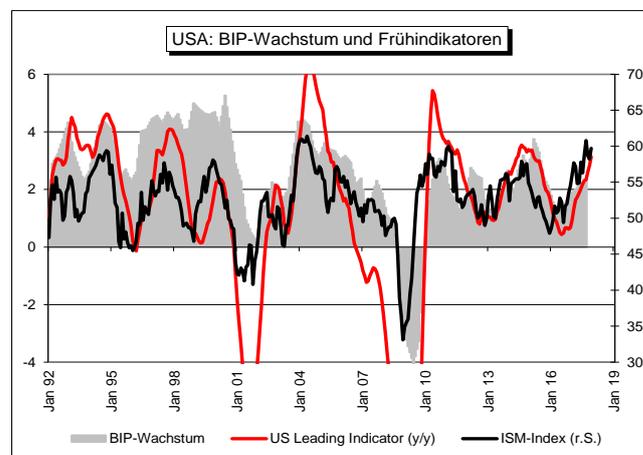
Aktienmärkte: Zu viel Selbstgefälligkeit?

Die Aktienmärkte sind fulminant ins neue Jahr gestartet. Alle von uns beobachteten Börsenplätze weisen ein Kursplus auf, womit sich die positive Entwicklung aus dem Vorjahr nahtlos fortsetzt. Der DAX liegt mit seiner bisherigen Wertentwicklung von rund drei Prozent im Mittelfeld. In der Eurozone haben die Indizes aus Griechenland, Italien und Portugal mit Kurszuwächsen zwischen sieben und neun Prozent die Nase vorn. Im internationalen Vergleich laufen wie im Jahr 2017 die Schwellenländerbörsen bislang den Aktienmärkten in den Industrieländern den Rang ab. Die stärksten Kursanstiege verzeichnen dabei die Börsen in Argentinien, Russland, Hongkong und Brasilien.



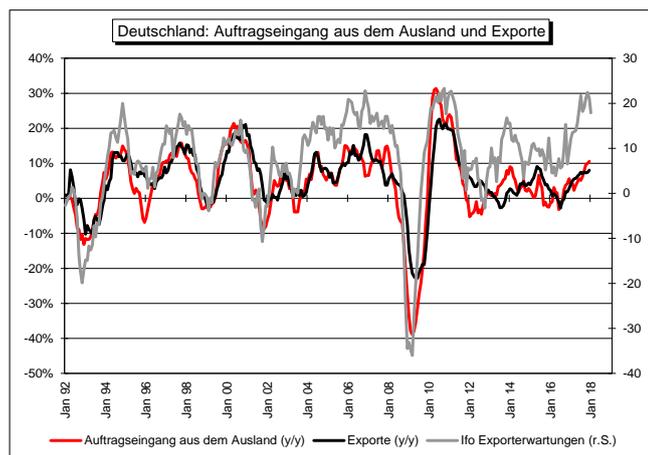
Angesichts dieser Entwicklung wird die Frage diskutiert, ob die Marktteilnehmer die vorhandenen Risiken unterschätzen und mittlerweile zu sorglos geworden sind. Der ein oder andere Beobachter spricht sogar schon von einer gewissen „Selbstgefälligkeit“, die sich an den Märkten breit mache und die sich in der Kursentwicklung zeige. Interessanterweise sind es vor allem die Finanzmarktteilnehmer selbst, die diese Selbstgefälligkeit zu verspüren meinen; so war dies auch eines der Themen auf dem derzeit in Davos stattfindenden World Economic Forum. Üblicherweise und insbesondere nach der guten Kursentwicklung der vergangenen Monate wird von den meisten Menschen mit dem Begriff „Risiko“ die vermeintlich zunehmende Wahrscheinlichkeit fallender Kurse gemeint. Allerdings hat das Risiko im mathematischen Sinn kein fest definiertes Vorzeichen. Für den Anleger bedeutet dies, dass es ebenfalls ein Risiko gibt, nicht investiert zu sein, wenn die Kurse steigen. Gerade in Deutschland konzentrieren sich die meisten Anleger vornehmlich auf die negative Seite des Risikos und vernachlässigen dabei häufig die ebenso vorhandenen positiven Möglichkeiten, also die Chancen. Dies hat u.a. auch etwas mit der medialen Aufbereitung des Themas Geldanlage in Deutschland zu tun. So besteht der Eindruck, dass es in einigen Publikationen vorrangig darum geht, den Anleger vor „fälschen“ und zu risikoreichen Anlageentscheidungen in Aktien zu schützen. Die damit möglicherweise verbundenen entgangenen Erträge, die mit einer solchen Entscheidung verbunden sein können, werden hingegen selten thematisiert.

