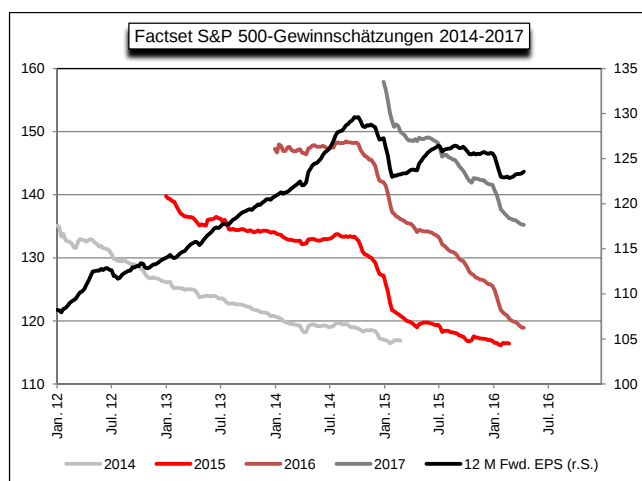


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

US-Unternehmensgewinne: Positives Überraschungspotenzial vorhanden

Die Entwicklung der Unternehmensgewinne ist zumindest mittel- bis langfristig der wohl wichtigste singuläre Einflussfaktor für die Kurse börsennotierter Unternehmen. Da die Ertragslage der Unternehmen vor allem (wenn auch nicht allein) vom wirtschaftlichen Umfeld, in dem sich das Unternehmen bewegt, beeinflusst wird, liegt es nahe, dass versucht wird, aus den makroökonomischen Tendenzen Schlussfolgerungen für die Unternehmensgewinne zu ziehen. Da die Konjunkturentwicklung in den ersten drei Monaten des Jahres 2016 alles andere als verheißungsvoll verlief, ist es auch nicht verwunderlich, dass sich dies in verhaltenen Gewinnprognosen der Unternehmensanalysten widerspiegelt. Denn schließlich ist das „neue Normal“ (new normal), mit dem das konjunkturelle Umfeld in den ersten Jahren nach der Finanz- und Wirtschaftskrise beschrieben wurde, mittlerweile der „neuen Mittelmäßigkeit“ (new mediocre) gewichen.

Dass sich die Weltleitbörse, der US-amerikanische S&P 500, seit gut einem Jahr seitwärts bewegt und die Marke von 2.000 Punkten bislang nicht nachhaltig überwinden konnte, hat auch sehr viel damit zu tun, dass die Unternehmensgewinne seitdem auf der Stelle treten. Dies lässt sich insbesondere an den rollierenden Gewinnerwartungen für die nächsten zwölf Monate erkennen, die seit Anfang 2015 um den Wert von rund 125 Indexpunkten schwanken. Seit dem 2. Quartal 2015 befinden sich die Firmengewinne sogar im Rückwärtsgang. Gegenüber dem Vorjahresquartal sind sie jeweils leicht gesunken, sodass von einer sogenannten „Gewinnrezession“ gesprochen wird. Die Abwärtstendenz wird – sofern die Unternehmensanalysten mit ihren Schätzungen recht behalten – im 1. Quartal 2016, also mit der aktuellen Berichtssaison, ihren Höhepunkt erreichen und spätestens im 3. Quartal 2016 beendet sein, sofern es nicht in der Zwischenzeit zu neuen makroökonomischen Schocks kommt.



Im vergangenen Jahr sind die Gewinne der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen um 1% gegenüber dem Jahr 2014 gesunken. Der Rückgang auf Indexebene verschleiert aber die zum Teil sehr deutlichen Unterschiede in der Ertrags-

entwicklung der zehn einzelnen Branchen. Der Hauptverantwortliche für die schlechte Gewinnentwicklung war der gesunkene Ölpreis. Dieser hat dazu geführt, dass die Gewinne im Sektor Energie im Jahr 2015 um mehr als 60% gegenüber dem Vorjahr eingebrochen sind. Von den 37 Unternehmen, die in diesem Sektor enthalten sind und von denen Exxon Mobil, Chevron, Schlumberger, Occidental Petroleum und ConocoPhillips zu den größten gehören, konnten nur vier Firmen im letzten Jahr ihren Profit steigern: Marathon Petroleum, Phillips 66, Tesoro und Valero Energy. Bei allen genannten Unternehmen sind die Aktienkurse im vergangenen Jahr entgegen dem Sektortrend (-24%) von daher auch angestiegen.

