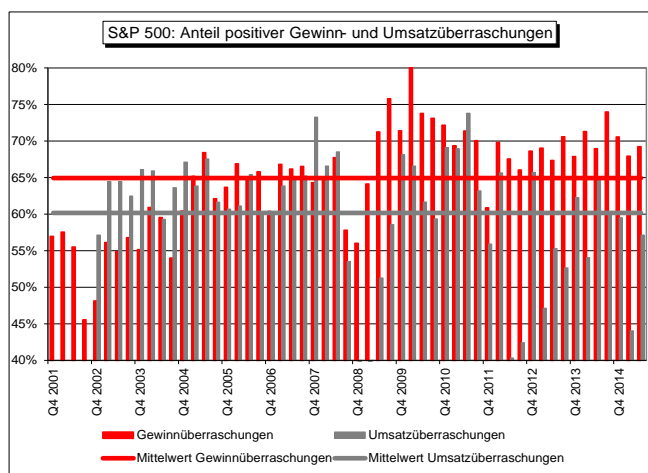


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

US-Berichtssaison: Top oder Flop?

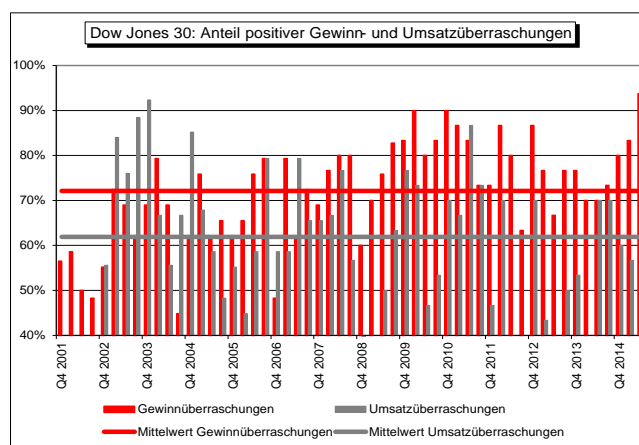
Seit gut zwei Wochen ist die US-Berichtssaison in vollem Gange. Wer die mediale Berichterstattung in dieser Zeit verfolgt hat, dem präsentiert sich ein recht diffuses Gesamtbild. Schienen die ersten Quartalsergebnisse allesamt positiv zu überraschen – besser als erwartete Ergebnisse bei fast allen amerikanischen Finanzinstituten und zum Teil hervorragende Zahlen von Technologieunternehmen wie Google –, so hat sich das Bild in den letzten Tagen gedreht: Nun dominierten negative Nachrichten das Geschehen. Entweder waren es die Gewinne, die nicht überzeugten oder es wurde eine zu schwache Umsatztätigkeit oder ein nicht überzeugender Ausblick bemängelt. Industrieunternehmen, wie United Technologies, die unter der Nachfrageschwäche Chinas leiden, konnten zwar die Gewinnerwartungen übertreffen, mussten aber ihren Gesamtjahresausblick nach unten revidieren, sodass die Aktie den größten Kurseinbruch seit dem 11. September 2001 verzeichnete. Auch die vorher hoch gelobten Techwerte verfehlten zuletzt reihenweise die in sie gesetzten Erwartungen. Insbesondere Apple, aber auch IBM, Microsoft und Yahoo fielen in Ungnade. Die Aktienkurse dieser Unternehmen mussten zum Teil ordentlich Federn lassen, obwohl mit Ausnahme von Yahoo alle übrigen genannten Unternehmen besser als erwartete Ertragszahlen abgeliefert haben. Für uns Anlass genug, um einmal einen genaueren Blick hinter die Kulissen zu werfen und zu schauen, wie gut oder schlecht die Berichtssaison denn nun wirklich läuft.



