



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

13. Dezember 2018

Ausblick 2019 (IV): Politische Themen dominieren die Aktienmärkte

In den vergangenen Wochen haben wir uns mit den konjunkturellen Aussichten für die Weltwirtschaft und den Anleihemärkten beschäftigt. Im vierten Teil unseres Ausblicks für das Jahr 2019 wagen wir einen Blick auf die Aktienmärkte. Hier dürften politische Risiken und eine globale Abschwächung des Wirtschaftswachstums zu einer erhöhten Volatilität führen.

Nachdem die internationalen Börsen im Jahr 2017 vergleichsweise kontinuierlich angestiegen sind und damit das sechste Gewinnjahr in Folge markierten, kehrte im Jahresverlauf 2018 eine fast in Vergessenheit geratene Börseneigenschaft zurück: anhaltende und hohe Volatilität. So erreichte der deutsche Leitindex DAX noch im Januar 2018 ein neues Allzeithoch von über 13.000 Punkten, korrigierte dann aber in den folgenden zwei Monaten um gut 13 Prozent und fiel unter die Marke von 12.000 Punkten. Bis Juni ging es dann wieder zurück auf ein Niveau von rund 13.000 Indexeinheiten. Wer sich dann aber schon auf neue Höchststände gefreut hatte, wurde eines Besseren belehrt. Im Herbst setzte ein sogenannter Bärenmarkt ein, in dessen Folge der DAX auf etwa 11.000 Punkte fiel.

Analysiert man die Gründe für die volatile Entwicklung im Jahr 2018 kommt man nicht umhin, auch für das Folgejahr 2019 ein ähnliches Muster zu prognostizieren. Einerseits hält der aktuelle Wirtschaftszyklus an. So rechnen wir für Deutschland, Europa und die Vereinigten Staaten von Amerika im nächsten Jahr mit positiven Wachstumsraten beim Bruttoinlandsprodukt. Gleichwohl werden die Wachstumsraten in vielen Ländern niedriger ausfallen als in den vergangenen Jahren. Auch Deutschland dürfte hier keine Ausnahme darstellen, obwohl das Jahr 2018 durch eine Reihe von Einmalfak-

toren geprägt war (z. B. die WLTP-Abgaszertifizierung, die zu einem Produktionseinbruch in der Automobilindustrie geführt hat). Doch auch bei geringeren Wachstumsraten haben die Unternehmen das Potenzial, ihre operativen Gewinne zu steigern, wenn sie ihre Kosten im Griff haben. Dies wären gute Voraussetzungen für eine positive Aktienmarktentwicklung. Andererseits schweben einige Damoklesschwerter über diesen grundsätzlich positiven makroökonomischen Rahmenbedingungen.

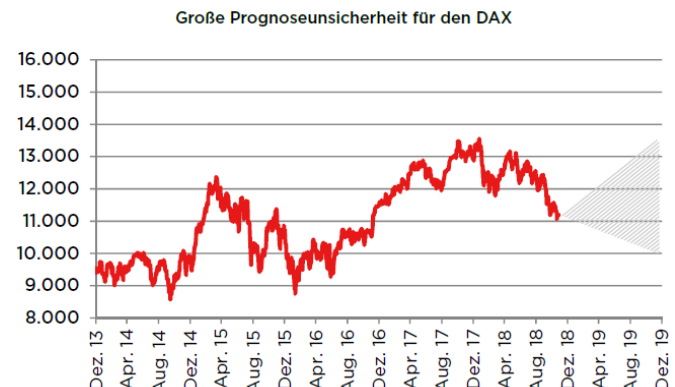
Hier sind in erster Linie drei politische Risiken zu nennen. Zum einen besteht weiterhin die Gefahr, dass US-Präsident Donald Trump in Vorbereitung der Präsidentschaftswahl im Jahr 2020 aktive Handelspolitik betreibt. Dabei kann es wie auch im Jahr 2018 zu weiteren Spannungen oder auch zu einer Deeskalation kommen. Beide Szenarien sind denkbar und von ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit her kaum zu prognostizieren. Ein anderer Belastungsfaktor, über den wir allerdings schon bis März 2019 mehr Klarheit haben werden, ist der finale Ausgang des Ausscheidens des Vereinigten Königreiches aus der Europäischen Union. Auch hier ist sowohl ein klares Ergebnis (harter oder weicher Brexit) als auch ein Mittelweg denkbar. Aber selbst wenn die Deadline einer Entscheidung mit dem 29. März 2019 klar ist, werden die Auswirkungen für die Wirtschaft und die Unternehmen erst im weiteren Jahresverlauf 2019 und danach spürbar. Den dritten bereits heute bekannten Risikofaktor für die Aktienmärkte stellt Italien dar. Die Regierung in Rom plant eine Ausweitung der Staatsschulden, um ihre Wahlversprechen finanzieren zu können. Die EU hat den Haushaltsplan bereits Ende 2018 zurückgewiesen. Aber selbst wenn Italien in geringerem Umfang als zunächst geplant neue Schulden aufnimmt,

