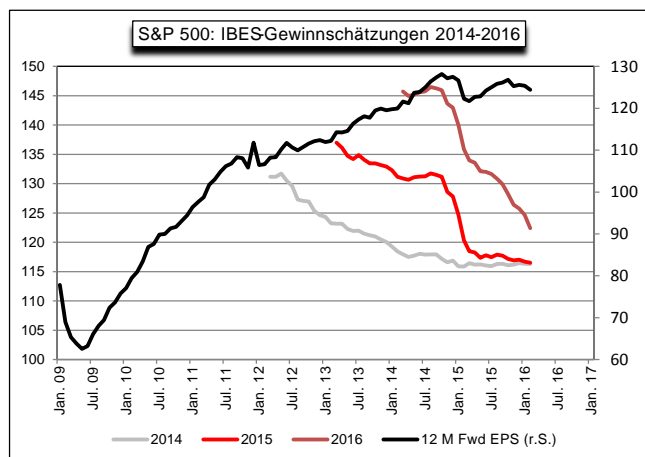


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Erste Einschätzung zur US-Berichtssaison

Neben der Sorge vor einer stärkeren konjunkturellen Abkühlung treibt die Anleger derzeit vor allem die Frage um, ob es den Unternehmen gelingt, ihre Gewinne zu halten oder zu steigern. In den USA war bereits 2015 zu beobachten, dass es den Unternehmen in der Summe nicht mehr gelungen ist, die Gewinne des Jahres 2014 zu übertreffen.



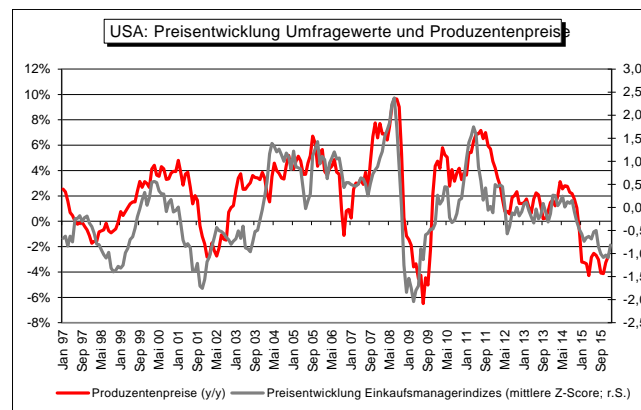
Dazu hatten mehrere Belastungsfaktoren beigetragen: Als wesentliche Argumente wurde neben dem niedrigen Ölpreis (die mit weitem Abstand größten Verluste gab es im Energiesektor zu verzeichnen) auch der starke US-Dollar als Ursache angeführt.

Weniger intensiv diskutiert, aber mindestens genauso wichtig sind jedoch drei weitere Faktoren, die auch aktuell noch wirken. Erstens ist dies die Situation am Arbeitsmarkt, die sich zu Gunsten der Konsumenten, aber zu Lasten der Unternehmen entwickelt hat. In der Finanzkrise haben die US-Unternehmen in einem in der jüngeren Geschichte beispiellosen Umfang Arbeitskräfte freigesetzt und so ihre Kostenbasis mitunter drastisch reduziert. Während in den ersten Jahren nach der Finanzkrise nur zögerlich eingestellt wurde und die Löhne kaum stiegen, hat die Beschäftigung mittlerweile ein neues Rekordhoch erreicht und die Löhne steigen moderat an. Bei Stellen für Spezialisten sind verschiedenen Berichten zufolge bereits deutliche Lohnsteigerungen und teilweise Personalengpässe zu verzeichnen. Die Personalkosten sind daher im Schnitt angestiegen.