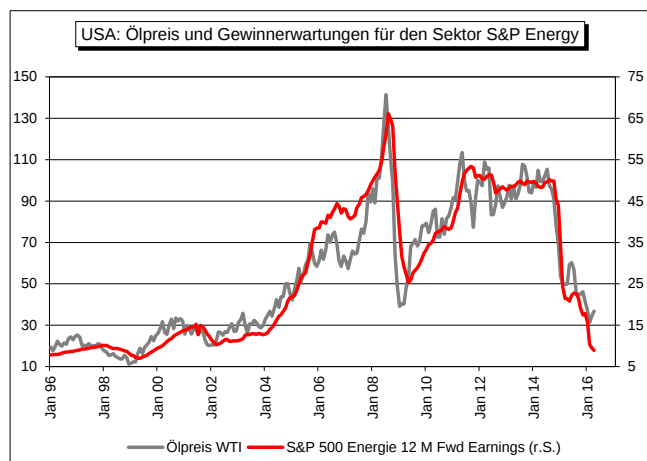
Klammert man den Energiesektor aus der Analyse der Unternehmensgewinne aus und beschränkt sich auf die übrigen neun Sektoren im S&P 500, so kommt man zu dem Ergebnis, dass dort die Erträge im vergangenen Jahr nicht gesunken, sondern angestiegen sind, nämlich um 6% gegenüber 2014. Die beste Gewinnentwicklung wiesen die Branchen Telecom Services (+22%), Consumer Discretionary (+14%), Healthcare (+11%) und Financials (+10%) auf, wobei die positive Entwicklung bei den Telekomunternehmen nicht überbewertet werden sollte, da der gesamte Sektor nur aus fünf Firmen besteht. Dagegen konnte der größte Sektor, die Technologiebranche, seine Gewinne nur moderat steigern, das Plus fiel nach Angaben des Datenbankanbieters Factset mit knapp 4% bescheiden aus (wobei die Erträge der Unternehmen, die im Nasdaq 100-Index vertreten sind um fast 11% zugelegt haben). Eine explizit negative Gewinnentwicklung wiesen 2015 neben dem Energiesektor noch die beiden anderen Branchen mit einem starken Bezug zur Rohstoffpreisentwicklung auf: Im Sektor Utilities gingen die Gewinne um 18% und im Sektor Materials um 6% gegenüber dem Vorjahr zurück. Dennoch scheint uns die Charakterisierung der Gewinnentwicklung für den gesamten S&P 500 als „Gewinnrezession“ etwas übertrieben zu sein.

FACTSET ExcelConnect					
Multiple Entities Report in USD as of 04/13/16					
	EPS % Change 15	EPS % Change 16	EPS % Change 17	EPS % Change Q4 15/14	EPS % Change Q1 16/15
S&P 500 /1/ Cons Discr (US)	13,5%	10,8%	13,2%	11,3%	11,4%
S&P 500 /1/ Cons Staples (US)	-0,8%	3,6%	9,9%	-1,1%	-3,2%
S&P 500 /1/ Energy (US)	-60,9%	-64,7%	191,6%	-73,7%	-108,5%
S&P 500 /1/ Financials (US)	10,2%	4,1%	11,6%	0,1%	-11,0%
S&P 500 /1/ HealthCare (US)	11,3%	7,7%	11,2%	7,1%	3,5%
S&P 500 /1/ Industrials (US)	2,2%	2,9%	9,9%	-1,3%	-4,4%
S&P 500 /1/ Info Tech (US)	3,6%	5,6%	12,1%	-1,4%	-7,3%
S&P 500 /1/ Materials (US)	-6,3%	-2,2%	17,2%	-19,5%	-20,4%
S&P 500 /1/ Telecom Serv (US)	21,9%	-6,1%	4,6%	68,1%	4,8%
S&P 500 /1/ Utilities (US)	-18,3%	26,0%	3,9%	-94,1%	-2,4%
S&P 500 (US)	-1,0%	2,7%	13,7%	-5,3%	-8,9%
S&P 500 (US) ex. Energy	6,0%	6,0%	11,2%	0,1%	-2,8%
Dow Jones Industrial Average (I	-5,0%	1,2%	12,7%	-10,3%	-18,1%
NASDAQ 100 (US)	10,7%	7,5%	15,1%	7,6%	-2,5%

