



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

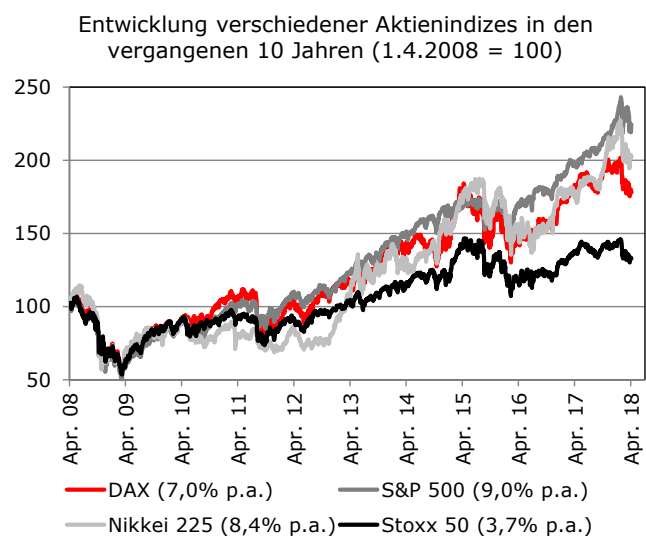
5. April 2018

Aktienmärkte: Stimmung schlechter als die Lage

Nach einem guten Start in das Jahr 2018 und dem zwischenzeitlichen Erreichen neuer Höchststände beispielsweise im DAX, S&P 500 und Dow Jones 30 befinden sich die Kurse seit Februar im Rückwärtsgang. Dies hat dazu geführt, dass die Wertentwicklung im ersten Quartal für viele Anleger ernüchternd ausfiel: Der DAX hat in den ersten drei Monaten dieses Jahres rund sechs Prozent an Wert verloren, womit er im internationalen Vergleich auf den hinteren Plätzen landet. Von den großen Aktienmärkten haben sich nur die Schweiz und Großbritannien noch schlechter entwickelt. In den USA, wo die Malaise Anfang Februar begann, haben sich die Kurse (in US-Dollar gerechnet) dagegen besser gehalten: Während der Dow Jones 30 und der S&P 500 das Quartal knapp im Minus beendeten, konnte die Technologiebörse Nasdaq sogar einen kleinen Wertzuwachs verbuchen. Etwas erfreulicher als in den Industrieländern verlief die Börsenentwicklung in den Schwellenländern. So lag der MSCI Emerging Markets Index Ende März in etwa auf demselben Niveau wie zu Beginn des Jahres, wobei die Börsen in Brasilien und Russland sogar ein ordentliches Plus verzeichnen konnten.

Für die schwache Kursentwicklung der vergangenen Wochen gibt es mehrere Gründe. Zum einen nahmen aufgrund der guten globalen Konjunkturlage Anfang Februar die Sorgen vor einem kräftigeren Anstieg der Inflation zu. In den USA kam es im Januar zu einem stärker als erwarteten Lohnanstieg, der – so die Schlussfolgerung vieler Marktteilnehmer – die Notenbank auf den Plan rufen würde. Die Aussicht auf eine restriktive-

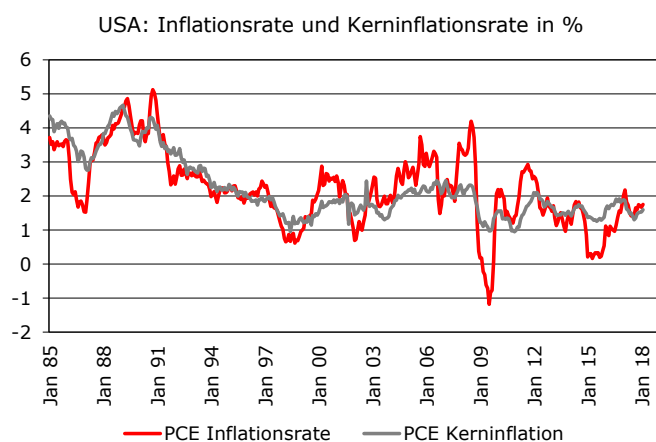
re Geldpolitik der Federal Reserve führte zu höheren Anleiherenditen und zwar nicht nur in den USA, sondern auch in vielen anderen Regionen.