Analysiert man die bislang vorgelegten Quartalszahlen auf Indexbasis, so lässt sich feststellen, dass die bisherige Berichtssaison aus unserer Sicht zumindest das Prädikat „gut“ verdient. Diese Aussage gilt sowohl für die Unternehmen aus dem S&P 500 als auch für die Technologiewerte aus dem Nasdaq 100 Index. Vergleicht man die bislang veröffentlichten Ergebnisse für das vergangene Quartal mit den Gewinnprognosen der Analysten (zum Abgleich verwenden wir zwei verschiedene Datenbanken, zum einen die Analysteneinschätzungen von IBES, zum anderen die von Factset) so kommt man zu dem Ergebnis, dass von den fast 120 Unternehmen aus dem S&P 500 76% (bei IBES) bzw. 69% (bei Factset) die Erwartungen übertroffen haben. Aus unserer Factset-Datenbank geht hervor, dass das sogenannte

„Surprise-Ratio“, also der Anteil der Unternehmen mit einer besser als prognostizierten Gewinnentwicklung, seit dem 4. Quartal 2001 im Durchschnitt bei 65% gelegen hat. Für die Nasdaq 100 haben bisher rund ein Viertel aller Firmen ihre Quartalszahlen vorgelegt. Die Daten von IBES zeigen, dass 75% der Unternehmen besser als erwartete Gewinne berichtet haben, bei Factset beträgt die Quote 73%. Im Mittel wurden seit Q4 2001 die Prognosen von 64% der Firmen übertroffen. Im Vergleich zum S&P 500 und zur Nasdaq 100, die beide also sehr solide „Hit Ratios“ aufweisen, ist die Berichtssaison für die Unternehmen im Dow Jones 30 Index bislang sogar noch besser verlaufen: Von 16 Quartalsbilanzen haben 15 bessere Zahlen aufgewiesen als erwartet. Der positive Überraschungsquotient von 94% liegt nicht nur deutlich über dem langjährigen Mittelwert von 72%, er ist sogar – zumindest bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt – der beste jemals gemessene Wert seit Q4 2001!

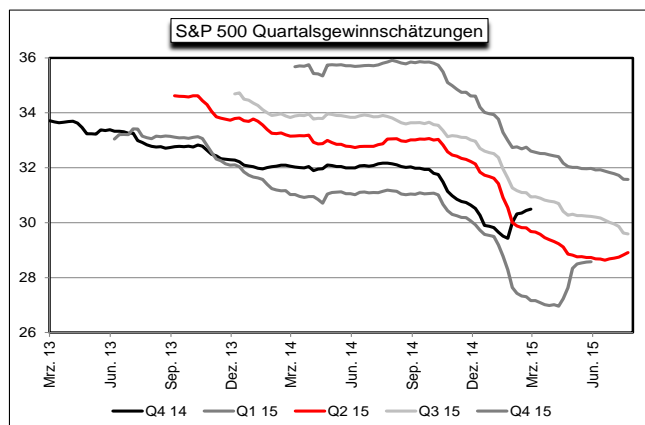
Nicht ganz so positiv ist das Bild, wenn man auf die Umsatzentwicklung abstellt. Allerdings halten wir die bislang abgelieferten Zahlen vor dem Hintergrund des nur moderaten Wirtschaftswachstums und dem starken US-Dollar ebenfalls für gut. Im Vergleich zu den langjährigen Durchschnittswerten ergeben sich für den S&P 500 nur marginale Abweichungen nach unten (aktuell 57% vs. 60% im Mittel seit Q4 2002). Von den Technologiewerten haben es 61% der Unternehmen geschafft, die Umsatzerwartungen zu übertreffen im Vergleich zum langjährigen Mittelwert von 66%. Auch bei diesem Kriterien schneiden die Unternehmen aus dem Dow Jones 30 am besten ab: 69% der bislang berichtenden Firmen haben die Umsatzprognose übertroffen, der Durchschnittswert beträgt hier 62%. Auffällig ist bei allen drei Indizes die deutliche Steigerung der positiven Überraschungen im Vergleich zum Vorquartal, in dem es je nach Index nur 44% (S&P 500 und Nasdaq 100) bzw. 57% der Unternehmen schafften, die in sie gesetzten Erwartungen hinsichtlich der Umsatzentwicklung zu übertreffen.