Der Blick auf die Gewinnerwartungen des Jahres 2016 verheißt zunächst wenig Gutes. Nach dem Minus von 1% im letzten Jahr wird für dieses Jahr ein Plus von knapp 3% prognostiziert – immerhin. Dennoch ist zu vermuten, dass

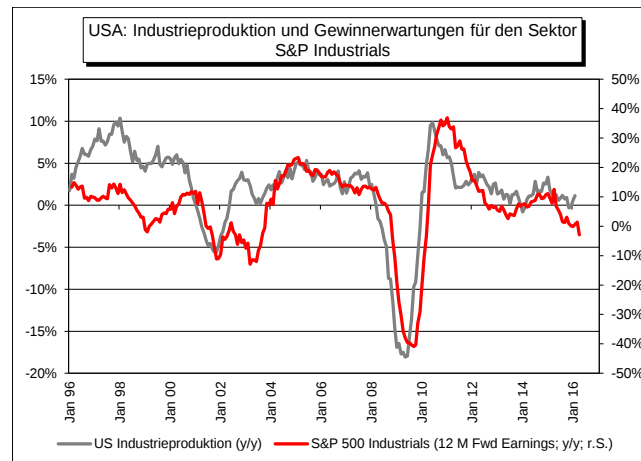
dies, sollten sich diese Erwartungen tatsächlich erfüllen, nicht unbedingt der erhoffte Katalysator für deutlich steigende Aktienkurse ist. Zudem zeigt die Vergangenheit, dass die Unternehmensanalysten häufig zu optimistische Annahmen getroffen haben, sodass diese sukzessive nach unten revidiert werden mussten. Würde dieser Sachverhalt auch auf die derzeitigen Ertragsschätzungen zutreffen, müsste man davon ausgehen, dass die Gewinne in diesem Jahr gegenüber 2015 sogar sinken könnten.

Allerdings haben wir im Moment den Eindruck, dass sowohl die Verbesserung des makroökonomischen Umfelds, wie er in den jüngst besseren Frühindikatoren zum Ausdruck kommt, als auch die höheren Rohstoffpreise noch nicht in den Schätzungen der Mikroanalysten berücksichtigt wurden. Besonders augenscheinlich ist dies bei den Gewinnprognosen der Energieunternehmen. So zeigt sich, dass ein sehr enger Zusammenhang zwischen der Höhe des Ölpreises und den Gewinnen der Ölunternehmen besteht. Doch während sich der Ölpreis seit Mitte Februar um mehr als 50% erholt hat, wurden die Gewinnprognosen Woche für Woche weiter nach unten revidiert. Von daher halten wir es für sehr wahrscheinlich, dass viele Ölunternehmen die Ertragserwartungen übertreffen werden.



Aber nicht nur die höheren Ölpreise und die besseren Frühindikatoren erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass die Gewinnerwartungen mittlerweile zu pessimistisch geworden sind. Auch der US-Dollar gehört zu den Faktoren, der bei den US-Unternehmen zu einem geringeren Gegenwind, vielleicht sogar zu Rückenwind bei den zukünftigen Ergebnissen führen kann. Im Frühjahr und Sommer des letzten Jahres verzeichnete der handelsgewichtete US-Dollar eine Aufwertung von rund 20% gegenüber dem Vorjahreswert. Hintergrund der US-Dollar-Stärke war vor allem die Vermutung, dass die US-Notenbank die Zinsen in einem regelmäßigen Turnus erhöhen würde. Mittlerweile sind die Präsidentin der US-Notenbank, Frau Yellen, und ihre Kollegen aber deutlich zurückgerudert und betonen bei jeder Gelegenheit, dass sie nur eine moderate Straffung der Geldpolitik erwägen. Statt der ursprünglich ins Auge gefassten vier Zinserhöhungen in diesem Jahr, sprach man zuletzt mehrheitlich nur noch von zwei Schritten. Dies hat dazu beigetragen, dass der US-Dollar mittlerweile unter seinem Vorjahreswert notiert und aus der starken Aufwertung eine leichte Abwertung geworden ist. Diese Entwicklung kommt zwar allen US-Unternehmen mit Auslandsak-

tivitäten zugute, doch besonders stark dürfte der Industriesektor aufgrund der verbesserten internationalen Wettbewerbsfähigkeit profitieren. Auch hier ist jedoch unser Eindruck, dass die jüngst wieder bessere Produktionsentwicklung im verarbeitenden Gewerbe sich bislang nicht in den Gewinnprognosen der Analysten widerspiegelt.



