

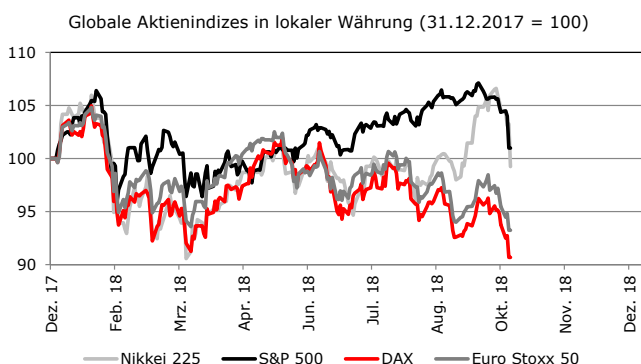


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

11. Oktober 2018

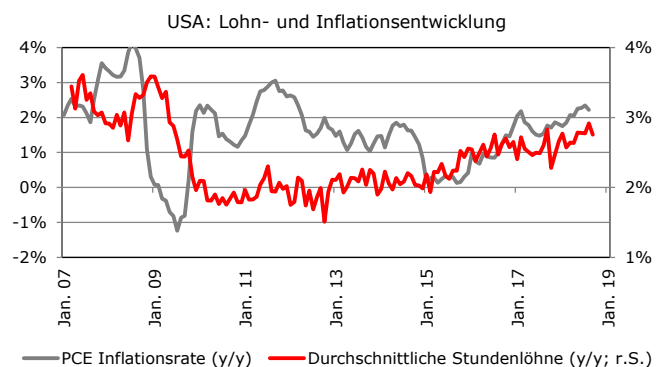
Droht das Ende der Hausse an den Aktienmärkten?

Das Wetter beschert uns derzeit zwar einen goldenen Oktober, doch mit Blick auf die Aktienmärkte herrscht Tristesse. Nachdem die Börsen in Europa und in den Schwellenländern schon seit geraumer Zeit den Rückwärtsgang eingelegt haben, kam es nun auch an den US-Aktienmärkten zu einer scharfen Kurskorrektur. Vor allem Technologiewerte, die die in diesem Jahr so positive Wertentwicklung der US-Aktien getragen haben, stehen besonders unter Druck. Die im Nasdaq-Index enthaltenen Unternehmen haben im Oktober bislang fast zehn Prozent an Wert eingebüßt. Der DAX hat seit Monatsbeginn rund sechs Prozent verloren, seit Jahresbeginn beläuft sich das Minus auf gut zehn Prozent. Worauf ist der Kursrutsch zurückzuführen und wie sind die weiteren Aussichten zu beurteilen?



Einen unmittelbaren Auslöser für den aktuellen Ausverkauf an den Aktienmärkten zu finden, fällt uns schwer. In den USA ist der Stimmungsumschwung der vergangenen Tage auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Der wichtigste Grund ist wohl darin zu sehen, dass viele Anleger stärkere Zinserhöhungen der US-Notenbank befürchten, die zwangsläufig zu einem Abwürgen der

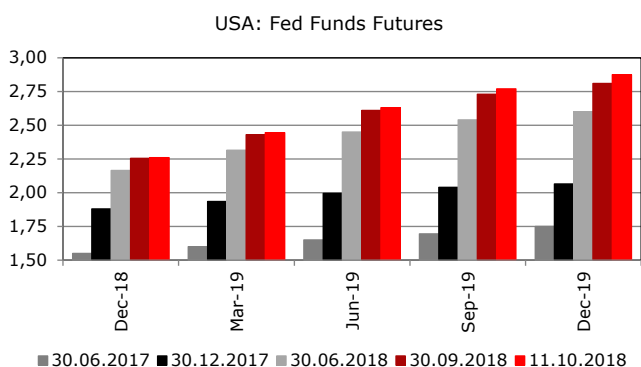
bislang noch sehr gut laufenden US-Wirtschaft führen würde. Die jüngsten Äußerungen von Fed-Präsident Powell, dass die US-Notenbank noch weit von einer neutralen Zinspolitik entfernt sei, wurde als klare Ansage verstanden, dass es mehr oder weniger automatisch zu einer weiteren Straffung der Geldpolitik kommen wird und dass diese stärker ausfallen könnte, als es bislang erwartet wurde. Aus unserer Sicht gibt es jedoch wenig konkrete Hinweise, die für ein aggressiveres Vorgehen der Notenbank sprechen. Dies wäre in erster Linie dann zu erwarten, wenn die Inflationsrate ansteigen würde. Doch obwohl die Arbeitslosenquote mit zuletzt 3,7 Prozent fast das niedrigste Niveau der letzten 50 Jahre erreichte, hat der Lohnruck kaum zugenommen. Die Stundenlöhne liegen 2,8 Prozent höher als im Vorjahr, die Lohnstückkosten sind in den ersten drei Quartalen um 1,5 Prozent angestiegen. Von daher ist die Befürchtung, dass die US-Wirtschaft kurz vor einer nachhaltigen Überhitzung steht, wenig stichhaltig.