Allerdings wäre es zu kurz gegriffen, die Qualität einer Berichtssaison nur daran festzumachen, ob und wie viele Unternehmen die in sie gesetzten Erwartungen übertroffen oder verfehlt haben. Neben dieser relativen Beurteilung darf auch ein Blick auf die absolute Höhe der erzielten Gewinne und den Verlauf der Gewinnerwartungen im Vor-

feld der Berichtssaison nicht fehlen. So ist es eine in den vergangenen Jahren übliche Prozedur gewesen, dass die Unternehmensanalysten ihre ursprünglichen Gewinnprognosen zunächst viel zu hoch angesetzt haben und diese mit dem Näherrücken einer Quartalsberichterstattung dann sukzessive reduziert haben. Ebenso üblich war es in der Vergangenheit, dass die Reduzierung der Prognosen umso schneller betrieben wurde, je näher der Veröffentlichungstermin des Quartalsberichtes rückte. Dies führte dazu, dass bei den Erwartungen zum Ende eines Quartals hin meistens ein regelrechter Sturzflug zu verzeichnen war. Die Latte, die die Unternehmen dann mit ihrem Zahlenwerk erreichen bzw. überspringen mussten, lag somit vergleichsweise niedrig. Dies ist sicherlich auch der Hauptgrund dafür, dass im Durchschnitt der vergangenen knapp 15 Jahre fast zwei Drittel der Unternehmen bei Gewinnen und Umsätzen positiv überraschen konnten.

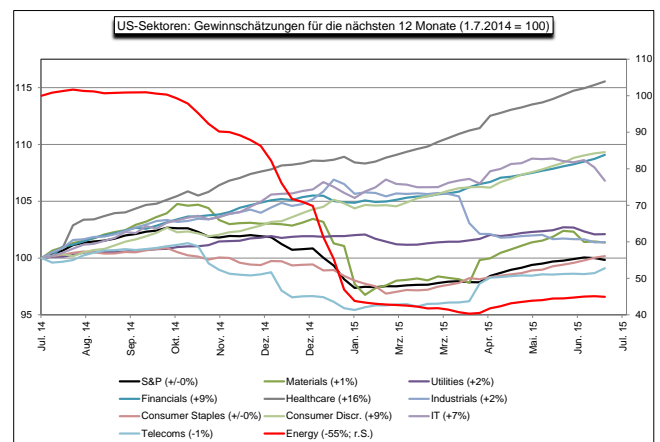
Der Verlauf der Gewinnprognosen für das 2. Quartal 2015 macht von dem beschriebenen Muster keine wesentliche Ausnahme. Zu Beginn des Jahres 2015 wurde für den S&P 500 ein Q2-Gewinn von 31,62 Indexpunkten prognostiziert; gegenüber dem Vorjahresquartal entsprach dies einem Zuwachs von gut 6%. Ende Juni, also kurz vor dem Start der Veröffentlichungsperiode, hatte sich die Gewinnprognose auf 28,63 Indexpunkte reduziert; gegenüber dem Vorjahr wurde nun ein Gewinnrückgang von fast 4% erwartet. Allerdings war der Trend der negativen Gewinnrevisionen stabil, der in den vergangenen Quartalen zu beobachtende Sturzflug blieb diesmal aus. Mit den ersten veröffentlichten Zahlen haben die Analysten dann wieder begonnen, ihre Schätzungen nach oben zu revidieren. Ob es – wie im 1. Quartal 2015 geschehen – gelingen wird, den ursprünglich erwarteten Gewinnrückgang gegenüber dem Vorjahr abzuwenden (kurz vor dem Start der Berichtssaison prognostizierten die Analysten einen Gewinnrückgang von 3% gegenüber dem Vorjahr, nachdem alle Unternehmen ihre Zahlen vorgelegt hatten wurde daraus ein Plus von 3%), lässt sich noch nicht sagen. Allerdings gehen wir aufgrund des bisherigen Verlaufs der Quartalsberichterstattung davon aus, dass die Gewinne auch in den nächsten Wochen weiter nach oben revidiert werden.



