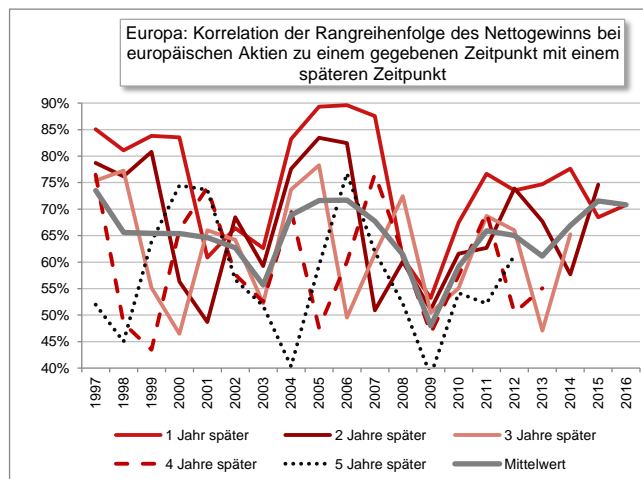


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

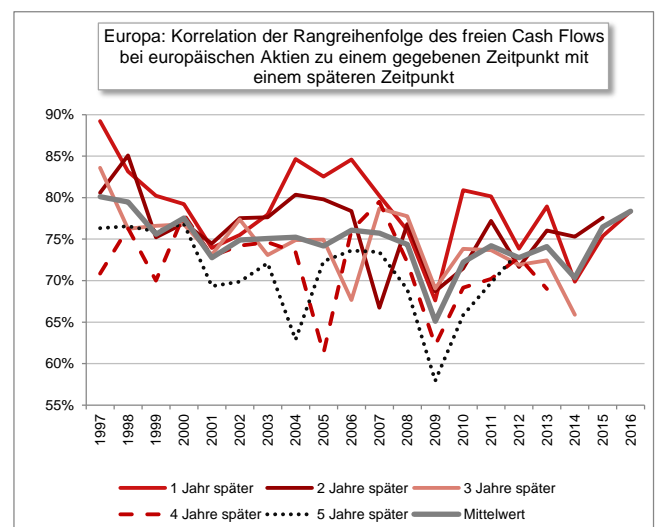
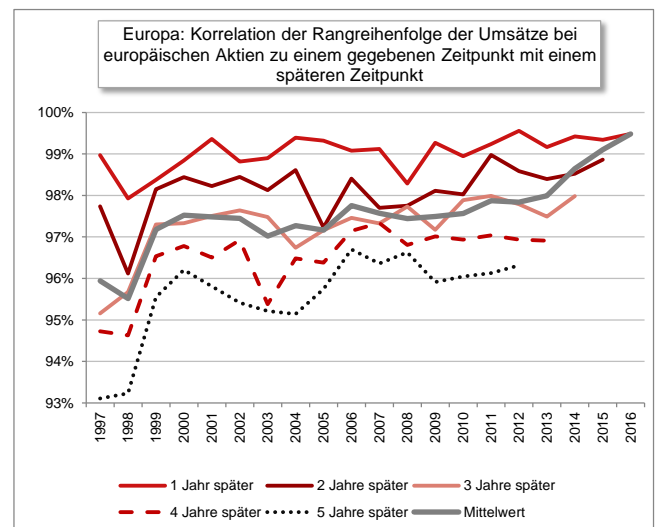
Geht in Europa der Wettbewerb zurück?