wächst der Schuldenberg weiter an. Daher ist nicht auszuschließen, dass die Schuldenkrise wieder auflebt. Mit Italien als Hauptakteur ist diese Situation jedoch sehr viel kritischer zu beurteilen als es seinerzeit mit Griechenland der Fall war. Dies liegt einerseits an der Größe und Bedeutung Italiens für die EU im Vergleich zu Griechenland sowie andererseits an der absoluten Höhe der Staatsschulden.

Blickt man nun unter Berücksichtigung dieser Chancen und Risiken auf die Aktienmärkte im Jahr 2019, erscheint es schwieriger denn je, eine konkrete Prognose für den DAX, den Euro Stoxx 50 und den S&P 500 abzugeben. Die Prognoseunsicherheit basiert dabei nicht allein auf den genannten Risiken, sondern vor allem auf der erheblichen Ergebnisvarianz der jeweiligen Ereignisse. Vor diesem Hintergrund nähern wir uns der Aktienmarktprognose 2019 mit Szenarien und prognostizieren Schwankungsbreiten für die Aktienindizes. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt für den DAX im Durchschnitt seit 1988 bei rund 15, im Jahr 2018 dagegen nur bei 12,4. Multipliziert man dieses mit den Gewinnerwartungen für das Jahr 2020, errechnet sich ein DAX-Ziel von rund 12.600 Punkten. Im Jahresverlauf 2019 ist allerdings auch ein DAX von rund 10.000 Punkten möglich, sofern die negativen Varianten der oben genannten Risikofaktoren eintreffen. Für diesen Fall unterstellen wir ein KGV von 10, das im Durchschnitt auch in den Jahren 2011 und 2012 zu beobachten war. Seinerzeit stand die Schuldenkrise im Fokus der Finanzmärkte und das Wirtschaftswachstum kühlte sich nach einer Boomphase stark ab. Unter der Annahme eines durchweg positiven Ausgangs der politischen Risiken, lassen sich allerdings auch DAX-Ziele von bis zu 13.700 Punkten ableiten. Dies würde einem KGV von 13,5 auf Basis der Gewinnprognosen für das Jahr 2020 entsprechen. Dieser Wert wurde zuletzt Anfang 2018 beobachtet, als die Finanzwelt noch nicht unter dem Eindruck von Trump, Brexit, Italien & Co. stand.

Analog zu dieser Vorgehensweise lassen sich für den Euro Stoxx 50 Kursziele zwischen 2.700 und 4.100 Punkten ableiten. Dabei schwankt das zugrunde liegende KGV zwischen 9,1 (Durchschnitt 2011 und 2012) und 13,9 (Höchststand 2018). Anders als für den deutschen und den europäischen Leitindex sind wir für den Aktienmarkt in den USA zuversichtlicher. Die politischen Risiken, wie Brexit und Italien, sind vor allem europäische Themen. Eine Verschärfung des Handelsstreits würde sich jedoch auch negativ für die USA auswirken. Wir unterstellen für den S&P 500 im Gegensatz zum DAX und Euro Stoxx 50 kein politisch geprägtes Negativszenario im Jahr 2019. Auf Basis des

aktuellen KGV in Höhe von 15,6 sowie den Gewinn-schätzungen für das Jahr 2020 errechnet sich ein S&P 500 Kursziel von rund 3.000 Punkten.



