

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

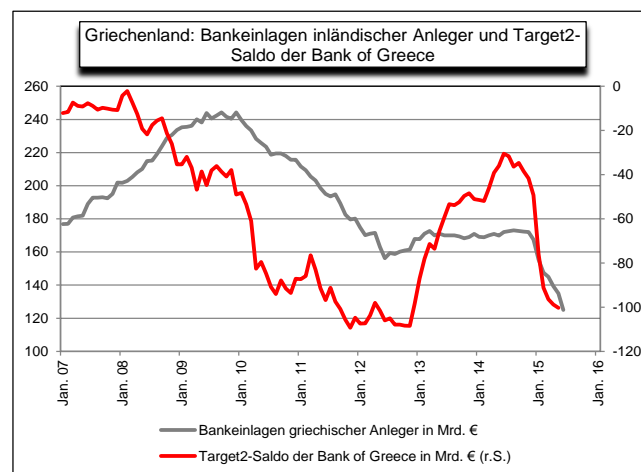
Wie geht es weiter an den Aktienmärkten?

Nach einem fulminanten Start in das Jahr 2015 hat sich an den Aktienmärkten in den vergangenen Wochen Ernüchterung breit gemacht. Das zweite Quartal 2015 war insbesondere für europäische Aktien kein Gutes und brachte die schlechteste Wertentwicklung in den letzten drei Jahren mit sich. Die gute Nachricht ist aber, dass Anleger trotzdem seit Jahresbeginn noch ein ordentliches Plus verzeichnen können. Der DAX weist ein Plus von rund 13% auf, der Euro Stoxx 50 eines von 10%. Innerhalb der Eurozone haben sich die Börsen in Irland und Italien seit Jahresbeginn am besten entwickelt (~+18%), außerhalb der Eurozone weisen Dänemark (OMX Kopenhagen: +26%) und Norwegen (Oslo SE: +16%) überdurchschnittliche Wertzuwächse auf. Vergleichsweise schwach haben sich Aktien aus den USA, Großbritannien und der Schweiz entwickelt, die relevanten Indizes liegen zum Teil leicht im Minus. Europäische Anleger profitieren allerdings von der Stärke der jeweiligen Landeswährung, so dass in Euro gerechnet Kurszuwächse von rund 10% erzielt werden konnten.

Im zweiten Quartal hatten die Aktienmärkte von zwei Seiten Gegenwind: zum einen von steigenden Kapitalmarkrenditen, zum anderen von der sich im Laufe der letzten Zeit immer weiter zuspitzenden Griechenland-Krise, die die Märkte in ihren Bann gezogen hat. Eigentlich würden wir diese „Unendliche Geschichte“ gerne ad acta legen, doch auch in den kommenden Tagen werden die politischen Nachrichten aus Athen das Börsengeschehen vermutlich dominieren. Denn am Sonntag wird die griechische Bevölkerung darüber abstimmen, ob sie den Reformbedingungen der europäischen Geldgeber zustimmt („Ja“) oder ob sie diese ablehnt („Nein“). Der griechische Premierminister Tsipras und sein Finanzminister Varoufakis haben ihre politische Zukunft mit diesem Referendum verbunden, indem sie ihren Rücktritt für den Fall angekündigt haben, dass die griechische Bevölkerung ihrer Empfehlung mit „nein“ zu stimmen, mehrheitlich nicht folgt.

Es stellt sich jedoch die Frage, ob man am kommenden Montag tatsächlich viel schlauer sein wird. Die Meinungsumfragen zum Ausgang des Referendums lassen im Augenblick keine Schlussfolgerung im Hinblick auf das Abstimmungsergebnis zu. Je nach Umfrage liegen mal die Befürworter und mal die Gegner vorne, wobei es noch eine hohe Zahl von Unentschlossenen gibt. Ob am Ende in der griechischen Bevölkerung der Ärger über die Unfähigkeit der eigenen Regierung die Oberhand gewinnt oder der Nationalstolz, sich für neue Kredite nicht „erpressen“ zu lassen, ist nicht zu prognostizieren. Bei einem „Nein“ sieht die griechische Regierung ihre eigene Verhandlungsposition zwar gestärkt, doch stellt sich die Frage, mit wem sie dann überhaupt verhandeln will. Dass sich Europa mit einer weitgehend isolierten und diskreditierten griechischen Regierung an einen Tisch setzt, ist kaum vorstellbar, zumal viele europäische Politiker – unter anderem aus Deutschland, aber vor allem auch aus den kleineren Mitgliedsländern – erklärt haben, dass ein „Nein“ zum „Grexit“ führen werde. Allerdings sehen die EU-Verträge keine direkte