Eine hohe Wettbewerbsintensität ist ein zentrales Merkmal erfolgreicher Volkswirtschaften. Ohne Wettbewerb entstehen bei einigen Unternehmen zu hohe Gewinne, die von anderen Unternehmen durch Imitation und Innovation nicht „weggeschmolzen“ werden. Die hohen Gewinne sind oft das Ergebnis zu hoher Preise, die die Kaufkraft der Konsumenten mindert. Gleichzeitig kommt es bei geringer Wettbewerbsintensität auch zu weniger Innovationen, was generell einen negativen Einfluss auf die Wohlfahrt einer Volkswirtschaft ausübt. Nicht ohne Grund sind in der Wirtschaftsgeschichte langfristig immer dann Staaten kollabiert, wenn zuvor über längere Zeit Wettbewerb künstlich unterdrückt wurde – bestes Beispiel sind die RGW-Staaten des Ostblocks oder aktuell Nordkorea, das ohne dauernde Unterstützung aus China schon seit vielen Jahren komplett lebensunfähig wäre. Allerdings ist auch in westlichen Marktwirtschaften eine hohe Wettbewerbsintensität nicht selbstverständlich. Die vielen Übernahmen der letzten Jahre haben nicht selten monopolähnliche Strukturen entstehen lassen, und die ultralockere Geldpolitik ermöglicht selbst massiv angeschlagenen Unternehmen das Überleben und bremst damit den Strukturwandel und letztlich die Wettbewerbsintensität.

Allerdings existiert kein perfekter Indikator, der die tatsächliche Wettbewerbsintensität einer Volkswirtschaft oder eines Wirtschaftsraumes im Zeitverlauf misst. Das muss aber nicht bedeuten, dass man sich dieser Frage nicht zumindest grob nähern kann. Unsere Überlegung ist in diesem Zusammenhang wie folgt: Unternehmenskennzahlen wie Gewinne und Umsätze sind für Unternehmen nicht statisch, sondern ändern sich zwangsläufig im Zeitverlauf. Wenn sich nun – um ein Extrembeispiel zu nennen – über Jahre hinweg verschiedene Kennzahlen von Unternehmen relativ zueinander nicht bewegen, muss sich die Wirtschaft in einer vergleichsweise statischen und damit wenig wettbewerbsintensiven Situation befinden. Massive Änderungen in der Rangreihenfolge von Kennzahlen sprechen für eine gewisse Dynamik, die dazu führt, dass sich Unternehmen stark unterschiedlich entwickeln und ehemalige „Gewinner“ zu „Verlierern“ werden und umgekehrt.

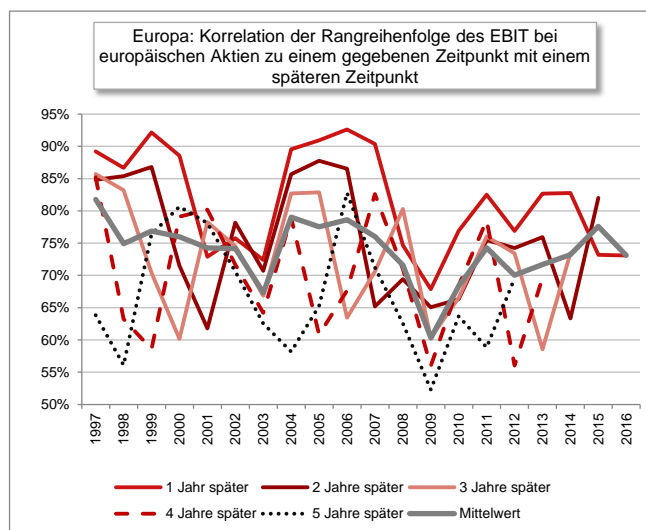
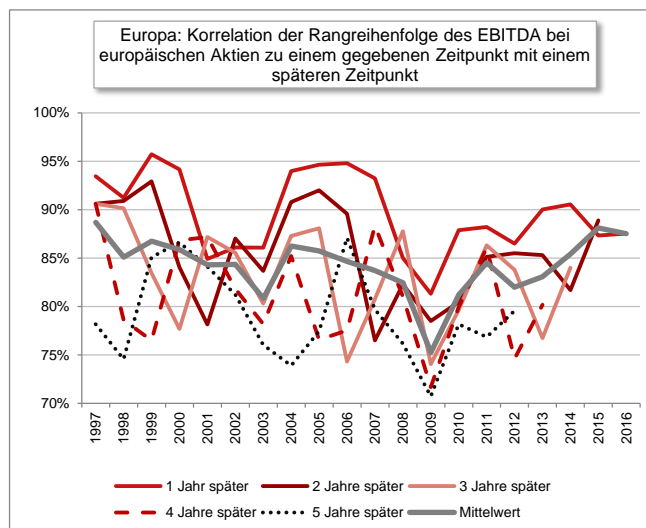
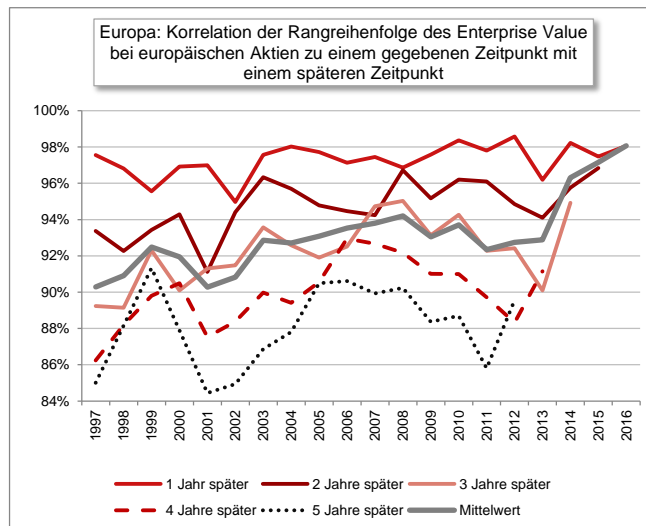