Zudem könnte es gut sein, dass die Marktteilnehmer zu viel in die Worte des Fed-Präsidenten hinein interpretiert haben. Denn wenn man sich die Projektionen der

Notenbank von Ende September für das voraussichtliche Wachstum, die Inflationsrate und die Zinsentwicklung der nächsten Jahre genau anschaut, dann findet man wenig Aufregendes. So hat sich an der Zinsprognose der Offenmarktausschussteilnehmer im Vergleich zum Juni nichts geändert. Für Ende 2018 wird ein Leitzins von 2,25-2,5 Prozent erwartet (dies entspricht noch einer weiteren Zinserhöhung), Ende 2019 soll dieser bei 3-3,25 Prozent (drei weitere Zinsschritte) und Ende 2020 bei 3,25-3,5 Prozent liegen. Langfristig geht das Gremium von einem Leitzins von drei Prozent aus, diese Einschätzung ist seit Juni 2016 mehr oder weniger unverändert geblieben. Die Marktteilnehmer schenken der Fed-Prognose für 2019 mittlerweile relativ großes Vertrauen, wie die Fed Funds Futures zeigen, wobei der letzte Zinsschritt der Notenbank für 2019 noch nicht vollständig eingepreist ist.

Dies deutet darauf hin, dass das weitere Zinssteigerungspotenzial begrenzt ist, sofern es nicht zu einem überraschenden Anstieg der Inflation kommt. Wir gehen davon aus, dass die für die Notenbank relevante PCE-Inflationsrate von 2,0 in diesem auf 1,7 Prozent im nächsten Jahr sinken wird. Da sich zudem das reale Wirtschaftswachstum von 3,0 auf 2,7 Prozent verlangsamen dürfte, besteht wenig Anlass dafür, eine verschärfte Gangart der US-Geldpolitik zu befürchten. Von daher könnten sich die Zinssorgen bald schon wieder verflüchtigen.



Steigende Zinsen sind aber nur ein Belastungsfaktor, dem sich die Aktienmärkte im Moment ausgesetzt sehen. Im Vorfeld der nun beginnenden Berichtssaison für das dritte Quartal ließen Nachrichten aufhorchen, dass mehr Unternehmen als üblich vor einer schwächeren Gewinnentwicklung warnen. Neben höheren Zinsen könnten dabei auch höhere Lohn- und Rohstoffkosten eine Rolle spielen, die zu einem stärkeren Druck auf die Margen beitragen. Darüber hinaus könnten sich auch in den USA der Fachkräftemangel und die Unsicherheiten