Ein möglicher Gewinnrückgang im 2. Quartal wäre – so er sich denn tatsächlich einstellen würde – der erste seit dem 3. Quartal 2009. Stehen die Zeichen also wieder auf Krise? Wir haben immer argumentiert, dass im Falle sinkender Unternehmensgewinne an den Aktienmärkten die höchste

Alarmstufe gilt, weil dann auch fast immer mit sinkenden Aktienkursen zu rechnen ist. Doch so negativ fällt unsere Beurteilung heute nicht aus. Ein möglicher Gewinnrückgang (der bei dem derzeitigen Trend der Gewinnüberraschungen durchaus noch abgewendet werden kann), ist im Wesentlichen auf einen Effekt zurückzuführen: den gesunkenen Ölpreis. Denn dieser hat dafür gesorgt, dass die Gewinnerwartungen für den Sektor Energie in den vergangenen 12 Monaten geradezu kollabiert sind. Im 2. Quartal sollen die Gewinne in diesem Sektor um gut 55% gegenüber dem Vorjahresquartal sinken. Auch für das Gesamtjahr wird mit einem Minus in selber Größenordnung gerechnet.

Dagegen sieht es in fast allen anderen Branchen besser aus. Für das abgelaufene Quartal rechnen die Unternehmensanalysten zwar auch für die Sektoren Industrials und Consumer Staples mit einem Gewinnrückgang gegenüber dem Vorjahr, dieser dürfte mit 4% bzw. 1% aber vergleichsweise moderat ausfallen. Zudem könnte es sein, dass die Gewinnerwartungen für diese Branchen zu negativ sind, denn im bisherigen Verlauf der Berichtssaison gehören beide Branchen zu denen mit dem höchsten Anteil an positiven Überraschungen. Für die übrigen sieben Sektoren wird im 2. Quartal dagegen mit höheren Gewinnen als im Vorjahr gerechnet. Auf Gesamtjahressicht werden mit Ausnahme des Energiesektors für alle übrigen 9 Branchen höhere Gewinne als im Jahr 2014 prognostiziert.



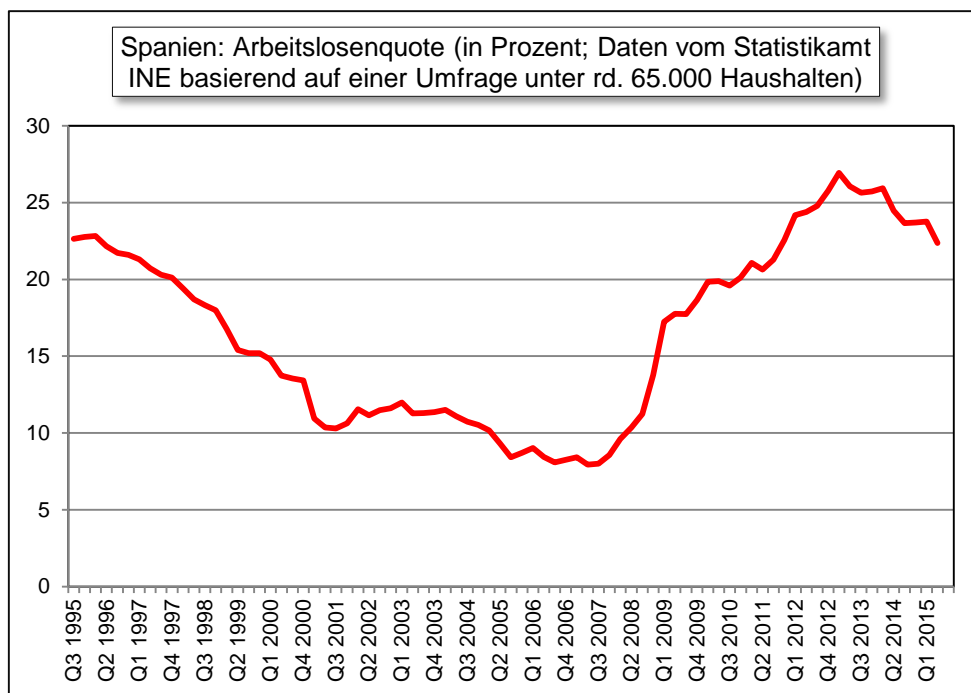
Unser Fazit ist, dass die US-Berichtssaison die in sie gesetzten Erwartungen mehr als erfüllen wird. Auch wenn noch viele Unternehmen ihre Gewinn- und Umsatzdaten bekanntgeben werden, ist die Stichprobe mittlerweile groß genug, um eine solche Aussage treffen zu können. Trotz der vergleichsweise hohen Bewertungen US-amerikanischer Aktien bekommen die Kurse somit von der Gewinnseite die notwendige Unterstützung, um bis zum Jahresende weiter anzusteigen. Für Deutschland und Europa liegen bislang noch zu wenige Daten vor, um schon eine ähnliche Schlussfolgerung ziehen zu können. Der schwache Euro, geringe Fremdkapitalkosten, gesunkene Rohstoffpreise und die verbesserte Konjunkturlage sprechen aber dafür, dass sich die Unternehmensgewinne in Europa sogar noch besser entwickeln werden als es in den USA der Fall ist. Insofern sind die Rahmenbedingungen für die weitere Entwicklung an den europäischen Börsen ebenfalls positiv einzuschätzen.