Höhere Zinsen machen Anleihen im Vergleich zu Aktien relativ attraktiver, wenn man zum Beispiel die Rendite einer 10-jährigen US-Staatsanleihe (aktuell 2,8 Prozent) mit der Dividendenrendite des S&P 500 (2,1 Prozent) vergleicht. Zudem bedeuten steigende Zinsen, dass der Diskontierungsfaktor für zukünftige Gewinne, Dividenden oder Cash Flows zunimmt, sodass deren heutiger Wert bei unveränderten Rahmenbedingungen sinkt. Steigen die Zinsen allerdings aufgrund einer besseren Konjunkturlage – und genau das ist derzeit der Fall – wird der höhere Abzinsungsfaktor durch eine bessere Profitabilität der Unternehmen ausgeglichen oder sogar überkompensiert. Zudem zeigt die Er-

fahrung, dass die relative Attraktivität von Anleihen gegenüber Aktien erst dann wirklich zunimmt, wenn die Notenbanken dazu übergehen, die Zinsen zu senken. Doch davon ist man noch weit entfernt.

Wir gehen zwar davon aus, dass die Inflationsrate in den nächsten Monaten ansteigen wird, doch ist dies in erster Linie auf einen sogenannten Basiseffekt zurückzuführen. Da die Inflation im vergangenen Jahr wegen des gesunkenen Ölpreises bis in die Sommermonate ungewöhnlich gering ausgefallen ist, führt eine „normalere“ Entwicklung in diesem Jahr dazu, dass es im Jahresvergleich zu einem optisch kräftig ausfallenden Preisanstieg kommt. Dies ist ein rein statistischer Effekt, zu dem es auch dann kommt, wenn die monatliche Veränderung der Inflation eigentlich unauffällig ist. Dies wird dazu führen, dass die US-Inflationsrate bis in die Sommermonate deutlich ansteigt. Danach wird dieser Effekt allerdings auslaufen, und im Laufe des zweiten Halbjahres ist wieder mit einem Rückgang der Inflationsrate auf unter zwei Prozent zu rechnen. Nichtsdestotrotz könnten die Märkte aber zwischenzeitlich ähnlich wie zu Jahresbeginn von Inflationssorgen beeinflusst werden.



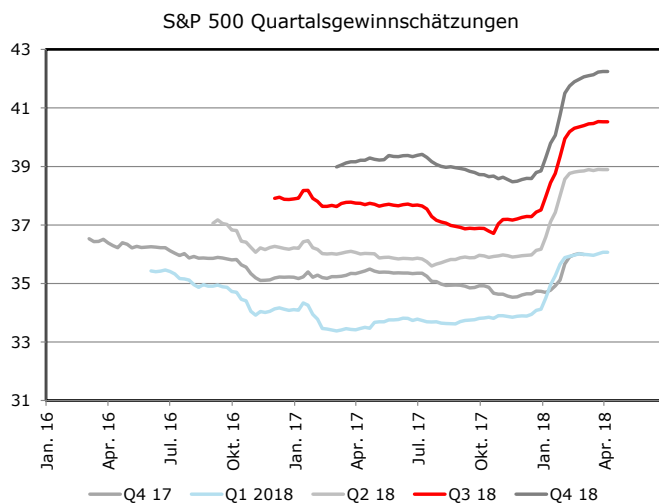
Zum anderen kamen in den vergangenen Wochen die Kurse von Technologieaktien stark unter Druck. Diese waren lange Zeit die Lieblinge der Anleger (insbesondere die sogenannten FAANG-Aktien Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google bzw. jetzt Alphabet) und sorgten für den Großteil der außergewöhnlich guten Kursentwicklung der US-Aktienmärkte. Der aufgedeckte Datenskandal bei Facebook führte jedoch zu starken Kursverlusten dieses Wertes, weil befürchtet wird, dass das Unternehmen (und andere Wettbewerber) zukünftig stärker reguliert werden könnten. Die Kursentwicklung der Facebook-Aktie strahlte nicht nur auf andere Technologieaktien aus, sondern sorgte auch wegen des gro-