Möglichkeit vor, die Eurozone freiwillig zu verlassen oder von ihr ausgeschlossen zu werden. Ein Mitgliedsland kann jedoch aus der EU austreten, so dass es dann gleichzeitig auch nicht mehr Mitglied der Währungsunion ist. Dieser formale rechtliche Weg erfordert jedoch sehr viel Zeit. Ein schnellerer „Grexit“ könnte dann erfolgen, wenn die Europäische Zentralbank der griechischen Notenbank untersagt, den dortigen Geschäftsbanken weitere Notkredite (ELA = Emergency Liquidity Assistance) zur Verfügung zu stellen. Eigentlich dürfen ELA-Kredite nur vorübergehend an solvente Finanzinstitute vergeben werden, wobei die mit diesen Krediten verbundenen Kosten und Risiken allein von der nationalen Notenbank zu tragen sind. Die griechischen Banken bekommen allerdings schon seit Februar diese Nothilfe, und angesichts der zuletzt erfolgten massiven Mittelabflüsse stellt sich zudem die Frage, ob die Solvenz des griechischen Bankensystems überhaupt noch gewährleistet ist. Sollten die ELA-Kredite von der EZB nach dem Referendum nicht noch weiter angehoben (das derzeitige Volumen beläuft sich auf rund 90 Milliarden Euro) oder sogar zurückgefordert werden, wäre dies gleichbedeutend mit der Pleite aller griechischen Geschäftsbanken. Um diese zu rekapitalisieren, müsste die Bank of Greece eine eigene Währung einführen, die sie selbst drucken kann. Dies wäre dann de facto der „Grexit“ durch die Hintertür.



Im Falle eines „Nein“-Votums dürfte es am Montagmorgen an den Börsen turbulent werden, da die „Grexit“-Wahrscheinlichkeit deutlich zunähme und ein solches Szenario zumindest kurzfristig die Unsicherheit erhöhen würde. Umgekehrt bei einem „Ja“: Die Aussicht auf einen Verbleib Griechenlands im Euroraum, der dann vermutlich mit einer neuen Regierung in Athen auszuhandeln wäre, dürfte zu einer Erleichterungsrallye führen. Aber selbst bei einem „Nein“ und der damit verbundenen höheren Wahrscheinlichkeit eines Ausscheidens Griechenlands aus der Währungsunion sollte eine negative Börsenreaktion nur kurzfristiger Natur sein.

Um den wirtschaftlichen Einfluss Griechenlands in die richtige Perspektive zu rücken: Kommt es zu einem „Grexit“, werden unserer Ansicht nach die globalen realwirtschaftlichen Auswirkungen überschaubar bleiben, da die griechische Wirtschaft einen Anteil von weniger als 2%

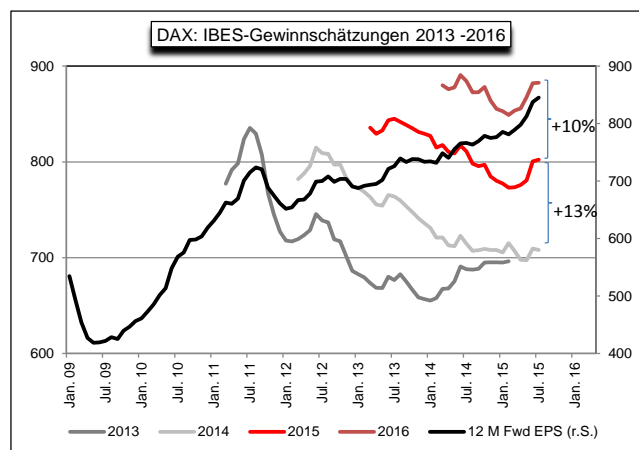
an der des gesamten Euroraumes bzw. einen Anteil von 0,2% an der Weltwirtschaft hat. Einen Vergleich mit der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008, die das globale Finanzsystem und die Weltwirtschaft in eine schwere Krise stürzte, halten wir für irreführend, da die griechische Volkswirtschaft von der Größe her ungefähr vergleichbar ist mit der Vietnams, Bangladeschs oder Kuwaits. Oder um im eigenen Land zu bleiben: Die Wirtschaftsleistung Griechenlands entspricht ungefähr der von Hamburg zusammen mit Schleswig Holstein. Für Griechenland selbst würde die Einführung einer neuen Währung allerdings einen tiefen Einschnitt bedeuten. Da das Land viele Güter importieren muss, würde eine massive Abwertung die Wirtschaft besonders negativ betreffen. Gleichzeitig würde das Land von einer Abwertung zunächst kaum profitieren, da nur wenige wettbewerbsfähige Exportgüter hergestellt werden. Eine scharfe Rezession wäre also unvermeidbar.