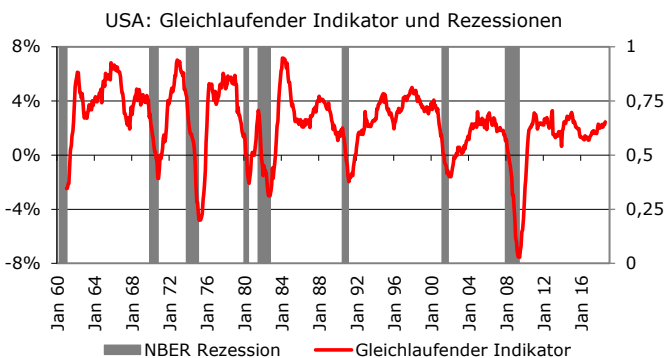
hinsichtlich der zukünftigen Handelsbeziehungen der USA mit China und anderen Ländern negativ bemerkbar machen. Die wenigen Unternehmen, die schon ihre Zahlen für das dritte Quartal vorgelegt haben, lassen allerdings nicht erkennen, dass sich an dem positiven Trend der vergangenen Quartale etwas geändert hat. Von 25 Firmen aus dem S&P 500 haben bislang 84 Prozent besser als erwartete Gewinne berichtet. 64 Prozent der Unternehmen haben zudem die Umsatzerwartungen übertroffen. Doch trotz dieser positiven Zahlen, die darauf hindeuten, dass sich das Gewinnwachstum im Vergleich zum Vorjahr auf gut 20 Prozent belaufen dürfte, haben nur 12 Prozent der Aktienkurse dieser Unternehmen positiv reagiert. Dies ist ein historischer und vom Ausmaß her außergewöhnlicher Negativrekord! Im Mittel reagieren im Laufe einer Berichtssaison 52 Prozent der Kurse positiv auf die vorgelegten Quartalszahlen, wobei der bislang geringste Wert bei 43 Prozent lag. Auch dies spricht dafür, dass die US-Aktienmärkte über ein deutliches Aufholpotenzial verfügen, sofern auch die nächsten Berichte mehrheitlich positiv ausfallen und vor allem die Ausblicke nicht enttäuschen.

Die weitere Gewinnentwicklung wird dabei entscheidend von den makroökonomischen Rahmenbedingungen bestimmt werden. So hat der Internationale Währungsfonds in dieser Woche seinen neuen *World Economic Outlook* veröffentlicht. Im Ergebnis wurde die globale Wachstumsprognose für dieses und nächstes Jahr von 3,9 auf 3,7 Prozent nach unten revidiert. Diese Prognoseanpassung ist nicht schön, aber auch kein Beinbruch solange dieses Wachstum erreicht wird. Denn im Endeffekt wird damit nur die Prognoseanhebung aus dem Januar dieses Jahres wieder rückgängig gemacht. Ausschlaggebend für die neue Prognose war das in der ersten Jahreshälfte geringere Wirtschaftswachstum in Großbritannien und der Eurozone sowie die konjunkturelle Schwäche in Schwellenländern wie Argentinien, Brasilien, Iran und der Türkei. Zudem haben sich die Handelsstreitigkeiten und die Einführung von Zöllen negativ auf die Investitionstätigkeit der Unternehmen und die globalen Exporte ausgewirkt. Dennoch heißt es im Fazit: „Overall, world economic growth is still solid compared with earlier this decade, but it appears to have plateaued.“

Es gibt jedoch einige zusätzliche Risiken, die dazu führen könnten, dass die Prognose zu optimistisch ist. Dazu gehören vor allem eine Ausweitung der Handelsstreitigkeiten, eine restriktivere Geldpolitik der Notenbanken

oder eine größere Risikoaversion der Anleger, die zu Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern führen könnte. Auch die Bewertung an den Aktienmärkten und die vergleichsweise hohen Schulden einiger Staaten und Unternehmen erhöhen die Anfälligkeit der Wirtschaft für exogene Schocks.

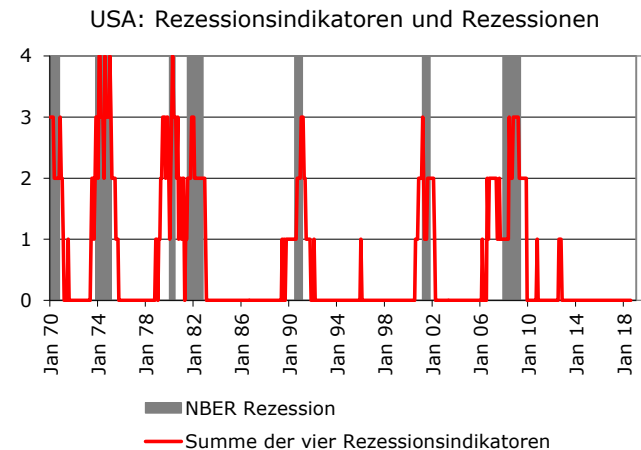
Trotz dieser Risiken gehen wir davon aus, dass sich der Aufschwung in den USA fortsetzen wird. Dafür sprechen zwei Rezessionsindikatoren, die wir sehr eng verfolgen. So kam es in der Vergangenheit immer dann zu einer Rezession, wenn die Jahresveränderungsrate des vom Wirtschaftsforschungsinstitut Conference Board ermittelten gleichlaufenden Indikators in den negativen Bereich abrutschte. Der Indikator bildet die Entwicklung von vier verschiedenen Zeitreihen ab: der Beschäftigung, der Industrieproduktion, den verfügbaren Einkommen und der Umsatzentwicklung. In den vergangenen Monaten ist die Veränderungsrate des Indikators aber nicht gesunken sondern angestiegen.



