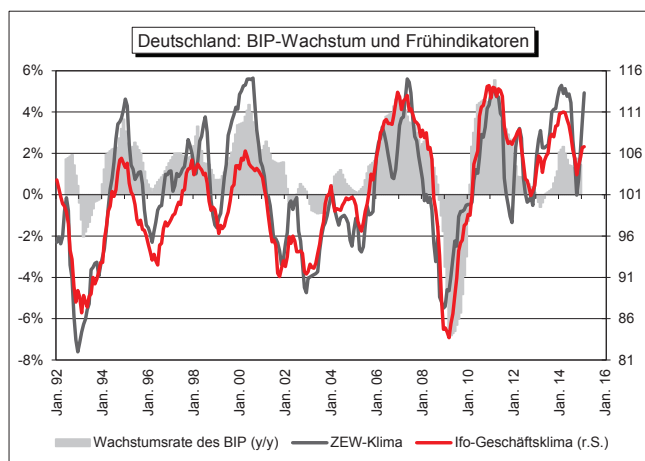


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Deutsche Wirtschaft nimmt Fahrt auf – Privater Konsum befeuert Wirtschaftswachstum

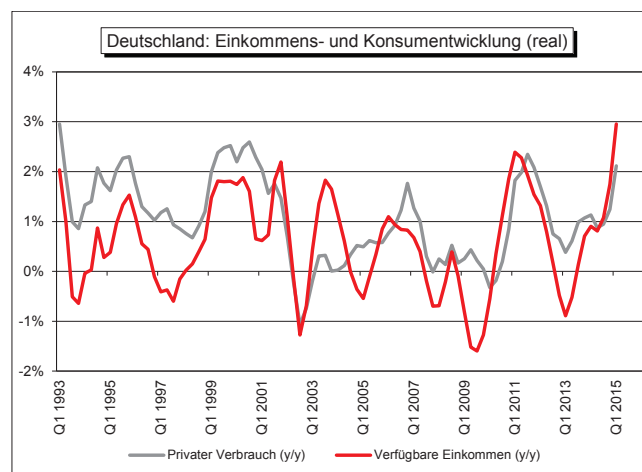
Wie schon im vergangenen Jahr ist die deutsche Wirtschaft auch 2015 mit Schwung in das neue Jahr gestartet. Allerdings wurden diese erfreulichen Aussichten im Jahr 2014 durch einen starken Einbruch im Frühjahr und Sommer temporär getrübt. Im Gegensatz dazu gibt ein Kernfaktor in diesem Jahr berechnete Hoffnung, dass dieses Szenario sich nicht wiederholt: der private Konsum. Schon im vierten Quartal 2014 haben die Verbraucher die deutsche Wirtschaft kräftig angekurbelt. Laut Statistischem Bundesamt trugen die Verbraucher mit ihren Ausgaben wesentlich dazu bei, dass das Bruttoinlandsprodukt (BIP) von Oktober bis Dezember um 0,7% zum Vorquartal anstieg. Damit ist die deutsche Wirtschaft im letzten Quartal 2014 mehr als doppelt so stark gewachsen wie erwartet und schließt das Jahr mit einem soliden Gesamtwachstum von 1,6% ab. Die Verbraucher steigerten ihren Konsum Ende 2014 um 0,8%, aber auch die Unternehmen investierten 0,4% mehr in Maschinen und Anlagen. Auch die Bauinvestitionen zogen mit 2,1% spürbar an. Dank dieser günstigen Entwicklung nahm der deutsche Staat im Jahr 2014 18 Milliarden Euro mehr ein als er ausgab und schrieb damit das dritte Jahr in Folge schwarze Zahlen. Die Summe entspricht einem Überschuss von 0,6% des BIPs und fiel deutlich besser aus als angenommen. In den beiden Vorjahren lag der Überschuss bei je 0,1%. Nach der Wiedervereinigung gab es nur einmal, im Jahr 2000, ein besseres Ergebnis: Damals waren hohe Einmal Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen für diese Entwicklung verantwortlich. Diesmal sorgt vor allem der private Konsum, befeuert durch eine geringere Sparneigung, steigenden Löhnen und Rekordbeschäftigung für das Plus.