Ein Grund für die möglicherweise vorhandene „Selbstgefälligkeit“ des Aktienmarktes wird vielfach darin gesehen, dass Marktteilnehmer schon seit geraumer Zeit die politischen Risiken ausblenden. Die am 4. März anstehende Parlamentswahl in Italien, die in die entscheidende Phase gehenden Brexit-Verhandlungen oder die Unberechenbarkeit von US-Präsident Trump böten ausreichend Potenzial, um die Kurse zumindest zwischenzeitlich deutlich zu drücken, so ist zu hören. Vordergründig und vor allem durch die deutsche Brille geguckt mag man diesen Argumenten etwas abgewinnen können. Doch: Selbst wenn man kein Fan von Donald Trump ist, sollte man zur Kenntnis nehmen, dass seine Entscheidungen nicht – wie vielfach befürchtet – zu einem Einbruch der US-Wirtschaft geführt haben. Die Konjunkturdaten und Frühindikatoren aus den USA signalisieren sogar das genaue Gegenteil, nämlich eine Zunahme der wirtschaftlichen Dynamik. Auch die von Trump initiierte US-Steuerreform könnte sich positiver auswirken, als allgemein angenommen wird. Während hier zu Lande der Fokus vor allem auf die negativen Effekte einer (möglicherweise) zunehmenden Staatsverschuldung gelegt wird, werden die positiven Effekte für das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung in den USA häufig vernachlässigt. So ist es durchaus möglich, dass die USA in den kommenden Quartalen eine BIP-Wachstumsrate von drei bis vier Prozent erreichen werden.



Ähnlich verhält es sich mit dem Brexit. Die Befürchtungen, dass die im Juni 2016 getroffene Entscheidung der Briten, die EU zu verlassen, zu einer wirtschaftlichen und politischen Krise in der Eurozone und der „Rest-EU“ führen würde, haben sich nicht bewahrheitet. Wie bei Donald Trump ist es vor allem unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten viel besser gelaufen als man ursprünglich erwartet hat. So ist das reale Bruttoinlandsprodukt in der Eurozone 2017 um 2,5 Prozent angestiegen; dies war das stärkste Plus seit dem Jahr 2007. Und auch für 2018 stehen die Ampeln in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung auf grün. So befinden sich die Einkaufsmanagerindizes in den meisten Ländern der Eurozone auf einem Mehrjahreshoch. Statt nach einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums sieht es im Moment eher danach aus, also ob sich die wirtschaftliche Dynamik in jüngster Zeit noch weiter beschleunigt hat. Selbst der starke Euro-Wechselkurs hat bisher

keine gravierenden Spuren hinterlassen. Zwar reagiert insbesondere der deutsche Aktienmarkt auf jede Stärke des Euro mit Kursverlusten, weil befürchtet wird, dass sich die Gewinnaussichten der DAX-Unternehmen eintrüben könnten. Dabei wird aber übersehen, dass es neben dem negativen Preis- auch einen positiven Mengeneffekt aufgrund der guten Konjunkturlage gibt. Wir gehen davon aus, dass der Mengeneffekt den Preiseffekt mehr als ausgleichen wird. So erweisen sich die Exporterwartungen der deutschen Unternehmen trotz der Euro-Aufwertung bis zuletzt als sehr robust.



Eine boomende Weltwirtschaft plus Steuersenkungen in den USA sind die Zutaten, die der Aktienmarkt benötigt, um seinen positiven Trend fortsetzen zu können. Die Wahrscheinlichkeit für Gewinnmitnahmen hat sich nach den Kursanstiegen der vergangenen Wochen und Monate zwar erhöht, solange es aber zu keiner nachhaltigen wirtschaftlichen Verlangsamung kommt, dürfte es sich hierbei nur um Zwischenepisoden handeln. Auch die rekordniedrige Volatilität (nicht nur am Aktienmarkt, sondern auch in vielen anderen Marktsegmenten) muss kein Dauerzustand bleiben, zumal die Luft für positiv überraschende Konjunkturdaten gefühlt dünner wird. Mit der Vermutung „besser kann es nicht mehr werden“ lagen aber viele Volkswirte und Börsianer schon in den vergangenen Monaten falsch. Bis es wirklich soweit ist, kann es auch noch länger dauern. So hat ein global synchroner Aufschwung die Tendenz, sich zu verstärken und länger anzuhalten als gedacht.