Zudem schauen wir auf einen weiteren Indikator, der aus vier anderen Einzelkomponenten besteht: der Steilheit der Zinsstrukturkurve (10 Jahre minus drei Monate), der Differenz der Einkaufsmangerkomponenten Aufträge versus Lagerbestände, der Jahresveränderungsrate des Frühindikators von Conference Board sowie der Veränderung der Arbeitslosenquote. Auch dieser Indikator signalisiert, dass im Moment keine Rezessionsgefahr besteht.

In Europa sind dagegen die konjunkturellen Risiken größer als in den USA. Dies liegt an der stärkeren Exportabhängigkeit, aber auch an den Unsicherheiten die vom bevorstehenden Brexit ausgehen. Zudem drücken die eigenwilligen Budgetpläne der italienischen Regierung sowie die Verwerfungen in der Automobilindustrie, die mit der Umstellung auf den neuen Abgastest WLTP zu tun haben, auf die Stimmung der Anleger. Die ökonomischen Risiken eines ungeordneten Brexits, aber auch einer weiteren Eskalation des Streits zwischen

Italien und dem Rest der Eurozone bzw. der EU lassen sich jedoch im Moment kaum bemessen.



Diese Unsicherheiten haben sich zum einen auf die Gewinnsschätzungen, zum anderen auf die Bewertungen der europäischen Aktienmärkte ausgewirkt. So haben die Unternehmensanalysten ihre Gewinnsschätzungen für die DAX-Unternehmen seit dem Sommer deutlich gesenkt. Für 2018 wird mittlerweile von einer Gewinnstagnation ausgegangen, 2019 sollen die Erträge dann aber um rund zehn Prozent ansteigen. Auf EPS-Basis sollen die Gewinne von 13 der 30 DAX-Unternehmen im Jahr 2018 sinken, dennoch wird erwartet, dass 16 Unternehmen einen neuen Rekordwert beim EPS erreichen. 2019 wird dagegen nur für zwei Firmen ein sinkendes EPS prognostiziert, während 19 Rekordwerte erreicht werden sollen. Zwar könnten sich die Einschätzungen für das kommende Jahr von der Größenordnung her als zu optimistisch erweisen, dennoch sollten die Gewinne ansteigen, solange es nicht zu einer Rezession kommt. Diese erwarten wir auch für Deutschland nicht. Zudem signalisiert das niedrige Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11,5, dass ein Sicherheitsabschlag für niedrigere Gewinne vorhanden ist.

Für den Anleger bedeutet dies, dass man sich temporär defensiver positionieren und die Aktienquote zugunsten von Kasse reduzieren sollte. Denn es wird noch eine Zeit dauern, bis sich die derzeitige große Unsicherheit wieder legt. Äußerungen der US-Notenbank, dass man nicht auf eine vorgefasste Richtung festgelegt sei, wären ebenso hilfreich wie eine positiv verlaufende Berichtssaison. Bleiben diese Dinge aus, könnte sich der Kursrutsch fortsetzen. Unsere Modelle, die wir zur Steuerung der Asset Allocation verwenden, signalisieren jedoch nicht, dass im Moment eine zu starke Vorsicht angebracht ist. Für ein allgemeines „Game over“ an den Aktienmärkten ist es also hoffentlich zu früh.