Entscheidend für die Kapitalmarktreaktion auf einen möglichen „Grexit“ ist es, mögliche Ansteckungseffekte zu vermeiden. Hier gilt es vor allem zu beobachten, wie sich die Renditen von Staatsanleihen aus Ländern wie Portugal, Spanien, Italien und Irland entwickeln. Würden Anleger davon ausgehen, dass auch diese Länder irgendwann einmal den Euro verlassen (müssen), könnten sie eine dauerhaft höhere Risikoprämie in Form höherer Anleihenrenditen verlangen. Diese würden als Ausgleichsfaktor für eine mögliche Währungsabwertung dienen. Da aber die genannten Länder im Unterschied zu Griechenland in den vergangenen Jahren Reformen umgesetzt haben, hat sich dort die wirtschaftliche Situation deutlich verbessert. Für den Fall, dass Marktteilnehmer dennoch auf einen Zusammenbruch der Währungsunion spekulieren, können zudem der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) über die Bereitstellung von Finanzhilfen und die Europäische Zentralbank über den Kauf von Staatsanleihen stabilisierend eingreifen.

Während für Griechenland somit der „final countdown“ läuft, stellen sich die Rahmenbedingungen für die internationalen Aktienmärkte unseres Erachtens mehrheitlich, wenn auch nicht uneingeschränkt positiv dar. In Hinblick auf die globale Konjunkturentwicklung ist festzustellen, dass sich sowohl in den Ländern der Eurozone (bis auf Griechenland) als auch in den USA die Wirtschaftsdaten zuletzt fast kontinuierlich verbessert haben. Angesichts der Bedeutung, die diese beiden Länder bzw. Regionen für die Weltwirtschaft haben, ist dies wichtig und erfreulich. Die USA haben die konjunkturelle Schwächephase, die zu Jahresbeginn zu beobachten war, weitgehend hinter sich gelassen. Als Wachstumsmotoren erweisen sich dabei vor allem der private Verbrauch, der von der anhaltenden Erholung des Arbeitsmarktes und der besseren Lohnentwicklung profitiert, und der Immobilienmarkt. Ein potenzieller Belastungsfaktor für die US-Börsen ist die Erwartung, dass die amerikanische Notenbank noch in diesem Jahr – vermutlich im September – die Zinsen erhöhen wird. Da vor allem im Vorfeld der ersten Zinserhöhung die Verunsicherung der Marktteilnehmer hinsichtlich Ausmaß und Geschwindigkeit einer geldpolitischen Wende in der Vergangenheit besonders groß war, könnte dies für die US-Börsen bedeuten, dass man zunächst im Stop-and-Go-Modus verbleibt, zumal

auch die Aktienmarktbewertungen durchaus anspruchsvoll sind.

In der Eurozone sind es einige der einstigen Sorgenkinder aus der Peripherie, die derzeit für positive Schlagzeilen sorgen. Dies gilt vor allem für Spanien und Irland, die in diesem Jahr mit einem realen Wirtschaftswachstum von rund 3% die Wachstumsmotoren der Eurozone sein werden. Aber auch in Italien und Frankreich deuten Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes auf ein stärkeres wirtschaftliches Wachstum in diesem Jahr hin. Da der Inflationsdruck alles in allem moderat bleiben dürfte, ist von Seiten der EZB auf absehbare Zeit keine Veränderung der Geldpolitik zu erwarten. Auch aus diesem Grund halten wir an unserer positiven Aktienmarkteinschätzung fest.