Entscheidend für die weitere Richtung des Aktienmarktes bleiben die Unternehmensgewinne. Dank des hervorragenden Umfelds sind die Gewinnerwartungen für das Jahr 2018 für fast alle internationalen Aktienmärkte in den vergangenen Monaten nach oben revidiert worden. Die aktuelle Berichtssaison ist dabei ein wichtiger Lackmustrast, ob die ehrgeizigen Ertragsprognosen tatsächlich auch erreicht werden können. Während in Europa erst wenige Unternehmen ihre Zahlen für das abgelaufene Quartal vorgelegt haben, lässt sich in den USA bereits ein erstes Zwischenfazit ziehen. Dieses fällt ausgesprochen positiv aus: Von den rund 100 Unternehmen aus dem S&P 500, die Quartalszahlen veröffentlicht haben, konnten 80 Prozent die Gewinn- und ebenfalls 80 Prozent die Umsatzerwartungen übertreffen. Während das Ausmaß der positiven Überraschungen bei den Gewinnen traditionell sehr hoch ausfällt, ist dieser Wert bei den Umsätzen in den vergangenen Quartalen

meist deutlich niedriger gewesen. Aber auch der hohe Anteil der positiven Gewinnüberraschungen wird von uns als qualitativ besser beurteilt, weil im Gegensatz zum üblichen Vorgehen die Unternehmensanalysten diesmal im Vorfeld der Berichtssaison ihre Prognosen kaum nach unten angepasst haben. Insofern lag und liegt die von den Firmen zu überwindende Hürde, um positiv zu überraschen, deutlich höher als sonst. Für die Unternehmen im Dow Jones 30 bzw. für die Technologiewerte aus dem Nasdaq 100 sehen die positiven Überraschungsquotienten sogar noch etwas besser aus. Auf Sektorebene gibt es diesmal eine Reihe von Branchen, die bei den Gewinnen und/oder Umsätzen sogar noch eine komplett weiße Weste haben, weil die Unternehmen bislang nur positiv überraschen konnten.

Aktuelle Berichtssaison S&P 500 (Quelle: Factset)				
24.01.2018		davon:		positives Surprise-Ratio
		positiv	negativ	
Consumer	Gewinn	11	2	85%
Discretionaries	Umsatz	12	1	92%
	Kursreaktion	7	4	64%
Consumer	Gewinn	8	0	100%
Staples	Umsatz	6	2	75%
	Kursreaktion	3	4	43%
Energy	Gewinn	5	0	100%
	Umsatz	5	0	100%
Financials	Gewinn	24	8	75%
	Umsatz	22	10	69%
Health Care	Gewinn	7	1	88%
	Umsatz	8	0	100%
Industrials	Gewinn	20	3	87%
	Umsatz	17	6	74%
Information Technology	Gewinn	11	3	79%
	Umsatz	14	0	100%
Materials	Gewinn	3	2	60%
	Umsatz	4	1	80%
Telecom Services	Gewinn	0	1	0%
	Umsatz	1	0	100%
Utilities	Gewinn	1	0	100%
	Umsatz	1	0	100%
Real Estate	Gewinn	0	0	#DIV/0!
	Umsatz	1	2	33%
Estate	Gewinn	2	0	100%
	Umsatz	1	0	100%