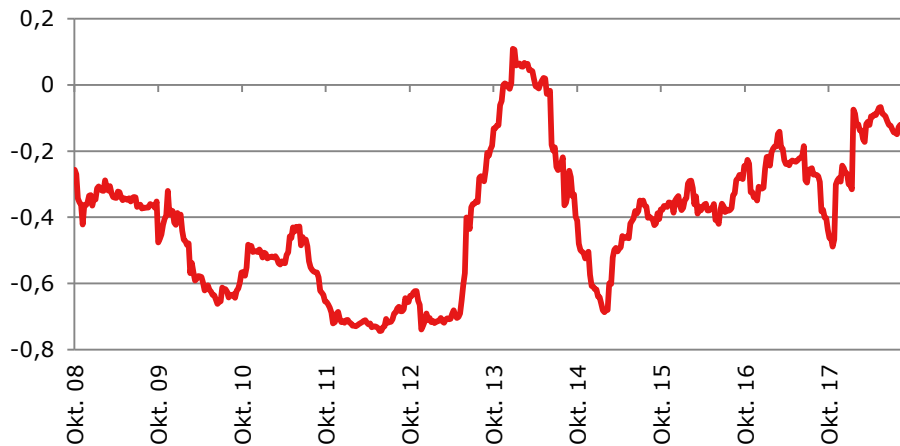
Wochenausblick für die Zeit vom 15. Oktober bis 19. Oktober 2018

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-8,2	-16,1	-24,7	-13,7	-10,6	-11,8	16. Oktober
D: ZEW Lageeinschätzung	87,4	80,6	72,4	72,6	76,0	74,3	16. Oktober
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%	2,1%		17. Oktober
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	1,1%	0,9%	1,1%	1,0%	0,9%		17. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Korrelation nähert sich der Nulllinie

Korrelation S&P 500 und US Treasuries Index



Normalerweise bewegen sich Aktien- und Anleihekurse invers zueinander. D.h. bei fallenden Aktienkursen steigen die Kurse von Anleihen und vice versa. Bei zunehmenden Risiken werden Aktien verkauft und sichere (Staats-)Anleihen gekauft, so die einfache Erklärung. Ein lange Zeit zu beobachtender Zusammenhang hat in den letzten Handelstagen in den USA nicht mehr gegolten. Die negative Korrelation der Zeitreihen nähert sich damit der Nulllinie. Doch wie kommt es zu dieser Entwicklung bzw. was ist passiert? Zum einen haben die Zinsschritte der Fed sowie die expansive Fiskalpolitik der USA zu steigenden Renditen für US-Treasuries geführt. Zum anderen haben aber auch die Sorgen vor einem Überschießen der Inflation und damit niedrigeren realen Zinsen zugenommen. Besonders letzterer Faktor dürfte zuletzt zum Renditeanstieg beigetragen haben. Mit dem Anstieg der Zinsen steigen auch die Refinanzierungskosten für Unternehmen und damit sinkt deren