Der zweite Faktor, der sich massiv auf die Gewinne ausgewirkt hat, sind die niedrigen Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt und auch bei Banken, die letztlich ein Ergebnis der expansiven Geldpolitik waren. Die Refinanzierungskosten bleiben in der Breite – mit Ausnahme einiger Sektoren – niedrig, doch der Einfluss auf die Gewinnentwicklung nimmt ab. Denn die meisten Unternehmen dürften mittlerweile zu den deutlich günstigeren Konditionen refinanziert sein, so dass die Refinanzierungskosten kaum noch weiter reduziert werden können. Das Niveau der Zinszahlungen bleibt also niedrig, die Veränderung bei den Zinsbelastungen, auf die am Kapitalmarkt besonders stark geschaut wird, gehen jedoch zurück. In den derzeit besonders unter Druck stehenden Sektoren Energie und Grund-

stoffe könnten sich die Refinanzierungskosten dagegen zunehmend als (stark) belastender Faktor erweisen.

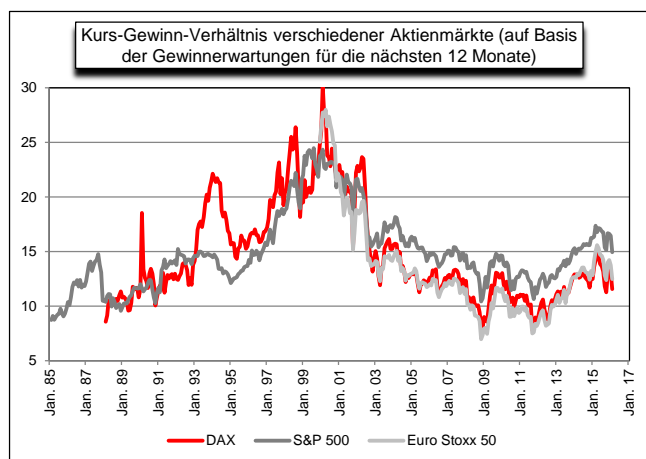
Der dritte Faktor ist die vor allem auf den Gütermärkten zu beobachtende, hohe Wettbewerbsintensität. Diese spiegelt sich bei den Produzentenpreisen wider, die in vielen Industrieländern und auch in einigen Schwellenländern nur geringfügig ansteigen oder sogar fallen. Auf diesen Umstand haben wir in der Vergangenheit mehrmals hingewiesen, mit dem Zusatz, dass sich nur Unternehmen mit technischem Vorsprung, in Nischen, mit monopolartigen Strukturen oder mit Markenprodukten dieser allgemeinen Preisentwicklung teilweise entziehen können. Gerade für die Erzeuger von Produkten, die sich vornehmlich über den Preis verkaufen, ist ein Umfeld mit kaum steigenden oder fallenden Preisen jedoch mit großen Herausforderungen verbunden. Mittlerweile gibt es erste Anzeichen dafür, dass die Erzeugerpreise zumindest nicht noch weiter fallen. Das gegenwärtige Niveau der Erzeugerpreise und auch der in Umfragen ermittelten Preise für den Ein- und Verkauf bei den Unternehmen bleiben jedoch immer noch sehr niedrig.



Vor dem Hintergrund all dieser Faktoren ist es nicht gänzlich verwunderlich, dass die 2016er-Gewinnerwartungen für die S&P-500-Unternehmen zuletzt weiterhin nach unten revidiert wurden. So wurde noch im September 2015 mit einem Gewinnplus von mehr als 10% im Jahr 2016 gerechnet, aktuell sind es nur noch 5,1%. Bis zuletzt war nicht zu erkennen, dass die Unternehmensanalysten wieder mehr Zuversicht schöpfen und für die Zukunft erneut höhere Gewinne erwarten.

