

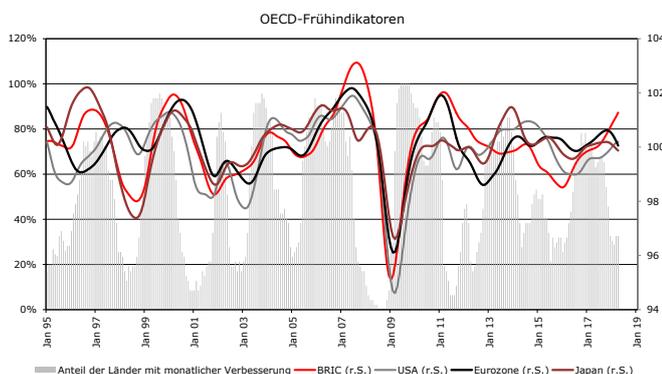


## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

21. Juni 2018

### Aktienmärkte: America First!

Seit Monaten halten politische Nachrichten Anleger und Aktienmärkte auf Trab. Seien es die Tweets von US-Präsident Trump, die Gefahr eines Handelskrieges zwischen den USA und ihren wichtigsten Handelspartnern oder die neue italienische Regierung, die Geld ausgeben möchte, das sie nicht hat: Die sprichwörtlichen kurzen Beine, die politische Börsen normalerweise haben, sind ganz schön lang geworden. Hinzu kommen enttäuschende Konjunkturdaten aus Deutschland und dem Rest der Eurozone sowie aus Japan.



Im Ergebnis zeigt sich, dass die Aktienmärkte im ersten Halbjahr so gut wie nicht vom Fleck gekommen sind. Die meisten europäischen Börsen weisen bislang eine leicht negative Wertentwicklung auf. Vor allem die Aktienkurse großer Unternehmen taten sich schwer, während sich kleinere börsennotierte Firmen, also die so genannten Small und Mid Caps, besser schlugen. Kaum anders sieht es in den Schwellenländern aus: Von den großen BRIC-Ländern hat nur der indische Aktienmarkt leicht zugelegt, während Brasilien, Russland und vor allem China deutlich im Minus liegen. Besser sieht es nur in den USA aus, wobei der Dow Jones 30 ein leicht-

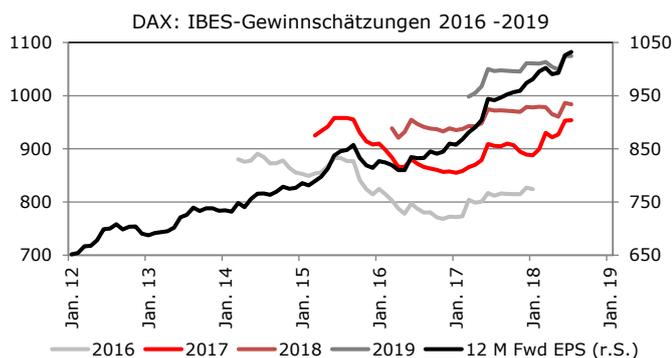
tes Minus und der S&P 500 ein kleines Plus aufweisen. Europäischen Anlegern wurde ihr US-Börsenengagement noch durch die Aufwertung des US-Dollar von gut drei Prozent versüßt. Die mit Abstand beste Wertentwicklung in diesem Jahr weisen die an der US-Technologiebörse Nasdaq notierten Aktien auf (+13 Prozent). Dass sich Techwerte vom allgemein schwierigen Umfeld absetzen konnten, zeigt auch der deutsche TecDAX (+12 Prozent).

Wie wird es im zweiten Halbjahr weitergehen? Der Schlüssel für die Aktienmarktentwicklung liegt vor allem in den Händen Donald Trumps. Das bedeutet für den Anleger, dass man sich auch in den nächsten Monaten auf erratische Kursentwicklungen einstellen muss. Waren die USA in den vergangenen Jahrzehnten der große Stabilisator für die Weltpolitik und die globale Wirtschaft, könnte der US-Präsident die „disruptiven“ Tendenzen zwischen den USA, seinen bisherigen Verbündeten und dem Rest der Welt verstärken. Nicht völlig zu Unrecht beklagt sich Trump darüber, dass die USA in der Vergangenheit einen überproportional großen Anteil an militärischen und wirtschaftlichen Kosten getragen haben, um die Weltgemeinschaft zusammenzuhalten. Zwar sind die USA in der Vergangenheit in fast allen Belangen von ihren militärischen und wirtschaftlichen Verbündeten unterstützt worden, allerdings war das Ausmaß der Kooperation nicht immer adäquat. Doch einseitige Schuldzuweisungen und der Blick in den Rückspiegel helfen nicht weiter. Um zukünftigen wirtschaftlichen und militärischen Krisen Herr zu werden, benötigt man starke Allianzen. Ob der Westen weiter von den USA angeführt werden wird, ist im Moment