ßen Gewichtes dieser Aktie in den Indizes für empfindliche Verluste. Wenige Tage später nahm sich dann US-Präsident Trump Amazon vor. Er warf dem Unternehmen vor, die US-Post als billigen Lieferungen zu missbrauchen und für die hohen Defizite des Unternehmens verantwortlich zu sein. Zudem bezahle Amazon keine oder zu wenige Steuern und Sorge mit seinen Methoden für ein Aussterben der traditionellen Einzelhändler. Auch wenn die Anschuldigungen inhaltlich kaum nachvollziehbar sind, hat der Aktienkurs von Amazon kräftig gelitten und sich ähnlich wie bei Facebook negativ auf den Gesamtmarkt ausgewirkt.

Schließlich kam es für die Börsen noch dicker, und wieder war Donald Trump der Auslöser. Nachdem er Anfang März Strafzölle auf Stahl und Aluminium ankündigte, schoss er sich zuletzt auf China ein. In dieser Woche wurden weitere Zölle in Höhe von 25 Prozent auf rund 1.300 verschiedene chinesische Produkte mit einem Gesamtwert von 50 Milliarden US-Dollar angekündigt. Die Reaktion Chinas ließ nicht lange auf sich warten, und es wurden Gegenmaßnahmen im selben Umfang angekündigt. Allerdings treten die Strafzölle weder in den USA noch in China sofort in Kraft. In den USA haben dort ansässige Unternehmen bis zum 22. Mai die Möglichkeit, den Maßnahmen zu widersprechen, wobei fraglich ist, ob sich Trump davon beeindruckt ließe. Danach hat die US-Administration 180 Tage Zeit, um das weitere Vorgehen abzustimmen.

Bedeutet dies nun, dass ein Handelskrieg unumgänglich ist? Wir glauben das nicht. Uns erinnert die Vorgehensweise des US-Präsidenten und sein Verhalten gegenüber China an das, was wir im vergangenen Sommer im Umgang mit Nordkorea erlebt haben. Schon damals hat Trump mittels Drohungen und Einschüchterungen versucht, seine politischen Ziele durchzusetzen. Auch gegenüber China setzt Trump auf das aus der Spieltheorie bekannte „game of chicken“. Diesem als Angsthasenspiel bekannten Phänomen liegt das Szenario einer Mutprobe zugrunde: Zwei Sportwagen fahren mit hoher Geschwindigkeit aufeinander zu. Wer ausweicht, beweist damit seine Angst und hat das Spiel verloren. Weicht keiner aus, haben beide Spieler zwar die Mutprobe bestanden, ziehen jedoch daraus keinen persönlichen Nutzen, weil sie durch den Zusammenprall ihr Leben verlieren. Leider lässt sich im Moment noch nicht abschätzen, wie lange es dauern wird, bis der im Moment praktizierte Kollisionskurs aufgegeben und man den Weg an den Verhandlungstisch finden wird,

doch hat ein solches Szenario die für uns höchste Eintrittswahrscheinlichkeit. Auch im Falle Nordkoreas ist es letztendlich zu einem Ausweichmanöver eines der beiden Kontrahenten gekommen, in diesem Fall von Kim Jong-un. Bis es diesmal zu einer Einigung kommt, wird aber vermutlich noch dauern, da sich China in einer stärkeren Verhandlungsposition befindet als damals Nordkorea. Der mögliche wirtschaftliche Schaden, der entsteht, wenn sich beide Seiten nicht einigen, könnte immens sein, denn mit den USA und China streiten sich die beiden größten Volkswirtschaften der Welt. Dazu müssten beide Länder allerdings weitere Handelsbeschränkungen beschließen, denn das Ausmaß der gegenwärtigen Zollandrohungen entspricht „nur“ 0,3 Prozent des US-BIP bzw. 0,4 Prozent der gesamten chinesischen Wirtschaftsleistung. Dies scheint uns zu gering zu sein, um das Wirtschaftswachstum beider Länder oder sogar die gesamte Weltwirtschaft aus den Angeln heben zu können. Doch bis eine Einigung erzielt wird dürfte die volatile Marktphase anhalten.



