



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

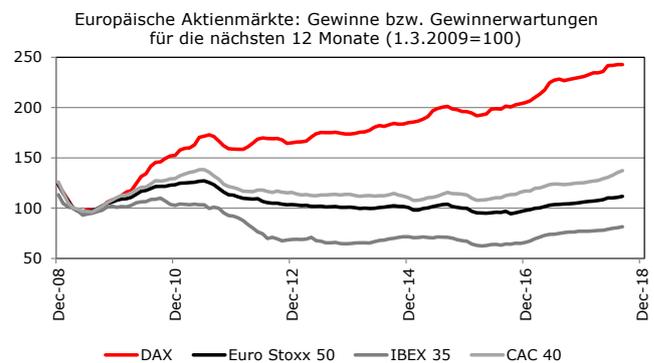
13. September 2018

DAX zu Unrecht im Krisenmodus

Das Investieren in die großen deutschen Unternehmen aus dem DAX war in diesem Jahr bislang alles andere als vergnügungssteuerepflichtig. Zwar gelang dem Deutschen Aktienindex ein sehr guter Start, und Ende Januar wurde mit 13.560 Punkten sogar eine neue Rekordmarke erreicht, doch seitdem ging es tendenziell bergab und der Index pendelte die meiste Zeit zwischen 12.000 und 13.000 Punkten. Aktuell weist der DAX seit Jahresbeginn ein Minus von rund sieben Prozent auf, das ist die schlechteste Wertentwicklung seit dem Jahr 2011. Selbst im europäischen Vergleich – der Stoxx 50 bzw. Euro Stoxx 50 weisen inklusive Dividendenzahlungen ein Minus von knapp drei Prozent auf – schneiden deutsche Blue Chips schwach ab. Worauf ist dies zurückzuführen und ist in absehbarer Zeit mit einer Verbesserung zu rechnen?

Um das Potenzial eines Aktienmarktes zu beurteilen, sollte man sich vor allem die fundamentalen Rahmenbedingungen anschauen, die Rückschlüsse auf die Gewinnentwicklung zulassen. Je besser die wirtschaftlichen Aussichten für eine Volkswirtschaft, desto besser ist üblicherweise die Entwicklung der Unternehmensgewinne der in dem untersuchten Wirtschaftsraum beheimateten Firmen. Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 ist die deutsche Wirtschaft stärker gewachsen als die der meisten anderen Länder innerhalb der Eurozone. Dies hat sich in einer dementsprechend besseren Gewinnentwicklung der DAX-Unternehmen niedergeschlagen. Im Vergleich zum Höhepunkt der Krise im März 2009 haben sich die Gewinne der DAX-Unternehmen um 142 Prozent erhöht, während die Gewinne im Euro Stoxx 50 nur um rund

12 Prozent zugelegt haben. Nur unwesentlich besser sieht es beim Stoxx 50 (+19 Prozent) bzw. Stoxx 600 (+55 Prozent) aus. Dank der höheren Gewinne weist der DAX auch eine wesentlich besser Wertentwicklung im Vergleich zu diesen Indizes auf.