Die Korrelation der Rangreihenfolge einer Kennzahl mit der Rangreihenfolge der gleichen Kennzahl zu einem späteren Zeitpunkt ist somit ein möglicher Indikator für die Dynamik und damit die Wettbewerbsintensität einer Volkswirtschaft. Wir haben diese Analyse für die Unternehmen des STOXX 600 für den Zeitraum 1997 – 2017 für insgesamt sieben Kennzahlen durchgeführt. Dabei haben wir die Korrelationen über verschiedene Zeiträume gemessen; im Detail bedeutet dies, dass wir für jedes Jahr überprüft haben, in welchem Maße sich die Rangreihenfolgen ein, zwei, drei, vier und fünf Jahre später geändert hatten. Das Ergebnis können wir an dieser Stelle schon vorwegnehmen: Nicht bei jeder Kennzahl ist eine klare Tendenz zu erkennen. Während beispielsweise die Umsätze oder der Enterprise Value sowie die Marge eindeutig vermuten lassen, dass die Wirtschaft in Europa im Trend statischer und damit weniger wettbewerbsintensiv wird, zeigen andere Kennzahlen einen weniger klaren Verlauf.

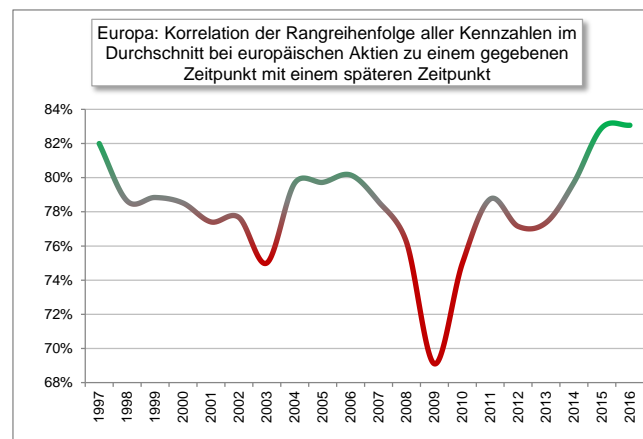
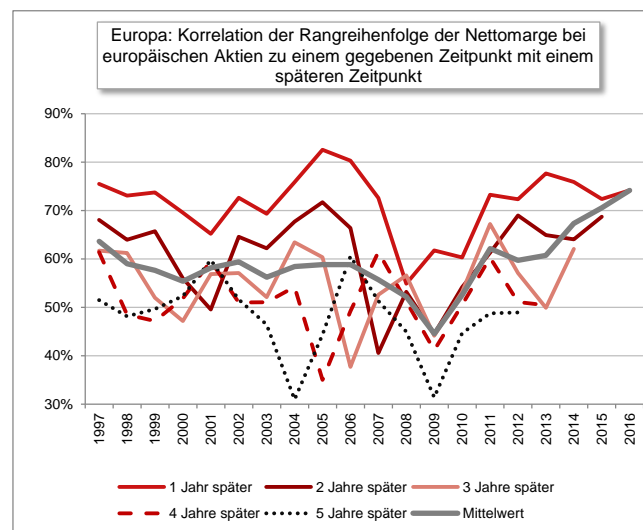