Nach der kräftigen Korrektur der Aktienmärkte zum Jahresende 2018 halten wir zum Start in das Jahr 2019 zunächst eine Erholung besonders schwacher Titel für möglich. Dies dürfte insbesondere für Automobilwerte gelten, die im zweiten Halbjahr 2018 unter Produktionseinbrüchen im Zuge neuer Abgastests (WLTP) litten. Bereits in den letzten beiden Monaten des Jahres 2018 normalisierte sich die PKW-Produktion wieder, und auch das erste Quartal 2019 sollten von Nachholeffekten sowie einer im Vorjahresvergleich hohen Anzahl an Arbeitstagen profitieren. Da die Automobilindustrie ein wichtiger Abnehmer für andere zyklische Branchen wie Chemie oder Rohstoffe ist, sollte es auch in diesen Sektoren zu einer Erholung kommen. Auch Technologieunternehmen, insbesondere in den USA, halten wir nach den Kurskorrekturen wieder für interessant. Viele dieser Unternehmen profitieren weiterhin vom strukturellen Wandel der Automatisierung und Digitalisierung. Zu den Megatrends zählen u. a. E-Commerce, Cybersecurity oder die cloudbasierte Datenverarbeitung. Dies spiegelt sich in anhaltend hohen Wachstumsraten und starken Margen wider.

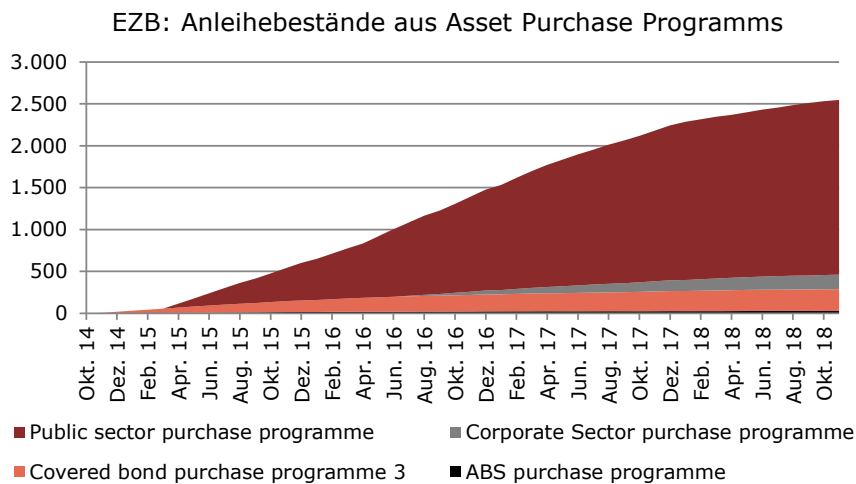
Im weiteren Jahresverlauf 2019 empfehlen wir gute Aktienmarktphasen für Verkäufe zu nutzen, um das Portfolio wetterfester zu machen und den Fokus der Aktienanlage noch stärker auf Qualitätsunternehmen zu legen. Hierunter verstehen wir Unternehmen mit guten Bilanzkennziffern, möglichst hohen Markteintrittsbarrieren, guter Preissetzungsmacht und weniger zyklischen Umsätzen und Gewinnen. Hintergrund ist die sich abkühlende Konjunktur und die gestiegene Attraktivität für kurzlaufende Zinspapiere in den USA sowie die abnehmende Liquidität an den Kapitalmärkten aufgrund der anhaltenden Bilanzverkürzung der US-Notenbank.