Wochenausblick für die Zeit vom 27. bis 31. Juli 2015

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	107,9	108,6	108,5	107,4	107,1		27. Juli
D: Importpreise, m/m	1,0%	0,6%	-0,2%	-0,6%			ab 27. Juli
D: Importpreise, y/y	-1,4%	-0,6%	-0,8%	-1,6%			ab 27. Juli
D: GfK Konsumklima	9,7	10,0	10,1	10,2	10,1	10,2	29. Juli
D: Veränderung Arbeitslose in Tsd, sa.	-14	-9	-5	-1	-9		30. Juli
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%		30. Juli
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,5%	-0,1%	0,1%	-0,1%	0,1%		30. Juli
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,3%	0,5%	0,7%	0,3%	0,1%		30. Juli
E-19: Geldmenge M3, y/y	4,6%	5,3%	5,0%	5,4%			27. Juli
E-19: Industrier vertrauen	-2,9	-3,2	-3,0	-3,4	-3,1		30. Juli
E-19: Konsumentenvertrauen	-3,7	-4,6	-5,6	-5,6	-7,1		30. Juli
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	11,2%	11,1%	11,1%	11,0%			30. Juli
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	-0,1%	0,0%	0,3%	0,8%	0,5%		31. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Weniger Arbeitslose in Spanien



Die positive Dynamik der spanischen Wirtschaft zeigte sich zuletzt auch am Arbeitsmarkt: Das Statistikamt teilte am Donnerstag in Madrid mit, die Arbeitslosenquote sei im zweiten Quartal auf 22,37% gefallen, den niedrigsten Wert seit dem dritten Quartal 2011. Auch bei den jungen Arbeitslosen im Alter von 20 bis 24 Jahren, die von der Krise besonders getroffen wurden, hat sich die Lage gebessert. Hier lag die Arbeitslosenquote im zweiten Quartal bei rund 45%, das sind acht Prozentpunkte weniger als noch Anfang 2013. Aus den Zahlen geht jedoch auch hervor, dass die Lage am spanischen Arbeitsmarkt trotz der jüngsten Verbesserungen nach wie vor sehr angespannt ist. Immerhin stehen die Vorzeichen gut