Unseres Erachtens bleiben europäische Aktien besonders attraktiv, nicht zuletzt auch deswegen, weil sich die Gewinnerwartungen in dieser Region am stärksten verbessert haben. Dies gilt besonders für die DAX-Unternehmen. Da sich die Bewertungen in den vergangenen Wochen wieder deutlich ermäßigt haben (seit Mitte April ist das KGV von 15,4 auf zuletzt 13,0 gesunken), sehen wir durchaus ein erhebliches Kurspotenzial für die zweite Jahreshälfte. Um unser Kursziel von 12.900 Punkten zu erreichen, müsste sich das KGV bei unveränderten Gewinnerwartungen auf 14,5 erhöhen. Wichtiger als eine Punktprognose, deren Erreichen nicht zuletzt stark vom Zufall abhängt, ist die Aussage, dass die Chancen am Aktienmarkt für höhere Kurse definitiv gegeben sind.

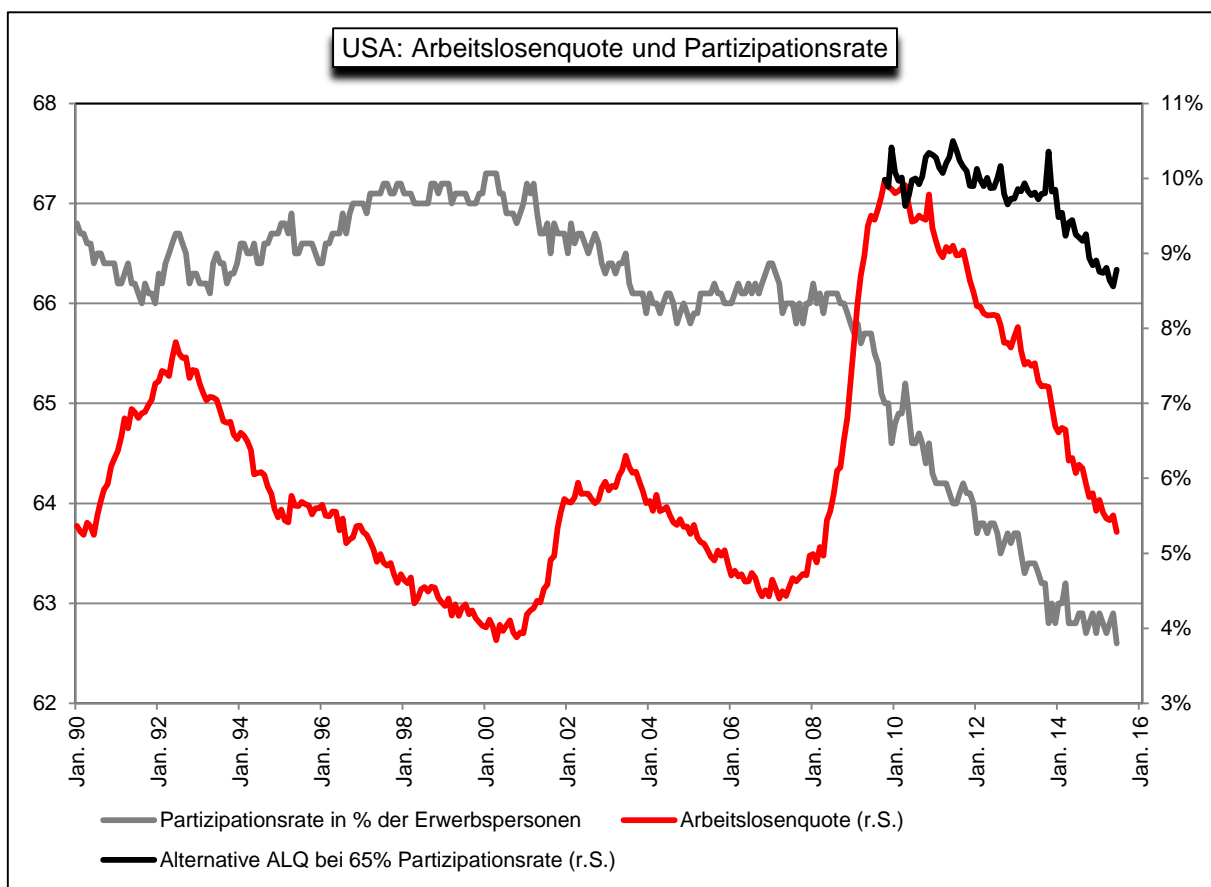
Einen Negativfaktor gilt es dabei jedoch im Auge zu behalten: Die vergleichsweise schwache wirtschaftliche Entwicklung in vielen Schwellenländern. Vor allem in Asien und in Lateinamerika läuft die Konjunktur derzeit alles andere als rund. Größere Sorgen als die scharfe Korrektur an den chinesischen Börsen, die wir nicht überbewerten wollen – schließlich sind die Kurse in den vergangenen Monaten auch exorbitant stark angestiegen –, bereitet uns die Tatsache, dass China es schwer haben wird, sein Wachstumsziel von 7% in diesem Jahr zu erreichen. Dass die Einkaufsmanagerindizes in Taiwan, Indonesien und Südkorea allesamt deutlich unter der 50-Punkte-Marke liegen, deutet darauf hin, dass die Konjunkturlage in China vielleicht prekärer ist, als es die offiziellen Daten von dort zeigen. Insofern ist man gut beraten, bei Aktien von Unternehmen mit einem starken Schwellenländerbezug derzeit mehr Vorsicht walten zu lassen.