Allerdings fällt auf, dass bei den meisten Kennzahlen eine hohe Diffusion in der Rangreihenfolge vor allem in Rezessionen auftaucht – ein klares Indiz dafür, wie eine Rezession als „reinigendes Gewitter“ wirken kann. Hohe Korrela-

tionen und damit eine eher geringe Wettbewerbsintensität finden sich dagegen in Boomphasen; hier scheinen Unternehmen vom allgemeinen Wirtschaftsumfeld zu profitieren, ohne sich durch Imitation und Innovation dem Prozess der „Schöpferischen Zerstörung“ stellen zu müssen, so wie es der Ökonom Schumpeter gut auf den Punkt gebracht hat.



alle Kennzahlen, dann liegt dieser Mittelwert in Europa aktuell höher als jemals zuvor in den letzten 20 Jahren. Interpretiert man dies nun als Hinweis auf eine vergleichsweise geringe Wettbewerbsintensität im Vergleich zu vorherigen Jahren, dann ergeben sich daraus verschiedene Konsequenzen. Zum einen erlaubt eine eher geringe Wettbewerbsintensität kurzfristig eher höhere Margen, da man als Unternehmen nicht so schnell wie früher üblich von der Konkurrenz „angegriffen“ wird. Vergleicht man die aktuellen Margen mit historischen Werten, liegen die Werte derzeit tatsächlich oberhalb des Durchschnitts. Weniger Wettbewerb bedeutet unter Umständen aber auch mehr Stabilität für ein gegebenes Geschäftsmodell; dies sollte sich in einer geringeren Volatilität und auch in einer geringeren sogenannten Diffusion der Renditen von Aktien zeigen.



Berechnet man nun den Mittelwert aller Korrelationskoeffizienten über alle gleitenden Betrachtungszeiträume und

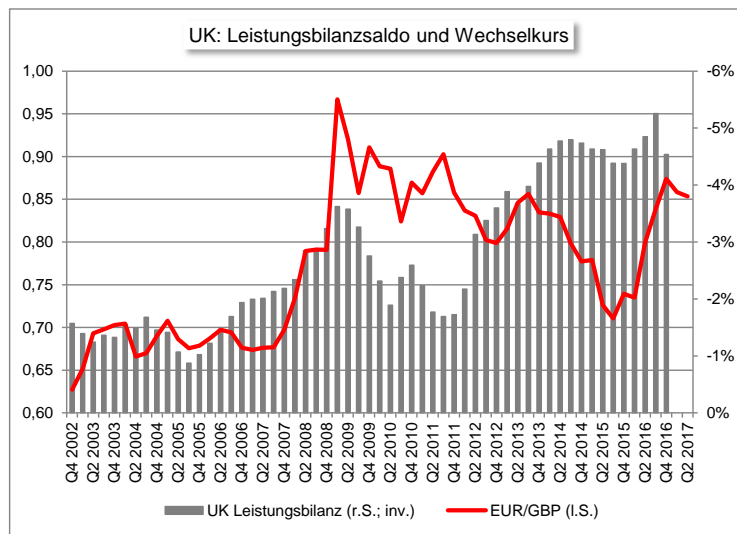
Beides ist tatsächlich der Fall; die realisierten Volatilitäten der Aktien im STOXX 600 liegen im Durchschnitt auf dem niedrigsten Niveau der letzten Jahre, und auch die Diffusion und damit das „Eigenleben“ von Aktien in der Kursentwicklung ist eher gering. Für Investoren mag dies auf den ersten Blick gar nicht so schlecht sein – die sich aus der unterdurchschnittlichen Wettbewerbsintensität ergebenden Nachteile werden sich aber über kurz oder lang in niedrigeren BIP-Wachstumsraten und damit wohl auch sinkenden Gewinnwachstumsraten zeigen. Es ist also höchste Zeit, aus politischer und (nicht zu vergessen!) geldpolitischer Sicht das Thema Wettbewerb wieder mehr in den Blickpunkt zu rücken.