Alles in allem sind wir von daher optimistisch, dass sich die derzeit zu beobachtende äußerst skeptische Erwartungshaltung hinsichtlich der Q1-Ergebnisse als übertrieben negativ herausstellen wird. Aktuell wird für die Gewinne ein Minus von fast 9% gegenüber dem Vorjahresquartal erwartet; selbst unter Ausklammerung des Energiesektors verbleibt für die übrigen neun Branchen ein Minus von knapp 3%. Allerdings ist es üblich, dass die Gewinnprognosen im Vorfeld einer jeden Berichtssaison nach unten geschraubt werden, sodass es dann für die Unternehmen vergleichsweise einfach ist, diese niedrigere Hürde zu überwinden. Im Durchschnitt der vergangenen acht Quartale lagen die tatsächlich Erträge um rund 4 Prozentpunkte über dem Erwartungswert zu Beginn der Berichtssaison. In diesem Fall würde dies bedeuten, dass ein Minus für den gesamten S&P von rund 5% bzw. ein kleines Plus ohne den Energiesektor erreicht werden könnte.

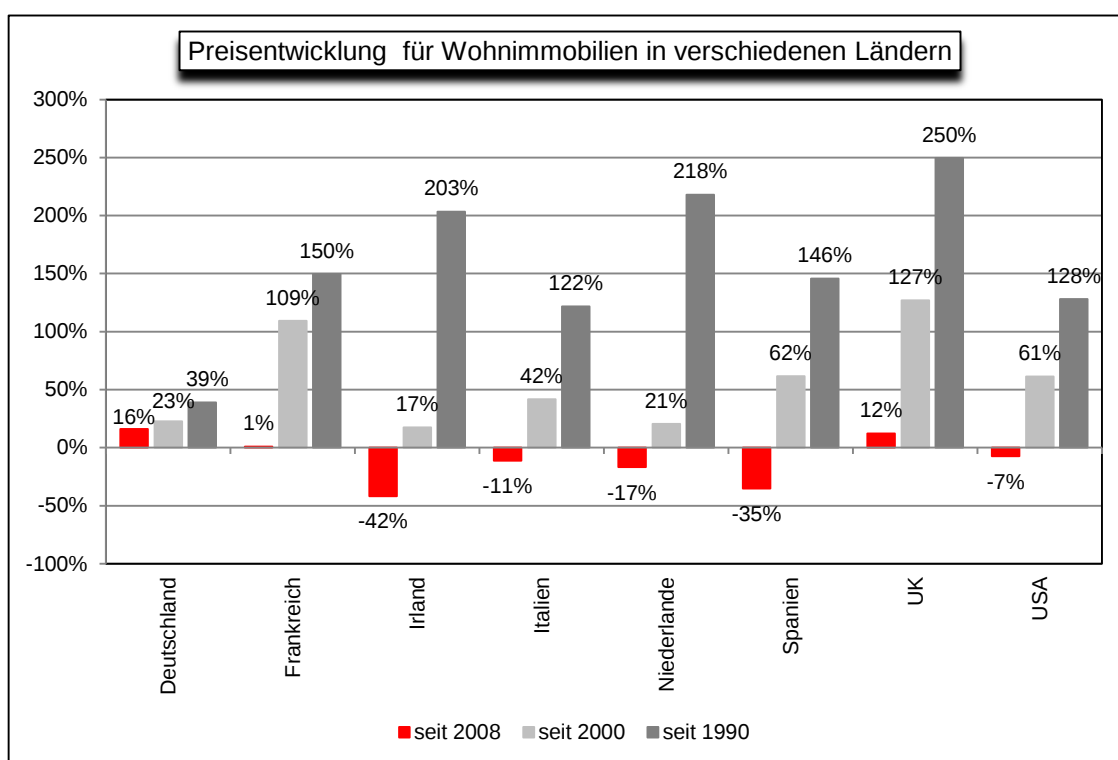
Mit Alcoa hat in dieser Woche die US-Berichtssaison offiziell begonnen, wobei schon eine Reihe von Unternehmen ihre Bilanzen für das 1. Quartal 2016 veröffentlicht haben. Derzeit liegen die Daten von 30 Unternehmen aus dem S&P 500 vor. Obwohl die Stichprobe noch zu klein ist, um belastbare Aussagen treffen zu können, zeichnet sich bislang ein „normaler“ Verlauf ab: Üblicherweise schaffen es etwa 70% der Unternehmen, die an sie gestellten Erwartungen hinsichtlich der Gewinnentwicklung zu übertreffen; aktuell liegt dieser Wert bei 80%. In den vergangenen Quartalen achteten die Marktteilnehmer zudem sehr stark auf die Umsatzentwicklung, weil diese einen noch stärkeren Bezug zum konjunkturellen Umfeld aufweist. Während im Durchschnitt (seit dem Jahr 2001) etwa 60% der Firmen die Umsatzerwartungen übertroffen haben, lag dieser Wert seit Beginn des Jahres 2015 im Mittel unter 50%. Von den 30 Unternehmen, die bisher für Q1 ihr Zahlenwerk vorgelegt haben, konnten immerhin 53% die Umsatzerwartungen übertreffen. Sollte diese Tendenz anhalten, wäre dies ein positives Signal für die weitere Kursentwicklung und könnte dazu beitragen, dass der S&P 500 endlich aus seiner Seitwärtsbewegung nach oben ausbricht.