Wochenausblick für die Zeit vom 6. bis 10. Juli 2015

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge, m/m	-2,7%	-0,9%	0,9%	1,4%	0,3%		06. Juli
D: Auftragseingänge, y/y	-0,3%	-1,2%	1,9%	0,5%	4,4%		06. Juli
D: Industrieproduktion, m/m	-0,1%	0%	-0,5%	0,8%	0,2%		07. Juli
D: Industrieproduktion, y/y	0,4%	0,1%	-0,1%	0,6%	2,7%		07. Juli
D: Handelsbilanz, Mrd. Euro	19,9	20,2	20,7	24,0	22,1		09. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: US-Arbeitsmarkt erholt sich weiter



Am Kapitalmarkt wird derzeit jeder US-Arbeitsmarktbericht mit Argusaugen begutachtet: Marktteilnehmer erhoffen sich, aus dem Bericht Hinweise auf den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung der Fed ableiten zu können. Wenn man denn der eher auf wackeligen Füßen stehenden Statistik auf Monatsbasis einen hohen Erklärungsgehalt beimessen will, dann sprechen die Juni-Werte weiterhin lediglich für moderate Zinssteigerungen in den kommenden Quartalen. Die Arbeitslosenquote ist gegenüber dem Vormonat gefallen und liegt nunmehr nur noch bei 5,3%. Gleichzeitig hat die Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft („Nonfarm Payrolls“) um 223.000 Arbeitnehmer zugenommen. Beide Zahlen lagen im Rahmen der Analystenschätzungen. Allerdings sind die Nonfarm Payrolls der beiden Vormonate nach unten revidiert worden, so dass der Beschäftigungsaufbau im abgelaufenen Quartal insgesamt weniger stark ausgefallen ist. Zudem ist der Rückgang der Arbeitslosenquote teilweise darauf zurückzu-