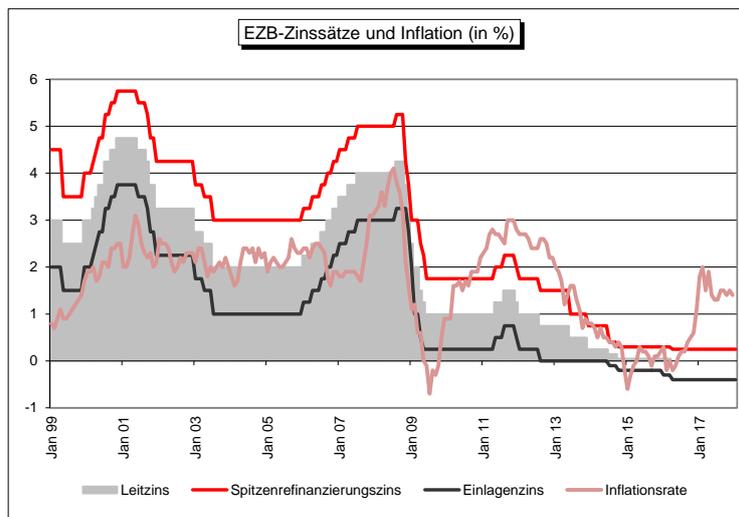
Unseres Erachtens nach ist die gute Aktienmarktentwicklung von daher vor allem auf die ausgezeichneten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zurückzuführen – und weniger auf die Selbstgefälligkeit der Marktteilnehmer. Schließlich haben diese mehrheitlich die starken Konjunkturdaten nicht vorhergesehen. Beim DAX steht der Kursanstieg der vergangenen Monate zudem völlig im Einklang mit den besseren Unternehmensgewinnen; im Unterschied zum S&P 500 hat sich die Bewertung nicht erhöht. Ähnlich sieht es auch bei den anderen europäischen Börsenplätzen aus. Die allgemeine Aussage „Aktien sind (zu) teuer geworden“ stimmt also nicht. Wir gehen deswegen weiterhin davon aus, dass sich der DAX in diesem Jahr in Richtung 15.000 Punkte bewegen wird.

Wochenausblick für die Zeit vom 29. Januar bis 2. Februar 2018

	Aug	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,1%	0,1%	0,0%	0,3%	0,6%	-0,5%	30. Januar
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,8%	1,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,8%	30. Januar
D: Importpreise, m/m	0,0%	0,9%	0,6%	0,8%	0,0%		30. Januar
D: Importpreise, y/y	2,1%	3,0%	2,6%	2,7%	0,8%		30. Januar
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-8	-23	-13	-20	-29	10	31. Januar
D: Arbeitslosenquote	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	31. Januar
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-0,4%	1,3%	-1,0	2,3%	0,6%		31. Januar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	59,3	60,6	60,6	62,5	63,3	61,2	1. Februar
E-19: Industrievertrauen	5,0	6,7	8,0	8,2	9,1	9,2	30. Januar
E: Konsumentenvertrauen	-1,5	-1,2	-1,1	0	0,5	1,3	30. Januar
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,4%	1,3%	31. Januar
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	9,0%	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%		31. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	57,4	58,1	58,5	60,1	60,6	59,6	1. Februar
E-19: Produzentenpreise m/m	0,3%	0,5%	0,4%	0,6%	0,2%		2. Februar
E-19: Produzentenpreise y/y	2,5%	2,8%	2,5%	2,8%	2,2%		2. Februar
	Q2 17		Q3 17		Q4 17		
E-19: BIP, q/q Flash	0,6%		0,7%		0,6%		30. Januar
E-19: BIP, y/y Flash	2,4%		2,8%		2,7%		30. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Nichts Neues im Januar



Die EZB hat auf ihrer heutigen Sitzung wie erwartet beschlossen, die Leitzinsen, das Volumen sowie die Laufzeit des Anleihekaufprogramms nicht zu verändern. Das Hauptaugenmerk der Marktteilnehmer lag aber ohnehin nicht auf den Beschlüssen, sondern auf der Forward Guidance. Auch hier gab es wenig Neues. Der Passus, welcher besagt dass die Leitzinsen noch lange nach dem Ende des Anleihekaufprogramms auf dem aktuell niedrigen Niveau verharren, blieb unverändert. Einer Leitzinserhöhung noch in diesem Jahr, wie von rund einem Drittel der Marktteilnehmer erwartet, erteilte EZB-Präsident Draghi auf der Pressekonferenz eine klare Absage: Er führte aus, dass er auf Basis der aktuell vorliegenden Daten nur sehr geringe Chancen für eine Erhöhung im Jahr 2018 sehe. In Bezug auf das Anleihekaufprogramm bestätigte Draghi aber sein Statement aus dem letzten Jahr, dass

es kein abruptes Ende gäbe, nicht. Er ließ aber durchblicken, dass die Wahrscheinlichkeit eines graduellen Taperings nach Ende September höher sei als eine Verlängerung oder ein abruptes Ende. Befragt nach der Entwicklung des Euro antwortete Draghi wie gewohnt, dass das Wechselkursniveau kein Ziel der EZB sei. Die aktuelle Entwicklung führe aber zu Unsicherheit und stelle eine Gefahr für das Inflationsziel dar, weshalb der Wechselkurs eng beobachtet werden muss. Als Gründe für die Euro-Stärke macht Draghi die sehr gute konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone verantwortlich und in Teilen auch Aussagen aus den USA, die die Schwäche des US-Dollar mit Blick auf die Konjunktur in den USA positiv bewerten. Fazit: Die Zinsen in der Eurozone bleiben noch lange niedrig, aber das Ende des Anleihekaufprogramms rückt näher.