Das von der Nürnberger Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) für den Monat März ermittelte Konsumklima in Deutschland ist mit 9,7 Punkten auf den höchsten Wert seit 13 Jahren gestiegen. Auch die drei wesentlichen Teilkomponenten des Konsumklimas (Einkommenserwartungen, Anschaffungsneigung und Konjunkturerwartungen) sind gegenüber dem Vormonat stark gestiegen. Grund für die kräftige Ausweitung der Konsumausgaben sind die derzeit ausgesprochen günstigen gesamtwirtschaftlichen Rahmen-

bedingungen. So stiegen die verfügbaren Einkommen der Deutschen aufgrund der anhaltenden Ausweitung der Beschäftigung kräftig. Auch profitieren die Realeinkommen von der geringen Inflation. Dazu trägt vor allem der deutliche Rückgang der Rohölpreise bei, der die privaten Haushalte bei den Heizkosten und den Kraftstoffkosten entlastet. Derzeit spricht einiges dafür, dass diese Faktoren den privaten Konsum sogar noch weiter steigern könnten. Da der private Konsum mit einem Anteil am BIP von rund 60% die wichtigste gesamtwirtschaftliche Verwendungskomponente darstellt sind dies auch gute Nachrichten für die gesamte Volkswirtschaft.

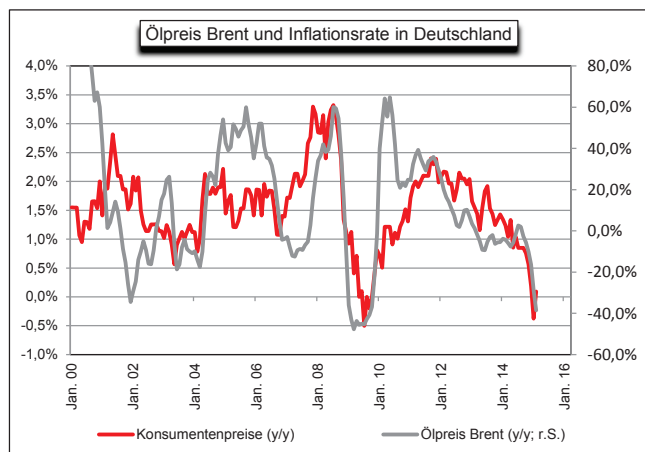
Ein wichtiger Grund für die gestiegene Kauflaune der Deutschen ist die Situation auf dem Arbeitsmarkt, die in der letzten Zeit für steigende Beschäftigung und höhere reale Einkommen gesorgt hat. Im Jahr 2014 lag die durchschnittliche Arbeitslosenzahl bei rund 2,9 Millionen und damit etwas niedriger als 2013. Für 2015 erwarten wir einen weiteren leichten Rückgang auf 2,85 Millionen. Wie die Bundesagentur für Arbeit mitteilte, ist die Zahl der Arbeitslosen im Februar um 15.000 auf 3,017 Millionen gesunken. Das ist die geringste Februar-Arbeitslosigkeit seit 1991. Die Arbeitslosenquote ging um 0,1 Punkte auf 6,9% zurück. Die überraschend guten Februarzahlen haben bei Arbeitsmarktexperten die Hoffnung auf einen neuen Aufschwung geweckt, da sich der positive Trend der letzten Monate gefestigt hat. Der Chef der Bundesagentur für Arbeit, Frank-Jürgen Weise, führt den Rückgang der Arbeitslosigkeit im Februar unter anderem auf den gewachsenen Optimismus in vielen Unternehmen zurück. Ob dies zu einem weiteren spürbaren Rückgang der Arbeitslosigkeit führen werde, sei aber noch unklar.



Gleichzeitig nimmt die Beschäftigung in Deutschland kontinuierlich zu. Die Zahl der Beschäftigten erreichte zuletzt einen neuen Rekord mit 42,8 Millionen. Besonders erfreulich ist die Tatsache, dass auch die Zahl der sozialversicherungspflichtigen Arbeitsplätze zunimmt. Auswirkungen des zu Jahresbeginn eingeführten und vielfach kritisierten Mindestlohns erwartet die Bundesagentur vorerst nicht. Sollte sich diese Entwicklung weiter fortsetzen, könnte sich der Mindestlohn zumindest kurzfristig sogar als weiterer Treiber des privaten Konsums entpuppen, zumal aufgrund erst