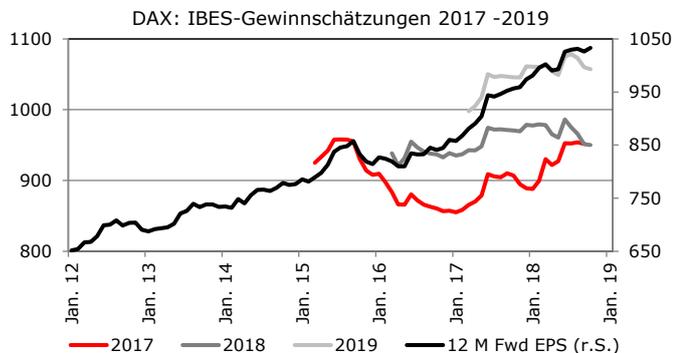


Genau hier liegt das Problem: Während noch am Jahresanfang für 2018 ein Gewinnanstieg von rund 10 Prozent für die DAX-Unternehmen prognostiziert wurde, haben die Analysten ihre Erwartungen in den letzten Monaten kontinuierlich reduziert. Mittlerweile ist man fast bei einer Gewinnstagnation im Vergleich zum Jahr 2017 angekommen. Von den 30 DAX-Unternehmen sollen 17 ihre Gewinne gegenüber dem Vorjahr steigern, für 13 Firmen werden jedoch sinkende Erträge prognostiziert. Die deutlichsten negativen Gewinnrevisionen hat es in den vergangenen sechs Monaten bei der Deutschen Bank (-63 Prozent), Deutsche Post (-25 Prozent), Continental (-15 Prozent), Bayer (-12 Prozent) und Thyssenkrupp (-12 Prozent) gegeben. Bei den Firmen im Euro Stoxx 50 wurden dagegen die Erwartungen für das Ertragswachstum nur von zehn auf sieben Prozent nach unten angepasst, während bei-

Konjunktur und Strategie

spielsweise für französische Unternehmen im CAC 40 die Schätzungen sogar von sieben auf elf Prozent angehoben wurden. Dies dürfte der entscheidende Grund für die bessere Wertentwicklung dieser Indizes sein.

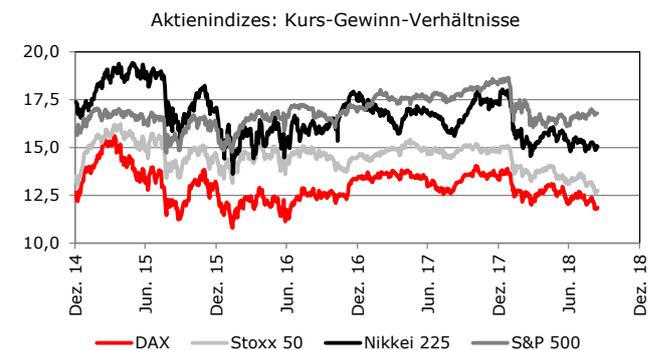
Stagniert haben die Gewinne der DAX-Unternehmen zuletzt im Jahr 2013. Damals wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland gerade einmal um 0,6 Prozent, und die Weltwirtschaft expandierte mit einer Rate von 3,5 Prozent. Demgegenüber erwarten wir für Deutschland in diesem Jahr ein Wachstum von fast zwei und für die Welt von knapp vier Prozent. Unter makroökonomischen Gesichtspunkten scheinen die Gewinnerwartungen für dieses Jahr also mittlerweile zu pessimistisch zu sein. Dem stehen allerdings die wirtschaftlichen Unsicherheiten, die von der Handelspolitik der USA ausgehen, entgegen. Dabei haben sich die Perspektiven seit der Verabredung eines „Waffenstillstands“ zwischen den USA und der EU zumindest etwas aufgehellt. Die Zusage der USA, während der Verhandlungen keine Auto-Zölle einzuführen, hat aber weder den Kursen der deutschen Automobilhersteller, noch dem DAX geholfen. Zu groß scheint die Sorge vor der Exportabhängigkeit der deutschen Unternehmen zu sein.



Dabei wird aber übersehen, dass die Einführung von Zöllen ökonomisch betrachtet einer Steuererhöhung entspricht. Rationales Verhalten vorausgesetzt, müsste dies im Vorfeld der Zollerhebung zu Vorzieheffekten und damit zu einer stärkeren Nachfrage führen, so wie dies üblicherweise bei einer Mehrwertsteuererhöhung zu beobachten ist. Dies könnte sich zumindest kurzfristig positiv auf die Umsatz- und Gewinnentwicklung der Unternehmen auswirken. Wenig Beachtung hat zudem die seit April zu beobachtende Abwertung des Euro gefunden, die einen gewissen Teil einer Zollerhebung ausgleichen könnte und perspektivisch für bessere Exportchancen der deutschen Unternehmen spricht. Auch dies würde dafür sprechen, dass die Gewinnprognosen für dieses Jahr zu weit nach unten angepasst worden