führen, dass die Partizipationsrate erneut gefallen ist; es haben also weniger potenzielle Arbeitnehmer dem Arbeitsmarkt zur Verfügung gestanden als im Vormonat. Diese potenziellen Arbeitnehmer, die nicht arbeitslos gemeldet sind, fallen jedoch aus der Statistik für die Arbeitslosenquote hinaus. Dieser Trend ist bereits seit einiger Zeit zu beobachten und trägt dazu bei, dass die offiziell ausgewiesene Arbeitslosenquote die tatsächliche Entwicklung am Arbeitsmarkt überzeichnet. Wäre die Partizipationsrate seit der Finanzkrise unverändert geblieben, läge die Arbeitslosenquote derzeit knapp unter 9%. Ein weiterer Aspekt dürfte unseres Erachtens den Druck auf die Fed reduzieren, den Leitzins in den kommenden Quartalen stark anzuheben: Der Stundenlohn ist im Juni gegenüber dem Vormonat unverändert geblieben, so dass von dieser Seite aus zunächst geringere Gefahren für eine stark steigende Inflation ausgehen.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	02.07.2015	25.06.2015	01.06.2015	01.04.2015	31.12.2014
Aktienmärkte	16:55	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	17769	-0,7%	-1,5%	0,4%	-0,3%
S&P 500	2078	-1,1%	-1,6%	0,9%	0,9%
Nasdaq	5013	-1,9%	-1,4%	2,7%	5,9%
DAX	11121	-3,1%	-2,8%	-7,3%	13,4%
MDAX	19898	-2,0%	-3,5%	-4,5%	17,5%
TecDAX	1661	-2,1%	-2,2%	2,9%	21,1%
EuroStoxx 50	3462	-4,1%	-3,2%	-6,8%	10,0%
Stoxx 50	3331	-2,7%	-3,4%	-3,4%	10,9%
SMI (Swiss Market Index)	8964	-0,9%	-3,3%	-1,9%	-0,2%
Nikkei 225	20523	-1,2%	-0,2%	7,8%	17,6%
Brasilien BOVESPA	53116	-0,1%	0,2%	1,5%	6,2%
Russland RTS	935	-0,7%	-2,0%	2,6%	18,2%
Indien BSE 30	27946	0,2%	0,3%	-1,1%	1,6%
China Shanghai Composite	3912	-13,6%	-19,0%	2,7%	20,9%
MSCI Welt (in €)	1747	-1,1%	-3,2%	-2,7%	11,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	972	-0,8%	-4,5%	-4,3%	11,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	150,96	9	-429	-798	-491
Bobl-Future	129,57	34	74	13	-71
Schatz-Future	111,31	9	14	8	22
3 Monats Euribor	-0,01	0	0	-3	-9
3M Euribor Future, Dez 2015	0,02	0	0	2	0
3 Monats \$ Libor	0,28	0	0	1	3
Fed Funds Future, Dez 2015	0,31	0	-2	-6	0
10-jährige US Treasuries	2,38	-1	19	51	21
10-jährige Bunds	0,86	0	33	69	32
10-jährige JGB	0,52	6	11	14	18
US Treas 10Y Performance	551,08	-0,2%	-1,8%	-4,3%	-1,2%
Bund 10Y Performance	565,29	0,4%	-2,6%	-5,9%	-2,1%
REX Performance Index	468,68	0,3%	-0,8%	-1,5%	-0,7%
Hypothekenzinsen USA	4,02	0	15	33	19
IBOXX AA, €	1,40	2	36	62	51
IBOXX BBB, €	2,15	6	45	73	36
ML US High Yield	6,89	21	40	28	-5
JPM EMBI+, Index	699	-0,3%	-1,3%	-1,4%	1,1%
Wandelanleihen Exane 25	6762	0,4%	-2,0%	-2,0%	4,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	431,49	1,7%	1,9%	2,1%	-3,6%
MG Base Metal Index	275,02	-0,4%	-4,0%	-3,8%	-9,5%
Rohöl Brent	61,80	-3,0%	-2,6%	13,1%	7,8%
Gold	1163,70	-0,9%	-2,7%	-3,1%	-1,9%
Silber	15,62	-1,4%	-7,5%	-7,4%	-0,8%
Aluminium	1688,75	0,2%	-2,0%	-4,9%	-7,5%
Kupfer	5765,75	0,2%	-4,1%	-5,0%	-9,5%
Eisenerz	59,00	-4,1%	-2,5%	13,5%	-18,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	794	-4,2%	34,8%	33,2%	1,5%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1107	-0,9%	1,5%	3,3%	-8,5%
EUR/ GBP	0,7109	-0,1%	-0,8%	-2,1%	-8,4%
EUR/ JPY	136,66	-1,3%	0,6%	5,7%	-5,9%
EUR/ CHF	1,0475	-0,3%	1,4%	0,5%	-12,9%
USD/ JPY	123,18	-0,4%	-1,3%	2,8%	2,9%

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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.