# Konjunktur und Strategie

jedoch offener denn je – genauso wie eine Antwort auf die Frage, wer das möglicherweise entstehende Machtvakuum ausfüllen kann. Doch noch sind wir zuversichtlich, dass die USA auch unter Donald Trump ihre Führungsrolle weiterhin wahrnehmen werden – auch wenn die Rahmenbedingungen, unter denen die Vereinigten Staaten bereit sind, diese Verantwortung zu tragen, neu verhandelt werden müssen.

Aktienanleger sollten auf diese veränderten Rahmenbedingungen reagieren, was aber nicht bedeutet, Aktien den Rücken zu kehren. Schließlich ist der globale wirtschaftliche Aufschwung weiterhin intakt. Allerdings haben sich auch die ökonomischen Kräfteverhältnisse in der jüngsten Zeit verschoben, sodass wir unsere Wachstumsprognosen für die Eurozone und Japan nach unten und für die USA nach oben angepasst haben. Weniger Wachstum dynamik heißt jedoch nicht, dass ein starker Abschwung oder gar eine neue Rezession in diesen beiden Wirtschaftsregionen bevorstehen. Nur in diesem Fall würden wir zu einer deutlichen Reduzierung der Aktienquote raten. Vielmehr sollte sich die derzeitige Entwicklung als Delle im Konjunkturzyklus erweisen – unter der Voraussetzung, dass ein ausufernder Handelskrieg vermieden wird. Zunächst einmal dürften die europäischen Aktienmärkte aber unter einer längeren Phase der Unsicherheit leiden, sodass wir eine leichte Reduzierung der Investitionsquote in der Eurozone im Moment für angemessen halten.



Gegen eine zu defensive Positionierung in Europa sprechen das Wachstum der Unternehmensgewinne und die immer noch moderate Bewertung. So haben die in 12 Monaten erwarteten Gewinne der DAX-Unternehmen zuletzt ein neues Rekordniveau erreicht, wobei sich vor allem die Abschwächung des Euro positiv bemerkbar macht. Der US-Dollar sollte gegenüber dem Euro zunächst weiter von der wirtschaftlichen und politischen Nachrichtenlage profitieren, sodass eine weitere Auf-

wertung über unser Jahresendziel von 1,13 EUR/USD hinaus wahrscheinlicher geworden ist.

Die Probleme der Eurozone kennt die US-Wirtschaft hingegen nicht, sodass US-Aktien höher gewichtet werden sollten. Die Steuerreform, höhere Staatsausgaben und nicht zuletzt die Deregulierung wichtiger Wirtschaftszweige sorgen für konjunkturellen Rückenwind. In diesem Jahr werden die Gewinne der S&P 500-Unternehmen um mehr als 20 Prozent gegenüber dem Vorjahr ansteigen. Die in Kürze beginnende Berichtssaison für das zweite Quartal dürfte einmal mehr zeigen, dass die US-Unternehmen in der Lage sind, selbst diese optimistischen Prognosen zu übertreffen. „America First“ gilt von daher im Moment nicht nur bei Donald Trump, sondern auch bei der regionalen Allokation von Aktien.