sind, zumal die realwirtschaftlichen Auswirkungen des Handelsstreits bislang überschaubar sind. So ist der Welthandel in den ersten sechs Monaten dieses Jahres immer noch um vier Prozent gewachsen. Dies ist zwar etwas weniger als im vergangenen Jahr (4,6 Prozent), aber deutlich mehr als 2015 (1,9 Prozent) und 2016 (1,5 Prozent).

Beim Blick auf die Unternehmensgewinne fällt zudem auf, dass die Prognosereduzierungen nur das Jahr 2018 betreffen. Die Erwartungen an das Jahr 2019 sind zwar vom Niveau her etwas gesunken, die erwartete Steigerungsrate ist mit rund 10 Prozent aber stabil geblieben. Dies ist auch der Grund dafür, dass die aus unserer Sicht entscheidende Kennzahl für die Kursentwicklung eines Index, die (rollierenden) Gewinnerwartungen der nächsten 12 Monate, für den DAX bis zuletzt weiter angestiegen ist und sogar einen neuen Rekordwert erreicht hat. Daraus resultiert die Schlussfolgerung, dass der Kursrückgang des DAX nicht auf generell schlechtere Konjunktur- und Gewinnperspektiven zurückzuführen ist, sondern auf die Unsicherheit der Anleger, die sich in einem geringeren Bewertungsmultiplikator widerspiegelt. So ist das DAX-KGV, das auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate ermittelt wird, von 13,4 zu Jahresbeginn auf zuletzt 11,8 gesunken. Das letzte Mal war der DAX nach der Brexit-Entscheidung Großbritanniens im Sommer 2016 derart niedrig bewertet. Aktuell gehört der DAX damit unter den großen und wichtigen Börsenplätzen zu den am günstigsten bewerteten Indizes.



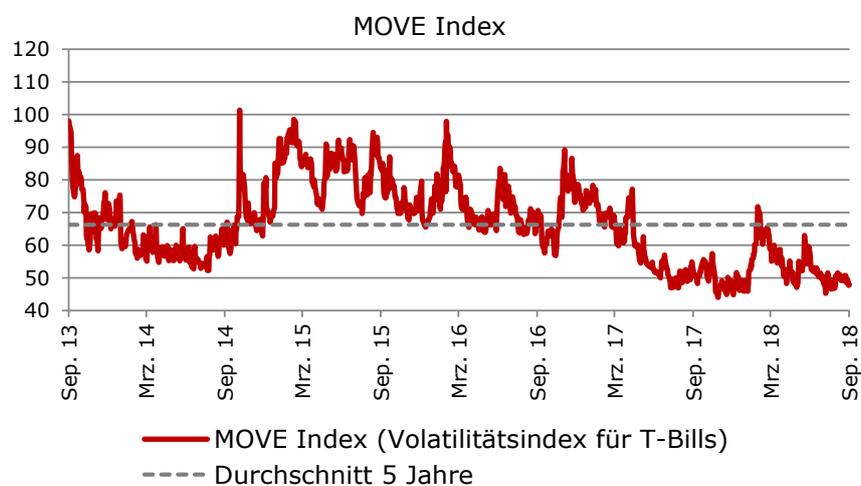
Solange Deutschland und die Weltwirtschaft nicht in eine neue Rezession geraten – wofür es derzeit keinerlei Hinweise gibt – sind die derzeitigen Kurse fundamental nicht zu rechtfertigen. Bewertet man die Gewinnerwartungen für das Jahr 2019 mit einem KGV von 13 (Mittelwert seit 2001), errechnet sich ein Kursziel von fast 13.800 Punkten. Die Voraussetzungen für eine deutliche Kursrholung in den nächsten Monaten bleiben somit gegeben.