Wochenausblick für die Zeit vom 18. bis 22. April 2016

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	10,4	16,1	10,2	1	4,3	8,0	19. April
D: Produzentenpreise, m/m	-0,2%	-0,5%	-0,7%	-0,5%	0,3%		20. April
D: Produzentenpreise, y/y	-2,5%	-2,3%	-2,4%	-3,0%	-2,8%		20. April
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,9	53,2	52,3	50,5	50,7	51,3	22. April
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,6	56,0	55,0	55,3	55,1	55,3	22. April
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,9	-5,7	-6,3	-8,8	-9,7	-8,0	21. April
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,8	53,2	52,3	51,2	51,6	52,0	22. April
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,2	54,2	53,6	53,3	53,1	53,3	22. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Wohnimmobilien in Deutschland – Boom oder Blase?



Der Bauboom für Wohnimmobilien in Deutschland ist ungebrochen. Wie die jüngst veröffentlichten Zahlen des Statistischen Bundesamtes zeigen, wurden im Jahr 2015 309.000 Baugenehmigungen erteilt, 8,4% mehr als noch im Jahr 2014. Der im Jahr 2009 begonnene Trend setzt sich damit fort. Erstmals seit dem Jahr 2000 wurde die Marke von 300.000 genehmigten Wohnungen überschritten. Diese Entwicklung ist wenig überraschend: günstige Finanzierungsbedingungen, eine robuste Konjunktur und eine hohe Nachfrage sorgen dafür, dass der Wohnungsbau in Deutschland floriert. Da die Europäische Zentralbank die Zinsen auf absehbare Zeit nicht anheben wird und zusätzlich die Bundesregierung und die Bundesländer darüber diskutieren, weitere Steueranreize für den Wohnungsbau zu gewähren, sprechen auch im Jahr 2016 alle Zeichen dafür, dass sich der Bauboom fortsetzen wird. Folgerichtig sind auch die Preise für Immobilien im vergangenen Jahr deutlich gestiegen. Laut Monatsbericht der Deutschen Bundesbank stiegen die Immobilienpreise im Jahr 2015 um durchschnittlich 6,0%, 2014 hatte der Zuwachs 5,5%

betragen. Diese Entwicklung ruft zunehmend Kritiker auf den Plan, die eine Immobilienpreisblase für Deutschland ausrufen. Tatsächlich für eine Blase sprechen könnte, dass die Preissteigerung nicht mehr nur die Großstädte betrifft, sondern zunehmend auch regional breiter gestreut ist. Außerdem hat 2015 das Volumen der Baukredite mit 3,5% noch einmal merklich zugelegt. Gegen das Argument einer Immobilienblase spricht jedoch, dass zumindest in der mittleren und langen Frist die Preissteigerung für Wohnimmobilien in Deutschland eher gering ist. Betrachtet man jedoch die Entwicklung seit der Finanzkrise 2008, führt Deutschland mit 16% unseren internationalen Vergleich im „Chart der Woche“ an. Wir gehen dennoch nicht von einer Immobilienblase aus, da die kreditfinanzierte Wohnimmobilienfinanzierung zwar zugenommen hat, die Finanzierung im internationalen Vergleich jedoch aufgrund der hohen Eigenkapitalquote der Baufinanzierer deutlich konservativer ist.