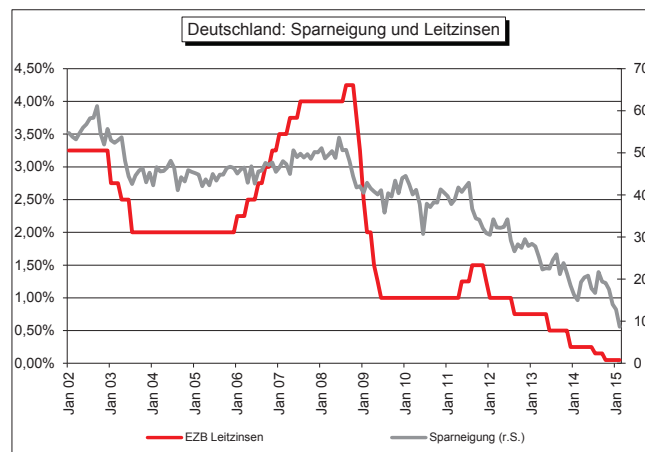
in diesem Jahr auslaufender Tarifverträge bisher noch nicht alle Branchen den Mindestlohn eingeführt haben. Auch die Einkommenserwartung der Verbraucher ist laut GfK deutlich angestiegen. Dies ist zum einen in der Einführung des Mindestlohns begründet, zum anderen aber auch in der positiven Entwicklung der Tariflöhne. Laut statistischem Bundesamt sind diese im Jahr 2014 um durchschnittlich 3,2% gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Berücksichtigt wurden tarifliche Grundvergütungen und tariflich festgelegte Sonderzahlungen. Die tatsächlich gezahlten Bruttomonatsverdienste stiegen 2014 im Vergleich zum Vorjahr um 2,4%. Im gleichen Zeitraum erhöhten sich die Verbraucherpreise um lediglich 0,9%. Die ersten Tarifabschlüsse des Jahres in der Metall- und Elektroindustrie stellen mit Lohnsteigerungen von 3,4% weitere Wachstumsimpulse dar. Da die Inflationsrate im Jahr 2015 tendenziell noch niedriger sein wird, sollten sich die real verfügbaren Einkommen, die entscheidend für die Entwicklung der Konsumausgaben sind, weiter positiv entwickeln. Von daher könnte das Wachstum des privaten Verbrauchs 2015 und 2016 mit rund 2% so stark ausfallen wie zuletzt Ende der 1990er Jahre.

Auch der starke Ölpreisverfall kommt dem deutschen Verbraucher zugute, da der Energiepreisrückgang sich positiv auf den Endverbraucher auswirkt. Im letzten Monat hat sich der Ölpreisverfall jedoch etwas verlangsamt. Im Vergleich lagen die Preise für Haushaltsenergie und Kraftstoffe im Januar 2015 noch 9% unter dem Vorjahres-Niveau, während es im Februar nur noch 7,3% waren. Insgesamt lag die Inflationsrate in Deutschland im Februar 2015 bei 0,1%. Dieser geringe Wert ist vor allem auf den stark gefallen Ölpreis zurückzuführen, aber auch bei Nahrungsmitteln und Industrieerzeugnissen sind die Steigerungsraten sehr niedrig. Die Kombination aus niedrigen Energie- und Verbraucherpreisen sorgt daher weiterhin dafür, dass der Verbraucher noch mehr Einkommen zur Verfügung hat, das er investieren könnte. Es bleibt jedoch abzuwarten, wie die Inflationsrate auf das für März angekündigte Anleihenkaufprogramm der EZB reagieren wird. Wir gehen aber davon aus, dass die Inflationsrate auf Jahressicht nur unwesentlich steigen wird.



Ab März will die europäische Zentralbank zusätzlich monatlich 50 Milliarden Euro über den Kauf von Euro-Staatsanleihen am Markt ausgeben und somit Geld in die Finanzmärkte pumpen. Mit dem großangelegten Anlei-

henankaufprogramm versucht die EZB, einer möglichen Deflationsgefahr entgegenzuwirken. Die daraus resultierenden noch niedrigeren Zinsen helfen den Euro-Staaten sich einfacher zu refinanzieren. Auch den Unternehmen ermöglichen niedrigere Zinsen eine leichtere Kreditaufnahme, was, so hofft es die EZB, zu höheren Investitionen und somit zu einer Konjunkturerholung in der gesamten Eurozone beitragen könnte. Zumindest in den USA hat dies auch funktioniert. Als Konsequenz dieser Maßnahmen werden die Leitzinsen im Euroraum auch noch auf lange Zeit sehr niedrig bleiben. Die geschilderte stark expansive Geldpolitik der europäischen Zentralbank stimuliert aber indirekt auch den privaten Konsum. Die Renditen der traditionell favorisierten Anlageinstrumente der Deutschen, Termingeldkonten und Sparbücher, gehen daher mittlerweile gegen null, was zur Folge hat, dass die Sparneigung derzeit auf einem historischen Tiefststand liegt. Die Konsequenz ist ein gesteigerter Konsum. Laut GfK-Umfrage ist die Anschaffungsneigung der Deutschen so hoch wie zuletzt im Dezember 2006.