Wochenausblick für die Zeit vom 8. Mai bis 12. Mai 2017

	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai.	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge, m/m	6,1%	-6,8%	3,4%	0,3%			8. Mai
D: Auftragseingänge, y/y	8,4%	0,0%	4,6%	1,3%			8. Mai
D: Industrieproduktion, m/m	-2,4%	2,2%	2,2%	0,5%			9. Mai
D: Industrieproduktion, y/y	-0,2%	-0,5%	2,3%	4,0%			9. Mai
D: Exporte, m/m	-2,0%	2,4%	0,9%	0,2%			9. Mai
D: Exporte, y/y	3,4%	5,8%	6,2%	4,5%			9. Mai
D: Importe, m/m	0,0%	2,8%	-1,6%	0,2%			9. Mai
D: Importe, y/y	5,6%	7,1%	5,7%	8,1%			9. Mai
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,7%	-0,6%	0,6%	0,2%	0,0%		12. Mai
D: Konsumentenpreise, y/y - final	1,7%	1,9%	2,2%	1,6%	2,0%		12. Mai
E-19: Sentix	10,0	18,2	17,4	20,7	23,8	23,0	8. Mai
E-19: Industrieproduktion, m/m	-1,1%	0,3%	-0,3%	0,2%			12. Mai
E-19: Industrieproduktion, y/y	2,4%	0,0%	1,1%	2,2%			12. Mai
	Q3 16		Q4 16		Q1 17		
D: BIP, q/q (w.d.a)	0,1%		0,4%		0,7%		12. Mai
D: BIP, y/y (w.d.a)	1,7%		1,8%		1,7%		12. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Die Macht des Stärkeren entscheidet beim Brexit



Zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich hat das Pokerspiel um den Brexit begonnen. In der ersten Runde, in der die Verhandlungspositionen abgesteckt wurden, hat die EU den schon hohen Einsatz der Briten noch übertroffen. Während Premierministerin Theresa May kaum verhohlen mit niedrigen Unternehmenssteuern oder einer wirtschaftlichen Zuwendung zu anderen Volkswirtschaften drohte, konterte die EU mit hohen Forderungen für die Austrittskosten von bis zu 100 Mrd. Euro. Wie so oft dienen Maximalforderungen dazu, die eigene Position zu stärken, das Verhandlungsergebnis wird sicher irgendwo in der Mitte liegen. Doch spricht einiges dafür, dass die EU nicht nur blufft, sondern die besseren Karten in der Hand hält. Großbritannien ist mit seinen 64 Mio. Einwohnern von der EU mit rund 440 Mio. Einwohnern wirtschaftlich noch stärker abhängig, als es umgekehrt der Fall ist. In der jüngeren Vergangenheit haben die großen Binnenmärkte wie die USA oder die EU

ihre Verhandlungsmacht im Wohle der Gesamtheit nicht voll ausgespielt. Mit der Wahl von Trump zum US-Präsidenten spricht jedoch einiges dafür, dass die Kräfteverhältnisse in der Zukunft einen größeren Einfluss haben werden. Dies könnte einige Anleger noch überraschen. Für das zuletzt noch sehr stabile Britische Pfund steht daher eine Belastungsprobe bevor. Denn sowohl höhere Kapitalabflüsse für die Begleichung der Austrittskosten als auch die Sorge vor spürbaren Einschränkungen des Waren- und Dienstleistungsverkehrs werden die Wirtschaftsperspektiven des Inselreichs spürbar beeinträchtigen. Angesichts eines Leistungsbilanzdefizits von heute schon über 4% dürfte dann eine Abwertung des Britischen Pfund auf 0,90 EUR/GBP notwendig sein, um das Gleichgewicht zu gewährleisten. Wir empfehlen daher, Investitionen in das Britische Pfund aufzuschieben.