Die Sorge, dass der stärkere US-Dollar und die Verlangsamung des globalen Wachstums deutliche Spuren in den Bilanzen der Unternehmen hinterlassen könnten, teilen wir nicht. So zeigen die Erwartungen der Analysten, dass im Gegensatz zur üblichen Verfahrensweise, die Prognosen im Vorfeld der Berichtssaison nach unten zu korrigieren, der Trend zu positiven Gewinnrevisio- nen bis zuletzt angehalten hat. Im Vergleich zum Vorjahresquartal werden die höchsten Steigerungsraten in den Sektoren Energie (+140 Prozent), Rohstoffe (+31 Prozent) und Technologie (+26 Prozent) prognostiziert. Rückläufige bzw. unterdurchschnittliche Zuwachsraten werden in den Branchen Versorger (-2,5 Prozent), Immobilien (+2,5 Prozent), zyklischer Konsum (+9 Prozent) und Gesundheit (+10 Prozent) erwartet. Zwar sind US-Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 16,6 auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Gewinne teurer als DAX-Titel (KGV von 12,6) oder Unternehmen aus dem Euro Stoxx 50 (KGV von 13,1), doch solange wir keine neue Rezession erwarten, halten wir die Bewertung nicht für alarmierend.

## Wochenausblick für die Zeit vom 25. Juni bis 29. Juni 2018

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	104,1	103,3	102,2	102,2	102,0		25. Juni
D: Ifo-Geschäftserwartungen	100,3	100,1	98,7	98,5	98,3		25. Juni
D: Ifo-Lageeinschätzung	108,0	106,7	105,8	10,06	105,8		25. Juni
D: GfK Konsumklima	11,0	10,8	10,9	10,8	10,7	10,5	28. Juni
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,5%	0,4%	0,0%	0,5%	0,2%		28. Juni
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,4%	1,6%	1,6%	2,2%	2,2%		28. Juni
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-0,1%	-0,4%	2,3%	-0,8%			29. Juni
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-21	-18	-7	-12	-4		29. Juni
D: Arbeitslosenquote	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%		29. Juni
E-19: M3, y/y	4,3%	3,7%	3,9%	3,9%			27. Juni
E-19: Geschäftsklima	1,48	1,44	1,39	1,45	1,41		28. Juni
E-19: Wirtschaftsvertrauen	114,3	112,8	112,7	112,5	112,0		28. Juni
E-19: Konsumentenvertrauen, final	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0		28. Juni
E-19: Industrievertrauen	8,8	7,0	7,3	6,8	6,5		28. Juni
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,1%	1,3%	1,3%	1,9%	2,0%		29. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

## Chart der Woche: Die Attraktivität von Microcaps



Kleine Unternehmen schneiden an den Börsen über einen längeren Zeitraum fast immer besser ab als große Unternehmen. Je geringer also die Marktkapitalisierung, desto höher die Rendite. Ein Zusammenhang, der klar für eine Investition in Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung spricht. Wäre da nicht das Risiko. Kleine Unternehmen gelten als riskanter, so dass das höhere Risiko quasi der Preis ist, mit dem die höhere Rendite bezahlt wird. Die Überlegung ist erst einmal relativ einleuchtend, da kleine Unternehmen über weniger diversifizierte Geschäftsmodelle verfügen und damit anfälliger für Schwankungen sind. Ganz besonders sollte dies für die sehr kleinen Unternehmen (sog. Micro Caps) gelten. Und hier zeigt sich in der Tat eine deutlich höhere Schwankungsanfälligkeit dieser Aktien im Vergleich mit Large-Cap-Aktien. Der Risiko-Rendite Zusammenhang scheint also zu gelten. Interessant wird es