Abseits all der genannten negativen Aspekte, die dazu geführt haben, dass die Stimmung der Anleger innerhalb weniger Wochen von himmelhoch jauchzend auf zu Tode betrübt gedreht hat, bleibt aber festzuhalten, dass die fundamentalen Aussichten für die Aktienmärkte weiterhin als gut zu beurteilen sind. Zwar haben sich viele konjunkturelle Frühindikatoren in der letzten Zeit abgeschwächt, doch war dies angesichts der hervorragenden und fast nur aufwärts gerichteten Entwicklung des vergangenen Jahres nicht anders zu erwarten. Dass sich der lange Zeit fast linear verlaufende Anstieg der Wirtschaftsdaten so nicht dauerhaft fortsetzen können wird, lag auf der Hand. Eine nachhaltige Verlangsamung des Wirtschaftswachstums oder gar eine neue

Rezession lässt sich aus den Frühindikatoren unseres Erachtens nach jedoch nicht ableiten. Mehr als eine Normalisierung der Daten können wir nicht erkennen, zumal sich an den grundsätzlichen Rahmenbedingungen, wie einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik sowie relativ stabilen Rohstoffpreisen und Wechselkursen, wenig geändert hat.

Positiv bewerten wir auch, dass sich die Gewinnerwartungen für die börsennotierten Unternehmen in den vergangenen Wochen nicht verschlechtert haben. Insofern hat der Kursrutsch an den Aktienmärkten dazu geführt, dass sich die Bewertungen deutlich verringert haben. So war der S&P 500 im Januar 2018 mit einem KGV von 18,6 definitiv sehr teuer, was bei schlechten Nachrichten die Anfälligkeit für Kurskorrekturen vergrößert. Mittlerweile ist das KGV jedoch wieder auf rund 16 gesunken, womit der US-Aktienmarkt nicht mehr viel teurer ist als im Durchschnitt der vergangenen gut 30 Jahre. In Europa und auch in den Schwellenländern kann von einer Überbewertung ohnehin nicht die Rede sein, da hier die KGVs mit Werten von 12 (DAX und MSCI Emerging Marktes) oder 13 (Euro Stoxx 50 bzw. Stoxx 50) noch deutlich niedriger sind. Sollte die nun in den USA beginnende Berichtssaison nicht enttäuschen und Trump nicht tagtäglich mit neuen Tweets für Verunsicherung sorgen, dürften die Aktien zumindest einen Teil ihrer Verluste in den kommenden Wochen wieder aufholen.

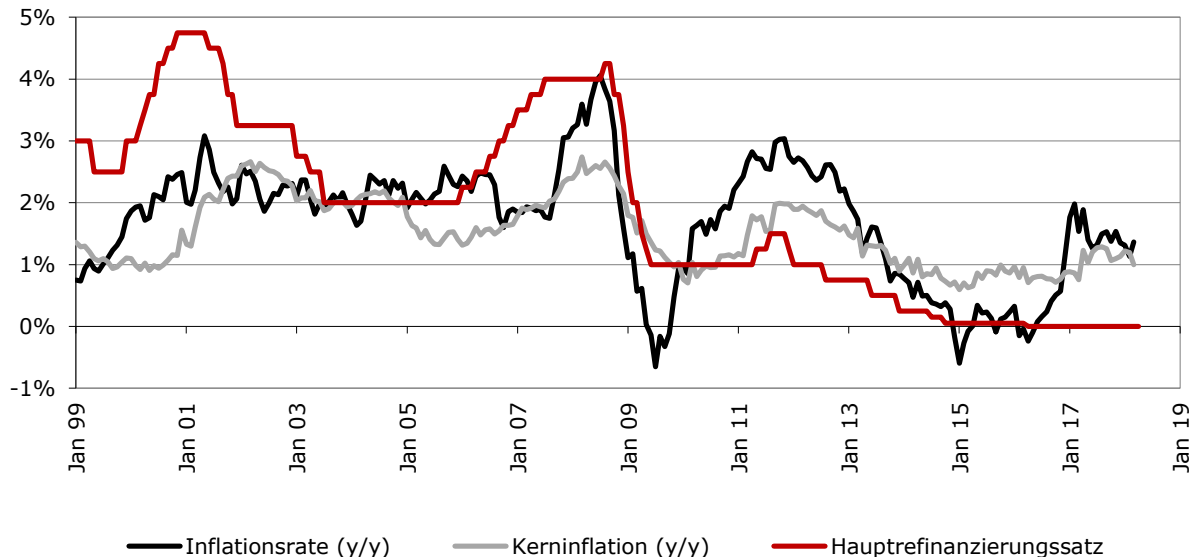
Wochenausblick für die Zeit vom 9. April bis 13. April 2018