	Stand 25.01.2018 17:05	Veränderung zum			
		18.01.2018 -1 Woche	22.12.2017 -1 Monat	24.10.2017 -3 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	26353	1,3%	6,5%	12,4%	6,6%
S&P 500	2839	1,4%	5,8%	10,5%	6,2%
Nasdaq	7415	1,6%	6,5%	12,4%	7,4%
DAX	13286	0,0%	1,6%	2,1%	2,8%
MDAX	26878	-1,2%	2,8%	2,8%	2,6%
TecDAX	2632	-1,9%	3,8%	5,8%	4,1%
EuroStoxx 50	3619	-0,1%	1,8%	0,2%	3,3%
Stoxx 50	3241	0,0%	1,7%	2,0%	2,0%
SMI (Swiss Market Index)	9486	0,4%	1,0%	3,2%	1,1%
FTSE 100	7615	-1,1%	0,3%	1,2%	-0,9%
Nikkei 225	23669	-0,4%	3,3%	8,5%	4,0%
Brasilien BOVESPA	83680	3,4%	11,3%	9,6%	9,5%
Russland RTS	1311	2,5%	15,5%	16,3%	13,6%
Indien BSE 30	36050	2,2%	6,2%	10,6%	5,9%
China Shanghai Composite	3548	2,1%	7,6%	4,7%	7,3%
MSCI Welt (in €)	2232	-0,5%	0,9%	3,5%	1,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1259	0,4%	4,7%	6,4%	4,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	256	137	203	146
Bobl-Future	130,89	-29	-70	-33	-72
Schatz-Future	111,89	0	-6	-28	-8
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,25	0	0	-2	0
3 Monats \$ Libor	1,75	1	7	38	6
Fed Funds Future, Dez 2018	1,29	-69	-60	-39	-1
10-jährige US Treasuries	2,65	4	16	24	24
10-jährige Bunds	0,62	11	20	14	19
10-jährige Staatsanl. Japan	0,09	1	3	2	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,07	14	20	9	20
US Treas 10Y Performance	570,30	-0,3%	-1,2%	-1,6%	-1,9%
Bund 10Y Performance	604,85	-0,2%	-1,0%	-0,3%	-0,9%
REX Performance Index	478,57	0,0%	-0,5%	-0,8%	-0,4%
IBOXX AA, €	0,68	-2	2	-7	0
IBOXX BBB, €	1,19	-3	-3	-6	-4
ML US High Yield	6,08	-3	-10	18	-7
JPM EMBI+, Index	831	-0,4%	-0,2%	-0,7%	-0,6%
Wandelanleihen Exane 25	7480	0,0%	1,0%	2,4%	1,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	438,83	0,5%	1,6%	2,2%	1,5%
MG Base Metal Index	357,62	-0,2%	2,0%	1,8%	-0,3%
Rohöl Brent	70,89	2,2%	9,2%	22,8%	6,4%
Gold	1357,31	2,1%	6,5%	6,5%	4,1%
Silber	17,39	2,2%	6,0%	2,7%	2,2%
Aluminium	2246,00	0,1%	3,0%	4,7%	-0,4%
Kupfer	7111,00	1,1%	0,4%	1,4%	-1,3%
Eisenerz	71,81	-5,7%	1,3%	18,2%	0,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1200	5,4%	-12,2%	-24,4%	-12,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,2493	2,1%	5,4%	6,2%	4,2%
EUR/ GBP	0,8741	-0,8%	-1,3%	-2,5%	-1,5%
EUR/ JPY	135,80	-0,2%	1,1%	1,4%	0,6%
EUR/ CHF	1,1645	-0,9%	-0,8%	0,3%	-0,5%
USD/ CNY	6,3189	-1,6%	-3,9%	-4,8%	-2,9%
USD/ JPY	109,23	-1,7%	-3,6%	-4,1%	-3,1%
USD/ GBP	0,6999	-2,8%	-6,5%	-8,2%	-5,3%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.