Teilweise ist der vorsichtigere Ausblick der Analysten sicherlich auf die Unternehmensgewinne der angespannten Situation im Energiesektor geschuldet; dort könnten einige Unternehmen in existentielle Schwierigkeiten geraten, wenn der Ölpreis nicht bald kräftig ansteigt oder wenn sie sich zu den aktuellen Marktkonditionen refinanzieren müssen. Bereits im Jahr 2015 rechneten die Analysten damit, dass die Gewinne im Energiesektor gegenüber dem Vorjahr um fast 60% fallen, 2016 sollen sie abermals um mehr als ein Drittel niedriger liegen. Rechnet man die Verluste der Öl-Unternehmen aus dem S&P 500 heraus, dann wäre auch 2015 unter dem Strich noch ein Gewinnplus zu verzeichnen gewesen. Eine Entwarnung kann dies allerdings nicht sein. Denn im vierten Quartal 2015 sind die Gewinne in immer-

hin fünf aus zehn Sektoren gefallen, für das erste Quartal 2016 rechnen die Unternehmensanalysten ebenfalls in fünf aus zehn Sektoren mit schwächeren Zahlen, und in zwei Sektoren wird eine Stagnation der Gewinne prognostiziert. Am aktuellen Rand erscheint die Situation bei den Unternehmen also insgesamt eingetrübt zu sein, und zwar nicht nur isoliert im Sektor Energie. Darüber hinaus beschränkt sich die zunehmend vorsichtigere Einschätzung der Analysten keinesfalls nur auf den Energiesektor. So wurden die Gewinnschätzungen für das Gesamtjahr 2016 in den letzten drei Monaten ausnahmslos in jedem Sektor reduziert, und über einen Zeitraum von sechs Monaten hat die Skepsis für alle Sektoren außer den relativ wenig zyklischen Branchen Telekommunikation und Versorger zugenommen. Das ist angesichts nach wie vor ordentlicher Bewertungskennzahlen am US-Aktienmarkt keineswegs ganz auf die leichte Schulter zu nehmen: So liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis immer noch deutlich über dem Mittel der vergangenen fünf Jahre, das Preis-Buchwertverhältnis mit 2,3 ist zwar zuletzt ebenfalls leicht zurückgekommen, deutlich höhere Werte wurden am Markt jedoch nur vor der Finanzkrise gezahlt. Der US-Aktienmarkt ist zwar keinesfalls als „teuer“ zu bezeichnen, aber die aktuelle Bewertungssituation bildet eben auch keinen großen Puffer gegen Enttäuschungen bei den Unternehmen.



In dieser Gemengelage folgt die Berichtssaison ihren eigenen Regeln, was die Bewertung durch Analysten, Medien und den Markt betrifft: Neben dem Ausblick für die kommenden Monate wird in der Regel dem Umstand besondere Bedeutung zugemessen, ob die Unternehmen die Erwartungen an den Umsatz und die Gewinne erfüllen können. Dabei könnte man den Eindruck bekommen, dass in den Wochen und Monaten vor der Veröffentlichung der Zahlen eine Art regelmäßiges Ritual zwischen den Unternehmen und den Unternehmensanalysten stattfindet, in dem darüber befunden wird, wie hoch die Hürden für die Umsätze und die Gewinne denn anzusetzen sind. Nicht selten werden die Schätzungen für die Unternehmensgewinne vor der Berichtssaison dann noch etwas nach unten angepasst, so dass es den Unternehmen leichter gelingt positiv zu überraschen. Nichtsdestotrotz sind wir der Ansicht, dass die Gewinn- und Umsatzüberraschungen durchaus einen gewissen Wert haben, weil die Zahlen für die aktuelle Berichtssaison unter ähnlichen Bedingungen zustande kommen wie die vergan-

gener Berichtsperioden, die wir als Vergleichsmaßstab heranziehen.

Dabei fällt der erste Eindruck für die laufende Berichtssaison durchaus konstruktiv aus: Von den 112 Unternehmen, die bislang aus dem S&P 500 berichtet haben, meldeten 78% höhere Gewinne als erwartet. Im Dow Jones und im Nasdaq 100 Index lag der Anteil jeweils bei rund 90%. Diese Zahlen stammen aus der I/B/E/S-Datenbank. Bei Factset, die ebenfalls Daten zum Thema Gewinnschätzungen bieten, liegen bereits für eine etwas größere Zahl an Unternehmen Ergebnisse vor; der Anteil der Gewinnüberraschungen liegt etwas niedriger (S&P 500: 73%, Dow Jones: 83%; Nasdaq 100: 74%) als bei I/B/E/S, aber grundsätzlich ebenfalls auf einem durchaus erfreulichen Niveau und etwas höher als im langjährigen Mittel.