aber, wenn man sich die Indexeigenschaften von Large Caps und Micro Caps anschaut. Bezogen auf Europa zeigt sich nämlich, dass der MSCI Europe Micro Cap Index eine geringere Volatilität aufweist als der Large Cap Index MSCI Europe. Gleichzeitig ist die annualisierte Rendite des MSCI Europe Micro Cap seit 2007 mit 5,15% deutlich höher als für den MSCI Europe mit 3,63%. Die Ursache für die geringe Volatilität auf Indextebene bei den Micro Caps liegt in der geringen Korrelation der Einzeltitel untereinander. Diese ist bei den Micro Caps deutlich geringer als bei Large Caps. Dies ist auch inhaltlich logisch, wenn man bedenkt, dass viele dieser Unternehmen erfolgreiche Nischenplayer sind. Eine Investment in ein Portfolio von Micro Caps scheint also äußerst sinnvoll – auch wenn die Märkte mal stärker schwanken sollten.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	21.06.2018	14.06.2018	18.05.2018	20.03.2018	20.06.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	16:21	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24483	-2,8%	-0,9%	-1,0%	14,0%	-1,0%
S&P 500	2759	-0,8%	1,7%	1,5%	13,2%	3,2%
Nasdaq	7782	0,3%	5,8%	5,7%	25,8%	12,7%
DAX	12530	-4,4%	-4,2%	1,8%	-2,2%	-3,0%
MDAX	26277	-3,3%	-2,1%	1,7%	3,5%	0,3%
TecDAX	2804	-4,7%	-0,1%	4,7%	22,5%	10,9%
EuroStoxx 50	3413	-3,2%	-4,5%	0,0%	-4,1%	-2,6%
Stoxx 50	3046	-2,4%	-3,5%	1,8%	-4,8%	-4,2%
SMI (Swiss Market Index)	8501	-2,2%	-4,9%	-3,9%	-5,8%	-9,4%
FTSE 100	7570	-2,5%	-2,7%	7,2%	1,3%	-1,5%
Nikkei 225	22693	-0,2%	-1,0%	6,1%	12,2%	-0,3%
Brasilien BOVESPA	71296	-0,2%	-14,2%	-15,3%	17,3%	-6,7%
Russland RTS	1111	-2,7%	-5,3%	-11,6%	13,2%	-3,8%
Indien BSE 30	35432	-0,5%	1,7%	7,4%	13,2%	4,0%
China Shanghai Composite	2876	-5,5%	-9,9%	-12,6%	-8,4%	-13,0%
MSCI Welt (in €)	2118	0,2%	1,6%	6,4%	6,1%	4,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1093	-1,6%	-2,2%	-4,2%	4,4%	-2,3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	163,14	243	447	508	-178	146
Bobl-Future	132,23	76	115	157	-59	62
Schatz-Future	112,11	11	17	20	6	13
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,29	0	0	2	-10	0
3 Monats \$ Libor	2,33	0	0	8	104	64
Fed Funds Future, Dez 2018	2,19	0	-2	8	72	0
10-jährige US Treasuries	2,90	-5	-17	2	75	49
10-jährige Bunds	0,33	-10	-25	-25	7	-10
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	-1	-2	1	-1	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,03	-3	-13	-6	12	10
US Treas 10Y Performance	559,74	0,3%	1,0%	0,0%	-4,5%	-3,7%
Bund 10Y Performance	614,81	0,5%	1,9%	2,1%	0,6%	1,2%
REX Performance Index	484,82	0,7%	1,3%	1,2%	0,2%	0,9%
IBOXX AA, €	0,78	-6	-6	-2	4	11
IBOXX BBB, €	1,55	-4	1	13	25	31
ML US High Yield	6,41	1	-12	-16	39	26
JPM EMBI+, Index	782	-0,2%	-0,6%	-3,7%	-5,1%	-6,5%
Wandelanleihen Exane 25	7406	0,0%	-0,9%	1,2%	2,3%	0,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	445,16	-1,3%	0,1%	1,2%	0,5%	2,9%
MG Base Metal Index	347,21	-4,4%	-1,3%	0,9%	19,4%	-3,2%
Rohöl Brent	73,60	-3,2%	-7,1%	9,4%	61,1%	10,5%
Gold	1265,84	-3,0%	-2,0%	-3,6%	1,9%	-2,9%
Silber	16,35	-5,1%	-0,5%	1,1%	-0,5%	-3,9%
Aluminium	2166,50	-4,2%	-4,4%	5,5%	15,5%	-4,0%
Kupfer	6763,75	-5,7%	-0,9%	0,6%	20,1%	-6,2%
Eisenerz	65,01	-0,8%	-3,0%	-9,2%	18,8%	-8,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1373	-4,2%	7,9%	22,4%	62,1%	0,5%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1579	-1,3%	-1,7%	-5,7%	3,8%	-3,5%
EUR/ GBP	0,8743	0,1%	0,1%	-0,2%	-0,9%	-1,5%
EUR/ JPY	127,37	-1,4%	-2,5%	-2,6%	2,5%	-5,7%
EUR/ CHF	1,1496	-0,8%	-2,4%	-1,9%	5,9%	-1,8%
USD/ CNY	6,4945	1,4%	1,8%	2,5%	-4,9%	-0,2%
USD/ JPY	110,36	-0,2%	-0,4%	3,6%	-1,0%	-2,1%
USD/ GBP	0,7553	0,7%	1,8%	5,9%	-4,7%	2,2%

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 Veröffentlichungen des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.