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

	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	103,9	103,8	102,9	102,0	102,1		18. Dezember
D: Ifo-Geschäftserwartungen	101,1	101,0	99,7	98,7	98,6		18. Dezember
D: Ifo-Lageeinschätzung	106,7	106,6	106,1	105,4	105,6		18. Dezember
D: Produzentenpreise m/m	0,3%	0,5%	0,3%	0,2%			19. Dezember
D: Produzentenpreise y/y	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%			19. Dezember
D: GfK Konsumklima	10,6	10,5	10,6	10,6	10,4	10,5	21. Dezember
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	2,0%	2,1%	2,2%	2,0%			17. Dezember
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,9%	0,9%	1,1%	1,1%			17. Dezember
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-1,9	-2,9	-2,7	-3,9	-3,1		21. Dezember

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB beendet Anleihekaufprogramm



Seit Ende 2014 hat die EZB mehrere Kaufprogramme für Wertpapiere aufgelegt, um damit die Inflation auf das Zielniveau von nahe zwei Prozent zu hieven. Insgesamt wurden durch die verschiedenen Programme Anleihen im Wert von rund 2,6 Billionen Euro gekauft. Der mit weitem Abstand größte Teil fällt dabei auf das sogenannte Public sector purchase programme, kurz PSPP. Hierbei kaufen die nationalen Notenbanken Anleihen des eigenen Staates. Über 80% der Anleihebestände vereint dieses im März 2015 aufgelegte Programm auf sich.

Bereits seit April 2017 wurden die Nettokäufe von monatlich 80 Milliarden Euro in mehreren Schritten auf aktuell noch 15 Milliarden Euro pro Monat reduziert. Heute verkündete der EZB Präsident dann wie erwartet, dass mit Jahresende 2018 die Kaufprogramme eingestellt werden. Dies bezieht sich aber lediglich auf die Nettokäufe, da die Erlöse aus fälligen Anleihen weiter reinvestiert werden. Über einen konkreten Zeitrahmen für das Ende der Reinvestitionen wurde laut Draghi im EZB-Rat nicht diskutiert. Prinzipiell sollen die Erlöse