Auswertung der aktuellen Berichtssaison (Quelle: IBES)					
27.01.2016	berichtende Unternehmen	davon:			Surprise-Ratio
		positiv	negativ	in Line	
S&P 500	112	87	25	0	78%
Dow Jones	17	15	2	0	88%
Nasdaq 100	23	21	2	0	91%
DAX	2	2	0	0	100%
MDAX	2	2	0	0	100%
SDAX	0	0	0	0	n.V.
TecDAX	1	1	0	0	100%
Euro Stoxx 50	5	4	1	0	80%
Stoxx 50	4	2	2	0	50%
Stoxx 600	16	11	5	0	69%
Swiss Market Index	2	1	1	0	50%
FTSE 100	0	0	0	0	n.V.
Nikkei 225	12	6	6	0	50%

Etwas gedämpfter fällt der Blick auf die Umsatzüberraschungen (aus der Factset-Datenbank) aus, die im S&P 500 und im Dow Jones lediglich bei 50% liegen. Immerhin konnten 63% der Unternehmen aus dem Nasdaq-100-Index, die ihre Zahlen schon vorgelegt haben, die Schätzungen übertreffen. Wie das Gesamtpaket aus Gewinnen, Umsätzen und Ausblick am Markt aufgenommen wird, dafür gibt die initiale Kursreaktion am Markt zumindest eine Indikation. Diese ist im S&P 500 bei 46% der Unternehmen und im Dow Jones bei 39% der Unternehmen positiv ausgefallen. Bei den Unternehmen aus dem Nasdaq 100 Index waren es 53%. Das ist aus unserer Sicht recht verhalten. Diesem Befund sollte jedoch nicht zu viel Aufmerksamkeit gewidmet werden. Partiiell dürfte das Ergebnis verzerrt sein, weil die Berichtssaison in eine turbulente Zeit am Aktienmarkt fällt, und auch der Gesamtmarkt schwächer tendierte. Wir halten vor allem die Entwicklung der Gewinne, aber auch die der Umsätze für deutlich aussagekräftiger.

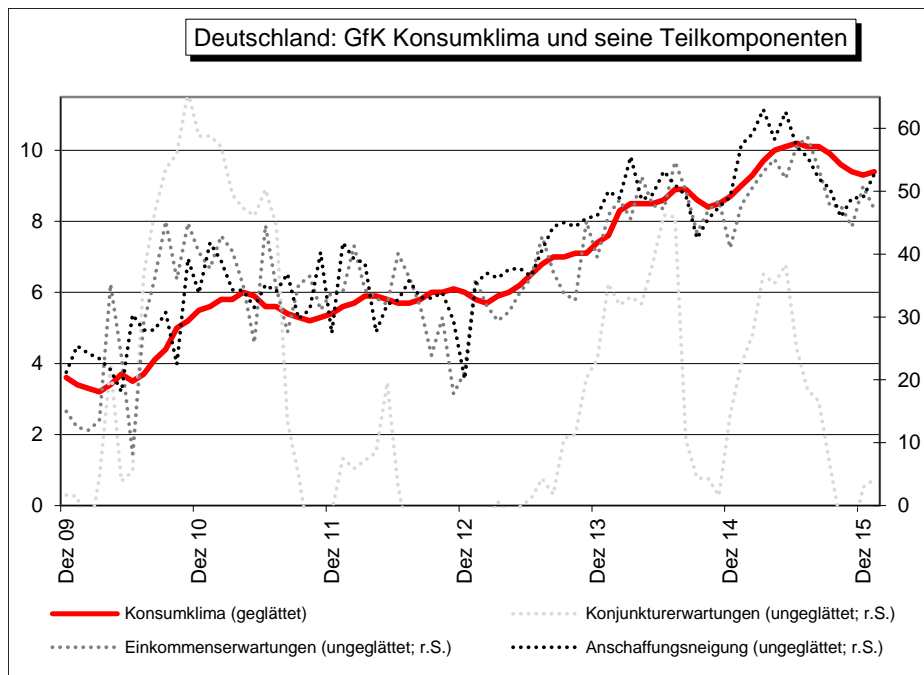
Da die Berichtssaison noch nicht so weit fortgeschritten ist und noch eine ganze Reihe an Quartalsberichten ausstehen, sind diese Ergebnisse vorläufiger Natur; es besteht durchaus die Möglichkeit, dass die Einschätzung in einigen Wochen anders ausfallen könnte. Bei den allgemeinen Entwicklungen, die sich derzeit auf den Gewinnrend in den USA auswirken, gibt es allerdings durchaus Belastungsfaktoren. Solange sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den USA und auch weltweit nicht maßgeblich verschlechtern, könnten die Gewinnwachstumsraten etwas abnehmen, aber zumindest in den meisten Sektoren grundsätzlich aufwärts gerichtet bleiben. Ein erhöhtes Risiko für die Gewinne besteht jedoch, wenn sich die Lage der Weltwirtschaft nochmals verschlechtern sollte.