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Exporte, m/m	4,1%	0,0%	-0,4%	0,2%			9. April
D: Exporte, y/y	8,0%	10,0%	7,4%	6,0%			9. April
D: Importe, m/m	2,1%	1,1%	-0,4%	0,2%			9. April
D: Importe, y/y	8,2%	9,0%	6,0%	7,3%			9. April
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,3%	0,6%	-0,7%	0,5%	0,4%		13. April
D: Konsumentenpreise, y/y- final	1,8%	1,7%	1,6%	1,4%	1,6%		13. April
E-19: Sentix	34,0	31,2	32,9	31,9	24,0	26,0	9. April
E-19: Industrieproduktion, m/m	1,1%	0,4%	-1,0%	0,3%			12. April
E-19: Industrieproduktion, y/y	3,5%	5,1%	3,4%	4,2%			12. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Inflation weiter niedrig

Eurozone: Inflation und Hauptrefinanzierungssatz



Die Inflation in der Eurozone ist im März kräftig angestiegen und liegt mit 1,4% deutlich über dem Wert des Vormonats von 1,1%. Damit nährt sich die Teuerung also auf den ersten Blick dem Ziel der EZB von knapp 2%. Muss deshalb aber auch in Zukunft mit einer höheren Inflationsrate gerechnet werden? Mitnichten. Die höhere Inflationsrate ist weitestgehend unspektakulär, liegt sie doch in erster Linie an Einmaleffekten, die zu Preissteigerungen von Lebensmitteln geführt haben. Dies zeigt sich auch in der Kerninflation. Diese ist mit 1,0% sogar rückläufig und weiterhin auf einem sehr niedrigem Niveau. Hier waren die Erwartungen der Marktteilnehmer mit 1,1% etwas optimistischer. Dies zeigt also, dass durch die veröffentlichten Daten die Erwart-