dafür, dass die Belebung am Arbeitsmarkt anhält. Wir rechnen damit, dass die spanische Wirtschaft 2015 um rund 3% wachsen wird, für 2016 zeichnet sich nach Reuters-Konsensprognosen ein Wachstum von 2,5% ab. Dies dürfte, zusammen mit den ersten positiven Auswirkungen der durchgeführten Reformen, die Erholung am spanischen Arbeitsmarkt stützen.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	23.07.2015	16.07.2015	22.06.2015	22.04.2015	31.12.2014
Aktienmärkte	17:31	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	17801	-1,8%	-1,8%	-1,3%	-0,1%
S&P 500	2114	-0,5%	-0,4%	0,3%	2,7%
Nasdaq	5172	0,2%	0,3%	2,7%	9,2%
DAX	11502	-1,8%	0,4%	-3,1%	17,3%
MDAX	20730	-1,2%	3,5%	-2,3%	22,4%
TecDAX	1814	1,0%	8,5%	8,9%	32,3%
EuroStoxx 50	3637	-1,1%	1,1%	-2,3%	15,6%
Stoxx 50	3442	-2,1%	1,1%	-2,9%	14,6%
SMI (Swiss Market Index)	9386	-0,8%	4,0%	0,3%	4,5%
Nikkei 225	20684	0,4%	1,3%	2,7%	18,5%
Brasilien BOVESPA	50349	-5,1%	-6,5%	-7,8%	0,7%
Russland RTS	885	-3,8%	-9,6%	-11,9%	11,9%
Indien BSE 30	28371	-0,3%	2,3%	1,7%	3,2%
China Shanghai Composite	4124	7,9%	-7,9%	-6,2%	27,5%
MSCI Welt (in €)	1767	-1,9%	1,7%	-3,2%	14,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	931	-2,1%	-2,5%	-13,0%	7,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	153,24	117	288	-595	-263
Bobl-Future	130,01	34	103	63	-27
Schatz-Future	111,28	1	8	3	19
3 Monats Euribor	-0,02	0	-1	-2	-10
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,02	0	-3	-1	0
3 Monats \$ Libor	0,29	1	1	2	4
Fed Funds Future, Dez 2015	0,32	1	1	-4	0
10-jährige US Treasuries	2,31	-4	-5	34	14
10-jährige Bunds	0,74	-5	-14	58	20
10-jährige JGB	0,42	-3	1	11	9
US Treas 10Y Performance	556,52	0,3%	0,5%	-2,6%	-0,3%
Bund 10Y Performance	571,86	0,9%	1,8%	-4,9%	-1,0%
REX Performance Index	470,74	0,4%	0,6%	-1,3%	-0,2%
Hypothekenzinsen USA	4,09	0	9	42	26
IBOXX AA, €	1,28	-9	-12	50	39
IBOXX BBB, €	1,96	-10	-16	53	17
ML US High Yield	7,12	20	48	76	18
JPM EMBI+, Index	702	-0,1%	-0,1%	-2,3%	1,4%
Wandelanleihen Exane 25	6927	0,0%	1,7%	-1,0%	7,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	410,32	-2,3%	-2,4%	-2,3%	-8,3%
MG Base Metal Index	268,99	-2,0%	-1,9%	-7,6%	-11,5%
Rohöl Brent	55,76	-3,2%	-11,0%	-10,5%	-2,7%
Gold	1094,66	-4,4%	-7,6%	-7,8%	-7,7%
Silber	14,83	-1,2%	-8,1%	-6,1%	-5,8%
Aluminium	1614,50	-3,5%	-3,2%	-11,3%	-11,5%
Kupfer	5341,00	-3,6%	-5,2%	-9,5%	-16,1%
Eisenerz	52,50	4,0%	-13,9%	1,0%	-27,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1118	10,8%	43,5%	86,3%	43,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0977	1,0%	-3,2%	2,2%	-9,6%
EUR/ GBP	0,7071	1,1%	-1,9%	-0,8%	-8,9%
EUR/ JPY	136,03	0,8%	-2,7%	5,9%	-6,3%
EUR/ CHF	1,0514	1,0%	0,8%	1,9%	-12,6%
USD/ JPY	123,97	-0,2%	0,5%	3,4%	3,6%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung 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. 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.