	Stand	Veränderung zum			
	04.05.2017 15:47	27.04.2017 -1 Woche	03.04.2017 -1 Monat	03.02.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20945	-0,2%	1,4%	4,4%	6,0%
S&P 500	2391	0,1%	1,3%	4,1%	6,8%
Nasdaq	6073	0,4%	3,0%	7,2%	12,8%
DAX	12623	1,4%	3,0%	8,3%	9,9%
MDAX	24942	1,1%	4,4%	10,1%	12,4%
TecDAX	2131	2,2%	4,7%	14,9%	17,6%
EuroStoxx 50	3616	1,5%	4,1%	10,5%	9,9%
Stoxx 50	3219	0,8%	2,3%	7,0%	6,9%
SMI (Swiss Market Index)	8938	1,1%	3,5%	7,0%	8,7%
FTSE 100	7243	0,1%	-0,5%	0,8%	1,4%
Nikkei 225	19446	1,0%	2,4%	2,8%	1,7%
Brasilien BOVESPA	65568	1,4%	0,5%	0,9%	8,9%
Russland RTS	1087	-1,8%	-3,2%	-8,7%	-5,7%
Indien BSE 30	30126	0,3%	0,7%	6,7%	13,1%
China Shanghai Composite	3127	-0,8%	-3,0%	-0,4%	0,8%
MSCI Welt (in €)	1883	-0,4%	-0,7%	2,5%	3,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	986	0,2%	-0,4%	5,4%	10,2%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	160,83	-118	-126	-166	-332
Bobl-Future	131,49	-43	-65	-175	-214
Schatz-Future	112,18	-9	-20	-13	-12
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	-3	-3	-6	0
3 Monats \$ Libor	1,17	0	2	14	18
Fed Funds Future, Dez 2017	1,24	0	0	12	0
10-jährige US Treasuries	2,36	7	1	-13	-8
10-jährige Bunds	0,39	9	11	-2	29
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	0	-5	-8	-3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,08	9	12	6	13
US Treas 10Y Performance	577,19	-0,1%	0,2%	1,8%	1,4%
Bund 10Y Performance	610,47	-0,2%	-0,4%	0,9%	-0,4%
REX Performance Index	482,94	0,0%	-0,3%	0,1%	-0,5%
IBOXX AA, €	0,70	1	1	-9	2
IBOXX BBB, €	1,38	-2	-7	-22	-12
ML US High Yield	6,06	3	-15	-11	-40
JPM EMBI+, Index	821	0,5%	2,3%	3,7%	6,3%
Wandelanleihen Exane 25	7160	0,0%	1,9%	3,9%	3,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	408,49	0,1%	-1,5%	-5,0%	-2,9%
MG Base Metal Index	292,73	-0,9%	-3,4%	-1,7%	4,6%
Rohöl Brent	49,69	-1,9%	-6,6%	-12,9%	-12,4%
Gold	1225,76	-3,1%	-2,2%	0,6%	5,9%
Silber	16,53	-4,5%	-9,4%	-5,6%	3,0%
Aluminium	1915,50	0,0%	-1,3%	5,1%	12,4%
Kupfer	5566,75	-1,8%	-2,8%	-3,4%	0,8%
Eisenerz	68,50	3,0%	-15,4%	-18,0%	-14,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1034	-8,8%	-19,3%	37,5%	7,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0931	0,5%	2,5%	1,8%	3,7%
EUR/ GBP	0,8473	0,6%	-0,7%	-1,8%	-0,7%
EUR/ JPY	123,38	1,7%	4,0%	1,6%	0,0%
EUR/ CHF	1,0846	0,2%	1,5%	1,4%	1,0%
USD/ CNY	6,8945	-0,1%	0,1%	0,3%	-0,8%
USD/ JPY	112,76	1,3%	1,7%	0,0%	-3,5%
USD/ GBP	0,7754	0,0%	-3,2%	-3,0%	-4,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@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 herein 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.