tungen an eine restriktivere Geldpolitik der EZB nicht gesteigert werden sollten. Vielmehr verdeutlichen die Zahlen, wie weit die EZB von ihrem Inflationsziel entfernt ist. Es bleibt auch unklar, woher ein baldiger Inflationsdruck kommen sollte. Auch die Daten des Arbeitsmarktes verdeutlichen, dass trotz der niedrigsten Arbeitslosenquote seit 2008 in der Eurozone keine Lohnpreisspirale in Gang gesetzt wird. Wenn es in den kommenden Monaten zu teilweise höheren Inflationsraten bis 2% kommen sollte, darf auch dies von den Anlegern nicht überinterpretiert werden. Grund für diese vorhersagbare Entwicklung sind Basiseffekte der Energiepreise und kein nachhaltiger Trend in der Preisdynamik.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	05.04.2018 18:44	29.03.2018 -1 Woche	22.02.2018 -1 Monat	22.12.2017 -3 Monate	22.03.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	24504	1,7%	-1,8%	-1,0%	18,6%	-0,9%
S&P 500	2665	0,9%	-1,4%	-0,7%	13,5%	-0,3%
Nasdaq	7167	1,5%	-0,6%	3,0%	23,1%	3,8%
DAX	12305	1,7%	-1,3%	-5,9%	3,4%	-4,7%
MDAX	25679	0,3%	-2,4%	-1,8%	10,8%	-2,0%
TecDAX	2513	0,7%	-2,7%	-0,9%	28,6%	-0,6%
EuroStoxx 50	3430	2,0%	-0,1%	-3,5%	0,3%	-2,1%
Stoxx 50	3026	2,0%	-0,8%	-5,1%	-2,8%	-4,8%
SMI (Swiss Market Index)	8743	0,0%	-2,5%	-6,9%	2,0%	-6,8%
FTSE 100	7200	2,0%	-0,7%	-5,2%	-1,7%	-6,4%
Nikkei 225	21645	2,3%	-0,4%	-5,5%	13,7%	-4,9%
Brasilien BOVESPA	85732	0,4%	-1,1%	14,0%	35,0%	12,2%
Russland RTS	1253	0,5%	-3,7%	10,4%	11,6%	8,6%
Indien BSE 30	33597	1,9%	-0,7%	-1,0%	15,2%	-1,4%
China Shanghai Composite	3132	-0,9%	-4,2%	-5,0%	-3,5%	-5,3%
MSCI Welt (in €)	2061	0,5%	-2,3%	-4,9%	-1,2%	-3,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1156	-0,5%	-3,4%	-1,9%	5,6%	-2,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	371	438	137	294	146
Bobl-Future	131,07	-18	27	-52	-26	-54
Schatz-Future	111,92	-6	-2	-3	-28	-6
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	0	-5	-6	-30	0
3 Monats \$ Libor	2,29	-3	34	60	113	59
Fed Funds Future, Dez 2018	2,10	2	3	20	44	0
10-jährige US Treasuries	2,83	9	-9	34	43	42
10-jährige Bunds	0,53	3	-13	11	12	10
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	1	-1	-1	-2	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,01	6	-7	14	10	14
US Treas 10Y Performance	562,10	-0,9%	0,8%	-2,6%	-2,0%	-3,3%
Bund 10Y Performance	605,09	-0,3%	1,7%	-0,4%	0,5%	-0,4%
REX Performance Index	480,41	-0,1%	0,9%	-0,1%	-0,5%	-0,1%
IBOXX AA, €	0,77	0	-1	11	-2	9
IBOXX BBB, €	1,39	-1	3	17	-17	15
ML US High Yield	6,60	-2	13	41	23	45
JPM EMBI+, Index	814	-0,7%	0,3%	-2,4%	1,6%	-2,7%
Wandelanleihen Exane 25	7259	-0,4%	-1,1%	-2,0%	4,5%	-1,9%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	439,30	0,6%	-0,7%	1,7%	1,2%	1,6%
MG Base Metal Index	343,03	0,8%	-4,6%	-2,1%	14,1%	-4,4%
Rohöl Brent	68,37	-2,5%	3,0%	5,3%	35,9%	2,6%
Gold	1325,42	0,2%	-0,3%	4,0%	6,1%	1,7%
Silber	16,40	0,5%	-1,4%	-0,1%	-6,7%	-3,6%
Aluminium	2052,75	3,3%	-6,8%	-5,9%	7,4%	-9,0%
Kupfer	6652,50	-0,4%	-6,7%	-6,1%	15,1%	-7,7%
Eisenerz	62,94	-9,7%	-18,3%	-11,2%	-29,0%	-11,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	977	-7,4%	-16,3%	-28,5%	-17,9%	-28,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2234	-0,7%	-0,3%	3,2%	13,2%	2,0%
EUR/ GBP	0,8737	-0,3%	-1,1%	-1,3%	0,9%	-1,6%
EUR/ JPY	131,39	0,2%	-0,1%	-2,2%	9,4%	-2,7%
EUR/ CHF	1,1779	0,0%	2,4%	0,4%	9,9%	0,7%
USD/ CNY	6,3045	0,2%	-0,8%	-4,1%	-8,4%	-3,1%
USD/ JPY	105,28	-1,1%	-1,4%	-7,1%	-5,3%	-6,6%
USD/ GBP	0,7143	0,2%	-0,4%	-4,5%	-10,9%	-3,4%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@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.