	Stand	Veränderung zum			
	14.04.2016	07.04.2016	11.03.2016	13.01.2016	31.12.2015
	17:40	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17941	2,3%	4,2%	11,1%	3,0%
S&P 500	2082	2,0%	3,0%	10,1%	1,9%
Nasdaq	4947	2,0%	4,2%	9,3%	-1,2%
DAX	10094	5,9%	2,7%	1,3%	-6,0%
MDAX	20442	2,7%	3,2%	4,4%	-1,6%
TecDAX	1658	2,3%	2,4%	-3,6%	-9,5%
EuroStoxx 50	3055	6,4%	-0,6%	-0,6%	-6,5%
Stoxx 50	2870	5,4%	0,2%	-1,6%	-7,4%
SMI (Swiss Market Index)	8016	3,3%	0,2%	-4,7%	-9,1%
Nikkei 225	16911	7,4%	-0,2%	-4,5%	-11,2%
Brasilien BOVESPA	52922	9,1%	6,6%	35,9%	22,1%
Russland RTS	915	6,5%	8,2%	31,9%	20,9%
Indien BSE 30	25627	3,8%	3,7%	3,1%	-1,9%
China Shanghai Composite	3083	2,5%	9,7%	4,5%	-12,9%
MSCI Welt (in €)	1667	3,8%	1,0%	3,8%	-3,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	845	5,5%	4,0%	11,3%	3,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,40	-97	175	363	548
Bobl-Future	131,24	-19	50	-3	57
Schatz-Future	111,83	-1	8	22	32
3 Monats Euribor	-0,25	0	-2	-11	-12
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,31	-1	-3	-7	0
3 Monats \$ Libor	0,63	0	-1	1	2
Fed Funds Future, Dez 2016	0,52	1	-15	-19	0
10-jährige US Treasuries	1,80	11	-18	-29	-47
10-jährige Bunds	0,17	8	-11	-34	-47
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,08	-3	-6	-30	-34
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,34	11	1	-14	-34
US Treas 10Y Performance	595,35	-0,2%	2,5%	3,8%	5,5%
Bund 10Y Performance	610,85	-0,5%	1,4%	4,3%	5,5%
REX Performance Index	484,16	-0,1%	0,7%	1,7%	2,1%
Hypothekenzinsen USA	3,59	0	-9	-38	-42
IBOXX AA, €	0,76	4	-20	-49	-53
IBOXX BBB, €	1,79	3	-21	-54	-48
ML US High Yield	8,27	-31	-35	-94	-63
JPM EMBI+, Index	756	1,6%	2,8%	8,2%	7,3%
Wandelanleihen Exane 25	6702	0,0%	1,1%	-1,0%	-3,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	390,41	3,1%	1,2%	7,3%	2,9%
MG Base Metal Index	235,24	0,7%	-3,4%	8,4%	1,3%
Rohöl Brent	42,85	9,1%	6,3%	39,5%	17,3%
Gold	1230,21	-0,8%	-2,2%	12,8%	15,8%
Silber	16,25	6,3%	3,8%	14,4%	17,3%
Aluminium	1547,00	4,2%	-0,3%	5,4%	3,1%
Kupfer	4848,50	3,9%	-2,8%	10,5%	3,0%
Eisenerz	61,80	12,8%	6,0%	53,3%	41,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	567	9,7%	46,1%	43,9%	18,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1252	-1,0%	1,5%	4,0%	3,4%
EUR/ GBP	0,7957	-1,5%	2,6%	5,9%	8,0%
EUR/ JPY	122,95	-0,2%	-2,6%	-3,7%	-6,2%
EUR/ CHF	1,0885	0,0%	-0,6%	-0,4%	0,5%
USD/ CNY	6,4810	0,2%	-0,3%	-1,4%	-0,2%
USD/ JPY	109,35	1,0%	-3,9%	-7,1%	-9,1%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@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.