Wochenausblick für die Zeit vom 01. bis 05. Februar 2016

	Aug	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	53,3	52,3	52,1	52,9	53,2	52,1	01. Februar
D: Arbeitslose, Veränderung in Tsd., sa	-8	1	-7	-14	-13	-2	02. Februar
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3	02. Februar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,9	54,1	54,5	55,6	56,0	55,4	03. Februar
D: Auftragseingang, m/m	-2,1%	-0,7%	1,7%	1,5%	0,4%		05. Februar
D: Auftragseingänge, m/m	2,0%	-0,6%	-1,6%	2,2%	-0,8%		05. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	52,3	52,0	52,3	52,8	53,2	52,3	01. Februar
E-19: Arbeitslosenquote	10,8	10,7	10,6	10,5	10,6		02. Februar
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,8%	-0,4%	-0,3%	-0,2%	-0,3%		02. Februar
E-19: Produzentenpreise, y/y	-2,6%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-2,5%		02. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,4	53,7	54,1	54,2	54,2	53,6	03. Februar
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,1%		03. Februar
E-19: Einzelhandelsumsätze, y/y	2,5%	3,2%	2,5%	1,6%	1,0%		03. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Deutsche Konsumenten sind weiter optimistisch



Die Stimmung der Konsumenten bleibt auf einem hohen Niveau: Das von der Nürnberger Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) für den Monat Februar ermittelte Konsumklima in Deutschland ist unverändert bei 9,4 Punkten geblieben und übertraf damit die Schätzungen, nach denen mit einem Rückgang um 0,1 Zähler zu rechnen gewesen wäre. Die Umfrageteilnehmer äußerten sich optimistischer zu den Perspektiven für die Konjunktur und auch die wichtigste Teilkomponente, die Anschaffungsneigung, verbesserte sich gegenüber dem Vormonat. Zwar sank die Teilkomponente der Einkommenserwartungen als einzige leicht unter den Vormonatswert, allerdings scheinen diese Erwartungen die Konsumenten bisher nicht dazu zu animieren, größere Anschaffungen zu verschieben. Insgesamt sehen wir mit dem weiterhin positiven Konsumklima unsere Einschätzung bestätigt, dass der private

Verbrauch die Entwicklung der deutschen Wirtschaft 2016 maßgeblich stützen wird. Neben der immer noch guten Stimmung sprechen dafür auch die positive Entwicklung der Beschäftigung, die positive Einkommensentwicklung und die geringe Inflation, die dazu beitragen, dass die reale Kaufkraft in Deutschland weiter zunimmt. Fraglich ist indes, ob der Rückenwind vom privaten Verbrauch auch bestehen bleibt, wenn der Gegenwind für die Unternehmen zunimmt. Dies ist derzeit vor allem in den USA zu beobachten, was im Haupttext dieser Publikation thematisiert wird. Wir bleiben für die Perspektiven der Wirtschaft in Deutschland und den meisten anderen Industrieländern verhalten optimistisch. Auch wenn derzeit große Unsicherheit am Kapitalmarkt herrscht, dürfte das Wachstum des letzten Jahres erneut erreicht werden können.