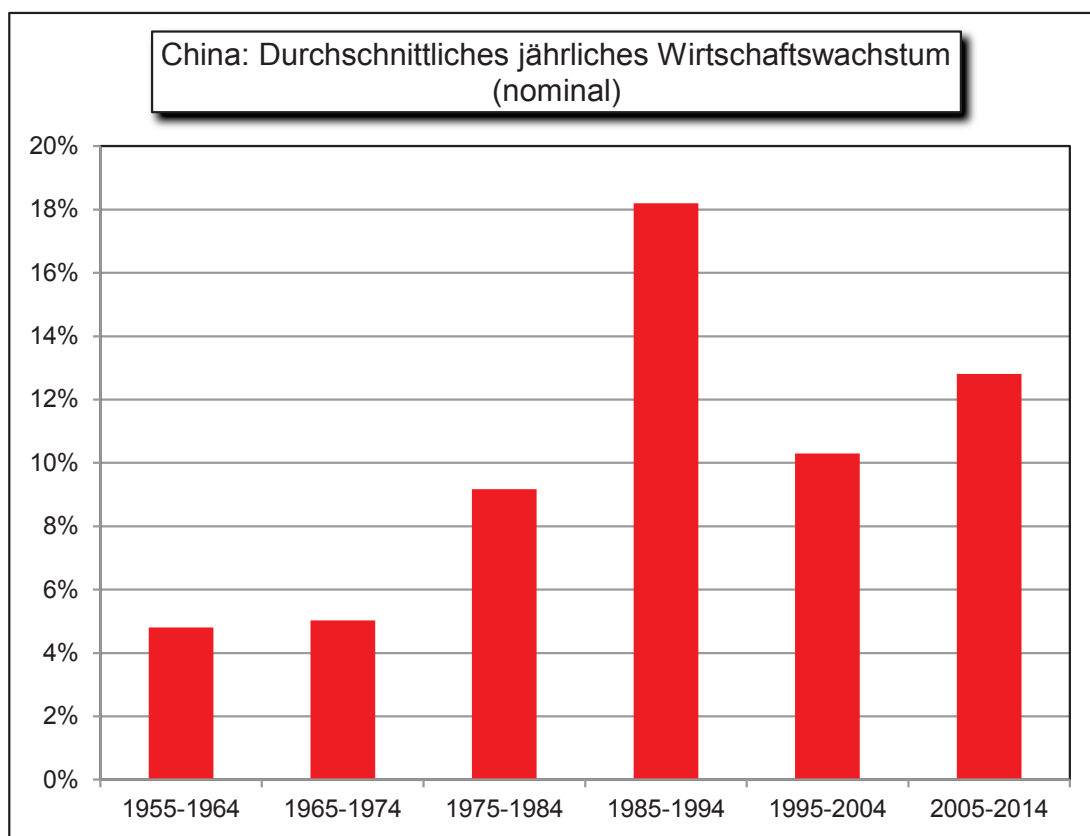
Aber auch Faktoren außerhalb des privaten Konsums sprechen dafür, dass sich 2015 zu einem guten Jahr für die deutsche Wirtschaft entwickeln könnte. Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft hat sich im Februar trotz Griechenland- und Ukraine-Krise den vierten Monat in Folge verbessert. Der Ifo-Geschäftsklimaindex kletterte auf 106,8 Punkte. Bereits in den vergangenen Monaten hatten die niedrigen Ölpreise und der schwache Euro vor allem den exportstarken Industrien geholfen. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognose des realen Wirtschaftswachstums im Februar von ursprünglich 1,6% auf 2% angehoben, wobei die positiven Effekte der Euro-Abwertung, des niedrigen Ölpreises und natürlich des privaten Konsums grundsätzlich Potenzial für weitere positive Überraschungen schaffen können.

Wochenausblick für die Zeit vom 9. bis 13. März 2015

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Handelsbilanzsaldo, in Mrd €	18,6	20,8	17,7	21,8	21,2		9. März
D: Konsumentenpreise, m/m	0,0%	-0,3%	0,0%	0,0%	-1,1%	0,9%	12. März
D: Konsumentenpreise, y/y	0,8%	0,8%	0,6%	0,2%	-0,4%	0,1%	12. März
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,5%	0,4%	0,1%	0,0%	0,2%		12. März
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,1%	1,0%	-0,3%	-0,2%	0,1%		12. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Chinas Premier ruft 7%-Wachstumsziel aus



Agenturmeldungen zufolge wird der chinesische Premierminister Li Keqiang heute vor dem Parlament ein Wachstumsziel von um die sieben Prozent für das Jahr 2015 ausrufen. Wir halten dieses Ziel für ambitioniert, aber erreichbar. Die chinesische Wirtschaft befindet sich derzeit in einem Umbauprozess: Das bisherige Modell, in dem das Wirtschaftswachstum vor allem von den Investitionen und vom Außenhandel kam, stößt zunehmend an Grenzen.