der auslaufenden Anleihen weiterhin in Anleihen des entsprechenden Landes angelegt werden. Gleichzeitig soll aber das Ziel verfolgt werden, dass das Portfolio der erworbenen Anleihen sich stärker am neuen EZB Kapitalschlüssel orientiert, welcher ab Januar 2019 in Kraft tritt. Der Kapitalschlüssel drückt den Anteil der einzelnen Notenbanken am Grundkapital aus. Im Rahmen des PSPP können weiterhin Käufe von Wertpapieren mit einer Rendite unterhalb des Zinssatzes der Einlagenfazilität der EZB getätigt werden, soweit dies erforderlich ist. Weiterhin betonte Draghi, dass das QE-Programm nun dauerhafter Bestandteil des Werkzeugkastens der EZB sei und bei Bedarf eingesetzt werden könne. Fest steht also, dass nach der heutigen geldpolitischen Entscheidung die Nettoanleihekäufe durch die EZB im Januar 2019 enden werden. Die Auswirkungen auf den Anleihemarkt sind indes unklar. Es lässt sich aber vermuten, dass die Märkte durch die fehlende EZB-Nachfrage unter Druck geraten könnten und sich gleichzeitig die Spreads etwas ausweiten dürften.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	13.12.2018	06.12.2018	12.11.2018	12.09.2018	12.12.2017	29.12.2017
	17:08	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24617	-1,3%	-3,0%	-5,3%	0,5%	-0,4%
S&P 500	2649	-1,7%	-2,8%	-8,3%	-0,6%	-0,9%
Nasdaq	7098	-1,3%	-1,4%	-10,8%	3,4%	2,8%
DAX	10928	1,1%	-3,5%	-9,2%	-17,1%	-15,4%
MDAX	22485	0,2%	-5,7%	-14,9%	-14,5%	-14,2%
TecDAX	2548	1,7%	-0,7%	-12,1%	1,2%	0,8%
EuroStoxx 50	3113	2,2%	-2,5%	-6,4%	-13,5%	-11,2%
Stoxx 50	2865	2,1%	-2,7%	-4,5%	-10,7%	-9,9%
SMI (Swiss Market Index)	8831	2,0%	-1,7%	-1,4%	-5,7%	-5,9%
FTSE 100	6880	2,6%	-2,5%	-5,9%	-8,3%	-10,5%
Nikkei 225	21816	1,5%	-2,0%	-3,5%	-4,6%	-4,2%
Brasilien BOVESPA	87050	-2,0%	1,8%	15,9%	17,9%	13,9%
Russland RTS	1129	-0,4%	1,3%	5,4%	-1,8%	-2,2%
Indien BSE 30	35930	1,7%	3,2%	-4,7%	8,1%	5,5%
China Shanghai Composite	2634	1,1%	0,1%	-0,8%	-19,7%	-20,4%
MSCI Welt (in €)	1976	-0,8%	-3,4%	-6,4%	-1,7%	-0,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	979	0,0%	0,5%	-0,6%	-8,8%	-10,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund- Future	162,98	60	269	335	-29	130
Bobl-Future	132,19	-3	69	105	-26	58
Schatz-Future	111,86	-21	-11	3	-30	-12
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	1	2	2
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	0	0	-1	-4	0
3 Monats \$ Libor	2,78	1	16	45	120	108
Fed Funds Future, Dez 2018	2,27	0	-2	3	43	0
10-jährige US Treasuries	2,91	3	-28	-5	51	50
10-jährige Bunds	0,27	5	-12	-14	-4	-15
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	1	-6	-5	3	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,07	10	-6	-2	8	6
US Treas 10Y Performance	566,86	-0,2%	2,6%	1,1%	-2,4%	-2,5%
Bund 10Y Performance	625,81	-0,4%	1,2%	1,5%	2,0%	3,0%
REX Performance Index	486,35	-0,3%	0,3%	0,5%	0,4%	1,2%
IBOXX AA, €	0,91	4	10	11	36	24
IBOXX BBB, €	2,12	3	31	42	100	89
ML US High Yield	7,41	-7	42	85	124	126
JPM EMBI+, Index	787	0,6%	0,5%	1,4%	-5,4%	-5,8%
Wandelanleihen Exane 25	6967	0,0%	-3,1%	-6,2%	-5,6%	-5,8%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	414,66	-0,5%	-0,1%	1,2%	-3,4%	-4,1%
MG Base Metal Index	303,36	0,3%	0,9%	0,8%	-9,2%	-15,4%
Rohöl Brent	60,45	2,7%	-14,8%	-24,4%	-5,6%	-9,2%
Gold	1242,88	0,0%	3,3%	3,7%	0,4%	-4,6%
Silber	14,77	2,1%	5,0%	3,9%	-5,5%	-13,2%
Aluminium	1922,00	-0,8%	-0,4%	-5,1%	-3,6%	-14,8%
Kupfer	6144,75	1,1%	1,2%	2,7%	-7,3%	-14,7%
Eisenerz	66,82	1,2%	-11,2%	-1,7%	-3,1%	-6,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1353	1,0%	20,3%	-4,1%	-22,4%	-1,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1355	0,0%	0,8%	-2,0%	-3,5%	-5,3%
EUR/ GBP	0,8992	1,0%	2,8%	0,7%	2,1%	1,3%
EUR/ JPY	129,02	0,8%	0,6%	-0,1%	-3,4%	-4,4%
EUR/ CHF	1,1280	-0,2%	-0,8%	0,0%	-3,4%	-3,6%
USD/ CNY	6,8798	-0,1%	-1,2%	0,5%	3,9%	5,7%
USD/ JPY	113,29	0,5%	-0,5%	1,8%	-0,2%	0,5%
USD/ GBP	0,7922	1,3%	1,9%	3,2%	5,5%	7,2%

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

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

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.