	Stand 28.01.2016	Veränderung zum			
		21.01.2016 -1 Woche	25.12.2015 -1 Monat	27.10.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	15944	0,4%	-9,2%	-9,3%	-8,5%
S&P 500	1883	0,7%	-8,6%	-8,9%	-7,9%
Nasdaq	4468	-0,1%	-11,5%	-11,2%	-10,8%
DAX	9881	3,2%	-7,9%	-7,6%	-8,0%
MDAX	19319	3,8%	-6,7%	-6,6%	-7,0%
TecDAX	1695	4,5%	-6,6%	-4,4%	-7,4%
EuroStoxx 50	3043	3,4%	-7,3%	-10,0%	-6,9%
Stoxx 50	2888	3,5%	-7,1%	-9,6%	-6,8%
SMI (Swiss Market Index)	8323	3,6%	-4,4%	-6,0%	-5,6%
Nikkei 225	17164	7,2%	-8,6%	-8,6%	-9,8%
Brasilien BOVESPA	38376	1,7%	-12,8%	-18,4%	-11,5%
Russland RTS	705	11,5%	-8,8%	-16,0%	-6,9%
Indien BSE 30	24492	2,2%	-5,2%	-10,1%	-6,2%
China Shanghai Composite	2736	-5,0%	-24,6%	-20,3%	-22,7%
MSCI Welt (in €)	1531	2,3%	-8,0%	-8,3%	-7,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	716	4,0%	-10,5%	-15,7%	-9,9%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	161,87	35	403	352	395
Bobl-Future	132,01	8	138	225	134
Schatz-Future	111,75	2	25	21	23
3 Monats \$ Libor	0,62	0	2	30	1
10-jährige US Treasuries	2,00	-2	-24	-3	-27
10-jährige Bunds	0,37	-1	-26	-7	-26
10-jährige JGB	0,22	-1	-4	-9	-3
US Treas 10Y Performance	578,25	0,2%	2,3%	0,7%	2,5%
Bund 10Y Performance	593,19	0,1%	2,4%	0,8%	2,5%
REX Performance Index	479,78	0,2%	1,0%	0,8%	1,2%
Hypothekenzinsen USA	3,81	0	-15	2	-20
IBOXX AA, €	1,17	-6	-12	-1	-11
IBOXX BBB, €	2,40	-8	12	28	13
ML US High Yield	9,41	-33	46	166	52
JPM EMBI+, Index	704	1,4%	0,1%	-1,9%	0,0%
Wandelanleihen Exane 25	6629	0,0%	-4,4%	-3,8%	-4,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	367,28	2,4%	-2,8%	-7,7%	-3,2%
MG Base Metal Index	225,34	3,2%	-2,4%	-9,1%	-3,0%
Rohöl Brent	31,21	11,5%	-14,8%	-34,1%	-14,6%
Gold	1115,94	2,0%	3,8%	-4,4%	5,0%
Silber	14,51	3,8%	0,8%	-9,1%	4,8%
Aluminium	1527,50	2,8%	-0,3%	6,0%	1,8%
Kupfer	4596,25	3,7%	-2,0%	-12,1%	-2,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	337	-5,1%	-29,5%	-54,4%	-29,5%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,09	0,0%	-0,5%	-1,6%	0,0%
EUR/ GBP	0,76	-0,4%	4,0%	5,7%	3,5%
EUR/ JPY	128,91	1,2%	-2,2%	-3,1%	-1,6%
EUR/ CHF	1,11	1,1%	2,4%	1,7%	2,2%
USD/ JPY	118,68	0,8%	-1,5%	-1,5%	-1,4%

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. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.