Profitabilität. Zur gleichen Zeit spiegeln sich steigende Zinsen in einem höheren Diskontierungsfaktor wider, was den Barwert der künftigen Zahlungsströme und damit den „fairen Aktienkurs“ reduziert. Besonders zwei Punkte werden bei dieser Betrachtung jedoch vernachlässigt: Zum einen sind Unternehmensumsätze eine nominale Größe und dürften daher bei steigender Inflation ebenfalls wachsen. Zum anderen führen höhere Refinanzierungskosten nur sehr langsam zu einem Anstieg der durchschnittlichen Refinanzierungskosten - besonders wenn man die längeren Laufzeiten der Unternehmensschulden in den USA berücksichtigt. Deshalb scheint die aktuelle Bewegung übertrieben und zum Teil auf Sentiment zurückzuführen zu sein. Geht man dann noch davon aus, dass sich aktuelle Inflationsängste nicht bewahrheiten, sollte die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleiherenditen wieder zunehmen.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	11.10.2018	04.10.2018	10.09.2018	10.07.2018	10.10.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	18:15	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	25497	-4,2%	-1,4%	2,3%	11,7%	3,1%
S&P 500	2767	-4,6%	-3,8%	-1,0%	8,5%	3,5%
Nasdaq	7422	-5,8%	-6,3%	-4,3%	12,7%	7,5%
DAX	11539	-5,8%	-3,7%	-8,5%	-10,9%	-10,7%
MDAX	23787	-7,2%	-9,7%	-9,8%	-7,9%	-9,2%
TecDAX	2548	-9,2%	-12,4%	-9,3%	2,0%	0,7%
EuroStoxx 50	3209	-4,9%	-3,0%	-7,6%	-10,8%	-8,4%
Stoxx 50	2913	-4,6%	-2,4%	-6,0%	-8,8%	-8,3%
SMI (Swiss Market Index)	8639	-5,0%	-3,3%	-1,5%	-6,8%	-7,9%
FTSE 100	7007	-5,5%	-3,7%	-8,9%	-7,0%	-8,9%
Nikkei 225	22591	-5,8%	1,0%	1,8%	8,5%	-0,8%
Brasilien BOVESPA	83455	0,6%	9,2%	11,5%	8,5%	9,2%
Russland RTS	1124	-3,2%	7,7%	-6,5%	-0,9%	-2,6%
Indien BSE 30	34001	-3,3%	-10,3%	-6,2%	6,5%	-0,2%
China Shanghai Composite	2583	-8,4%	-3,2%	-8,6%	-23,6%	-21,9%
MSCI Welt (in €)	2089	-4,1%	-2,5%	-1,0%	5,3%	2,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	986	-3,1%	-2,6%	-7,3%	-9,7%	-11,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	157,88	-16	-181	-450	-360	-380
Bobl-Future	130,63	17	-53	-141	-65	-98
Schatz-Future	111,81	6	-2	-22	-34	-16
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	0	0	-1	-9	0
3 Monats \$ Libor	2,43	2	9	9	107	73
Fed Funds Future, Dez 2018	2,27	0	3	6	64	0
10-jährige US Treasuries	3,17	-2	23	30	82	76
10-jährige Bunds	0,52	-2	11	20	8	10
10-jährige Staatsanl. Japan	0,15	0	3	12	9	10
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,09	1	14	17	14	22
US Treas 10Y Performance	550,28	0,2%	-2,1%	-2,4%	-5,5%	-5,4%
Bund 10Y Performance	608,65	-0,1%	-1,4%	-1,5%	0,5%	0,2%
REX Performance Index	481,92	0,2%	-0,4%	-0,6%	-0,1%	0,3%
IBOXX AA, €	0,90	0	9	14	15	22
IBOXX BBB, €	1,79	3	7	20	50	55
ML US High Yield	6,79	18	20	16	81	64
JPM EMBI+, Index	781	-0,4%	1,1%	-2,2%	-6,8%	-6,6%
Wandelanleihen Exane 25	7208	0,0%	-2,4%	-2,3%	-0,7%	-2,6%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	416,68	0,0%	0,7%	-5,0%	-2,6%	-3,6%
MG Base Metal Index	314,62	-3,1%	4,2%	-3,0%	-7,9%	-12,3%
Rohöl Brent	81,26	-5,3%	4,9%	3,0%	43,0%	22,0%
Gold	1219,97	1,4%	1,9%	-2,7%	-5,6%	-6,4%
Silber	14,32	-2,1%	0,9%	-11,1%	-16,6%	-15,8%
Aluminium	2040,00	-5,9%	-0,8%	-3,6%	-4,6%	-9,6%
Kupfer	6251,00	-0,6%	6,1%	-1,1%	-6,8%	-13,3%
Eisenerz	70,39	2,7%	3,3%	11,4%	17,0%	-1,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1493	-3,9%	0,7%	-4,0%	5,3%	9,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1576	0,6%	0,0%	-1,2%	-1,9%	-3,5%
EUR/ GBP	0,8766	-0,9%	-1,6%	-0,8%	-1,9%	-1,2%
EUR/ JPY	130,00	-1,0%	1,1%	-0,2%	-1,9%	-3,7%
EUR/ CHF	1,1475	0,6%	1,8%	-1,5%	-0,4%	-1,9%
USD/ CNY	6,8880	0,3%	0,4%	3,8%	4,7%	5,9%
USD/ JPY	112,28	-1,4%	1,0%	1,2%	-0,2%	-0,4%
USD/ GBP	0,7575	-1,3%	-1,4%	0,5%	0,1%	2,5%

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.