Wochenausblick für die Zeit vom 17. September bis 21. September 2018

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	58,1	56,9	55,9	56,9	55,9	56,2	21. September
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	53,0	52,1	54,5	54,1	55,0	55,2	21. September
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,3%	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%		17. September
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,8%	1,1%	0,9%	1,1%	1,0%		17. September
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	0,3	0,2	-0,6	-0,5	-1,9	-1,0	20. September
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	56,2	55,5	54,9	55,1	54,6	54,8	21. September
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	54,7	53,8	55,2	54,2	54,4	54,6	21. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Volatilität bei Anleihen noch niedrig



Eigentlich geht es der Weltwirtschaft gut. Auch wenn sich einige Frühindikatoren seit Jahresbeginn abgeschwächt haben bleibt das Niveau der meisten Indikatoren relativ hoch und signalisiert damit weiteres Wachstum. Der IWF geht unverändert von einem Wachstum von 3,9% für die Weltwirtschaft im Jahr 2018 aus und sieht auch für 2019 keine Veränderung dieser Dynamik. Dennoch hat sich unter den Anlegern eine größere Unsicherheit breit gemacht, wodurch auch die Marktvolatilität zugenommen hat. Nach einer langen Phase äußerst ruhiger Märkte befindet sich die Volatilität verschiedener Aktienindizes wieder in etwa auf dem 5-jährigen Durchschnitt. Ein großer Unsicherheitsfaktor ist dabei der Handelskonflikt und damit auch die Furcht vor einem globalen Handelskrieg. Mit den Krisen in der Türkei und Argentinien hat sich auch die Sorge vor einem Flächenbrand bei anderen Schwellenländern ausgebreitet und damit zur allgemeinen Unsicherheit beigetragen. Auch wenn wir nicht davon ausgehen, dass es zu einem Handelskrieg oder einer weitreichenden Krise unter den Schwellenländern kommt, sehen wir dennoch die Gefahr, dass die beiden Konflikte auch in nächster Zeit für