Das Wachstum soll daher verstärkt vom privaten Konsum getragen werden. Wir halten dies für sinnvoll, der Weg dorthin wird jedoch über anspruchsvolle Strukturreformen führen und zunächst Wachstum kosten. Die mehr als zweistelligen jährlichen BIP-Wachstumsraten, die die chinesische Wirtschaft über viele Jahre kontinuierlich erreichen konnte, gehören daher unseres Erachtens erst einmal der Vergangenheit an.

	Stand 05.03.2015 15:00	Veränderung zum			
		26.02.2015 -1 Woche	04.02.2015 -1 Monat	04.12.2014 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18097	-0,6%	2,4%	1,1%	1,5%
S&P 500	2099	-0,6%	2,8%	1,3%	1,9%
Nasdaq	4967	-0,4%	5,3%	4,1%	4,9%
DAX	11390	0,6%	4,4%	15,6%	16,2%
MDAX	19960	0,2%	5,5%	17,6%	17,9%
TecDAX	1569	-0,6%	4,7%	15,7%	14,4%
EuroStoxx 50	3583	0,2%	4,9%	12,3%	13,9%
Stoxx 50	3395	0,1%	4,3%	11,5%	13,0%
SMI (Swiss Market Index)	8993	-0,6%	4,5%	-1,4%	0,1%
Nikkei 225	18704	-0,4%	5,8%	4,6%	7,2%
Brasilien BOVESPA	50468	-2,5%	2,4%	-1,9%	0,9%
Russland RTS	890	-2,4%	15,4%	-3,2%	12,5%
Indien BSE 30	29381	2,2%	1,7%	2,9%	6,8%
China Shanghai Composite	3280	-0,6%	3,3%	13,1%	1,4%
MSCI Welt (in €)	1761	1,0%	5,6%	12,2%	12,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	976	-0,1%	2,4%	9,5%	11,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	158,77	-103	15	667	290
Bobl-Future	130,95	-32	14	282	67
Schatz-Future	111,27	-6	2	39	18
3 Monats \$ Libor	0,27	0	1	3	1
10-jährige US Treasuries	2,12	10	33	-14	-5
10-jährige Bunds	0,38	8	1	-39	-16
10-jährige JGB	0,38	4	0	-3	5
US Treas 10Y Performance	562,08	-0,9%	-2,7%	1,6%	0,7%
Bund 10Y Performance	588,26	-0,8%	-0,1%	4,1%	1,9%
REX Performance Index	473,39	-0,2%	0,0%	1,5%	0,3%
Hypothekenzinsen USA	3,80	0	14	-9	-3
IBOXX AA, €	0,78	8	1	-25	-12
IBOXX BBB, €	1,34	-5	-20	-47	-45
ML US High Yield	6,45	9	-26	-29	-50
JPM EMBI+, Index	699	-0,3%	0,0%	-0,9%	1,0%
Wandelanleihen Exane 25	6854	0,0%	1,7%	6,7%	6,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	428,89	-0,4%	-0,7%	-9,2%	-4,1%
MG Base Metal Index	284,52	-0,4%	-2,2%	-9,8%	-6,3%
Rohöl Brent	61,10	2,6%	9,4%	-13,3%	6,6%
Gold	1202,06	-0,5%	-4,9%	-0,6%	1,3%
Silber	16,17	-2,8%	-7,5%	-2,5%	2,7%
Aluminium	1786,25	-0,3%	-4,1%	-10,4%	-2,1%
Kupfer	5861,50	-0,9%	2,2%	-10,3%	-8,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	559	4,9%	-1,8%	-45,1%	-28,5%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,11	-1,7%	-2,8%	-9,6%	-8,4%
EUR/ GBP	0,72	-0,4%	-3,5%	-8,5%	-6,6%
EUR/ JPY	133,15	-1,0%	-1,0%	-9,8%	-8,3%
EUR/ CHF	1,07	-0,5%	0,9%	-11,1%	-11,1%
USD/ JPY	119,68	0,2%	2,1%	-0,1%	0,0%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
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.