temporäre Verwerfungen an den Märkte führen können. Und noch ein weiterer Faktor, der nicht so sehr im Vordergrund steht, aber längerfristig an Bedeutung gewinnen sollte, könnte besonders an den Anleihemärkten zu einem Anstieg der Volatilität führen. Hierbei handelt es sich um die global restriktiver werdende Geldpolitik und die damit verbundene Reduzierung der Zentralbankbilanzen. Die Fed hat bereits Ende 2014 ihr Anleihekaufprogramm auslaufen lassen (QE3) und im Oktober 2017 damit begonnen, ihre Bilanz zu verkürzen. Zwar ist die EZB noch weit von einem solchen Schritt entfernt, es gilt aber als relativ sicher, dass das Anleihekaufprogramm gegen Ende des Jahres ausläuft. In Summe werden die Zentralbanken in den nächsten Jahren also spürbar ihre Bilanzsumme reduzieren, nachdem es über Jahre zu einem massiven Anstieg gekommen ist. Mit dem Fehlen wichtiger Käufer an den Anleihemärkten ist zu erwarten, dass die Volatilität am Anleihemarkt von einem sehr niedrigen Niveau wieder ansteigt und sich auch auf den Aktienmarkt überträgt.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	13.09.2018	06.09.2018	10.08.2018	12.06.2018	12.09.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	17:14	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	26111	0,4%	3,2%	3,1%	18,0%	5,6%
S&P 500	2898	0,7%	2,3%	4,0%	16,1%	8,4%
Nasdaq	7954	0,4%	1,5%	3,3%	23,2%	15,2%
DAX	12067	0,9%	-2,9%	-6,0%	-3,7%	-6,6%
MDAX	26290	0,6%	-1,4%	-1,8%	3,9%	0,3%
TecDAX	2881	-0,5%	-1,4%	0,5%	22,0%	13,9%
EuroStoxx 50	3334	1,2%	-2,7%	-4,1%	-5,1%	-4,8%
Stoxx 50	3000	1,1%	-3,2%	-2,4%	-3,4%	-5,6%
SMI (Swiss Market Index)	8956	1,6%	-0,8%	3,6%	-1,1%	-4,5%
FTSE 100	7282	-0,5%	-5,0%	-5,5%	-1,6%	-5,3%
Nikkei 225	22821	1,5%	2,3%	-0,2%	15,4%	0,2%
Brasilien BOVESPA	74672	-2,3%	-2,4%	2,6%	0,2%	-2,3%
Russland RTS	1085	2,9%	2,7%	-5,0%	-3,5%	-6,0%
Indien BSE 30	37718	-1,4%	-0,4%	5,7%	17,3%	10,8%
China Shanghai Composite	2687	-0,2%	-3,9%	-12,8%	-20,5%	-18,8%
MSCI Welt (in €)	2153	0,0%	-1,4%	1,2%	10,6%	5,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1005	-1,8%	-7,3%	-11,1%	-6,9%	-11,0%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	159,63	-299	-371	-22	-224	-205
Bobl-Future	131,07	-92	-129	-1	-40	-54
Schatz-Future	111,83	-7	-20	-9	-36	-14
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	0	-3	-3	-8	0
3 Monats \$ Libor	2,33	0	1	0	101	64
Fed Funds Future, Dez 2018	2,25	2	5	6	83	0
10-jährige US Treasuries	2,96	8	9	-1	79	55
10-jährige Bunds	0,43	8	11	-6	3	1
10-jährige Staatsanl. Japan	0,11	0	1	6	10	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,04	4	7	-9	9	9
US Treas 10Y Performance	560,92	-0,7%	-0,7%	0,6%	-4,9%	-3,5%
Bund 10Y Performance	616,41	-0,6%	-0,9%	1,4%	1,4%	1,5%
REX Performance Index	483,81	-0,1%	-0,3%	0,6%	-0,1%	0,7%
IBOXX AA, €	0,80	3	14	-10	8	13
IBOXX BBB, €	1,70	0	18	4	42	47
ML US High Yield	6,56	-2	1	9	49	41
JPM EMBI+, Index	776	0,0%	-0,5%	-1,1%	-8,0%	-7,1%
Wandelanleihen Exane 25	7431	0,0%	0,6%	-0,1%	3,3%	0,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	409,53	-0,2%	-2,9%	-9,4%	-5,1%	-5,3%
MG Base Metal Index	300,87	-1,6%	-4,4%	-17,8%	-10,0%	-16,1%
Rohöl Brent	78,39	2,5%	7,6%	2,5%	44,0%	17,7%
Gold	1203,23	0,3%	-1,0%	-7,4%	-9,3%	-7,7%
Silber	14,22	0,3%	-7,2%	-15,9%	-20,3%	-16,4%
Aluminium	2025,25	1,1%	-3,0%	-12,1%	-3,7%	-10,2%
Kupfer	5981,25	1,3%	-2,9%	-17,0%	-9,7%	-17,0%
Eisenerz	67,98	-0,2%	-0,9%	3,9%	-9,6%	-4,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1411	-4,9%	-16,6%	1,5%	5,0%	3,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1683	0,4%	2,0%	-0,9%	-2,1%	-2,6%
EUR/ GBP	0,8912	-0,8%	-0,4%	1,0%	-1,1%	0,4%
EUR/ JPY	130,71	0,9%	2,9%	0,5%	-0,2%	-3,2%
EUR/ CHF	1,1302	0,2%	-0,8%	-2,7%	-1,2%	-3,4%
USD/ CNY	6,8400	0,1%	-0,1%	6,8%	4,6%	5,1%
USD/ JPY	111,27	0,5%	0,3%	0,8%	1,0%	-1,3%
USD/ GBP	0,7631	-1,2%	-2,5%	1,9%	1,2%	3,2%

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 Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.