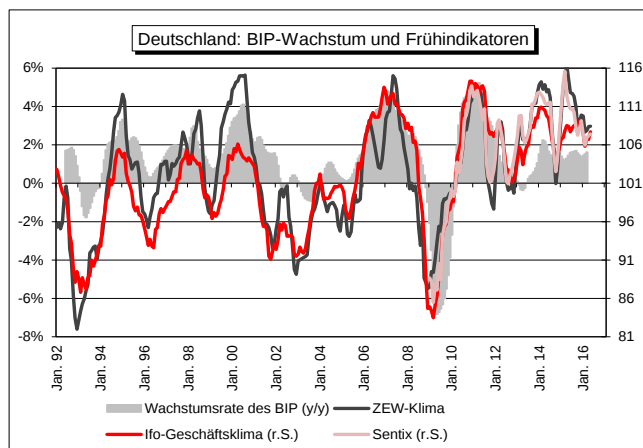


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Deutschland brummt

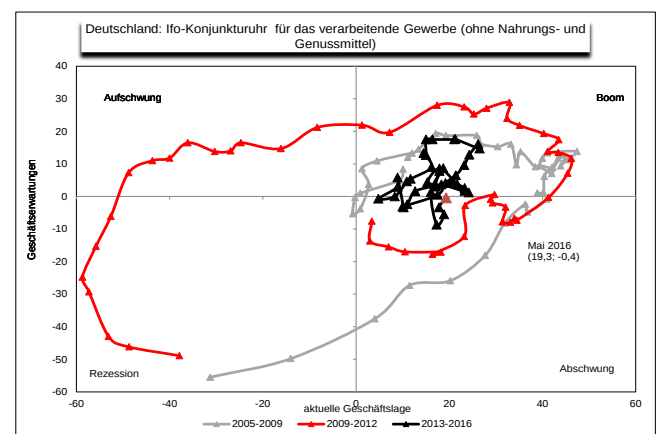
Die deutsche Wirtschaft brummt: Mit einem Wirtschaftswachstum von +0,7% gegenüber dem Vorquartal haben sich die zu Jahresbeginn befürchteten konjunkturellen Abwärtsrisiken nicht eingestellt. Hätte man sich auf den Aktienmarkt als Prognostiker des Wirtschaftswachstums verlassen, müsste die deutsche Wirtschaft in den ersten drei Monaten des Jahres 2016 eigentlich geschrumpft sein. Stattdessen wurde das stärkste Wachstum seit zwei Jahren und die höchste Zuwachsrate aller G7-Länder (mit Ausnahme Kanadas, das noch keine Wachstumsraten für das 1. Quartal veröffentlicht hat) verzeichnet, mehr als in den USA, Großbritannien oder Japan. Blickt man auf die jüngsten Frühindikatoren, stellt man zudem fest, dass sich diese mehrheitlich positiv entwickeln: Der Ifo-Index fiel im Mai besser als erwartet aus und erreichte seinen höchsten Wert in diesem Jahr. Ähnlich ist das Bild bei den Einkaufsmanagerindizes, dem Sentix-Index oder dem von der GfK ermittelten Konsumentenvertrauen. Deutschland geht es gut.



Doch trotz dieser positiven Ergebnisse kommt bei den meisten Ökonomen und Marktbeobachtern keine große Begeisterung auf, im Gegenteil: Die Mehrheit der Volkswirte grummelt und brummt vor sich hin. Der Deutsche Industrie- und Handelskammertag hat beispielsweise in dieser Woche seine Wachstumsprognose für die deutsche Wirtschaft von 1,3% auf 1,5% erhöht, geht von einem doppelt so starken Beschäftigungszuwachs aus wie bislang erwartet, sieht bei seinen Mitgliedsunternehmen stabile Investitionsbudgets – und konstatiert: „Wir erhöhen (die Wachstumsprognose), können uns aber gar nicht so richtig freuen.“ Denn die Konjunktur laufe ja nur wegen der niedrigen Zinsen, der Abwertung des Euro und des gesunkenen Ölpreises. Und überhaupt, so der vielfach geäußerte Einwand, sei das starke 1. Quartal ohnehin nur ein Ausreißer, das Wachstum werde sich schon bald wieder abschwächen. Deutschland, das Land der Skeptiker und Pessimisten? Oder doch eher ein Land der Realisten?

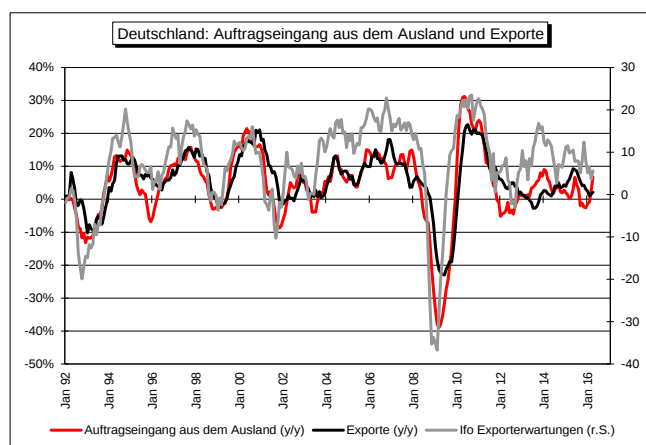
Auch wenn die Wahrheit wie so häufig irgendwo in der Mitte liegen wird, muss vielen Deutschen dennoch ein gewisser Hang zum Negativen bescheinigt werden. Fakt ist schließlich, dass das Wirtschaftswachstum im 1. Quartal deutlich besser ausgefallen ist als von fast allen erwartet

wurde, auch wenn in der Tat einige Sonderfaktoren das gute Ergebnis begünstigt haben. Vor allem der Faktor „Wetter“ hatte einen größeren als sonst üblichen Einfluss, der sich positiv ausgewirkt hat. Doch hätte man dies nicht bei einer emotionslosen Analyse vermuten können? Denn dadurch, dass es so gut wie keinen Winter gab, konnte die Bauwirtschaft quasi durcharbeiten, und es gab keine witterungsbedingten Produktionsausfälle. Aufgrund dieses Effektes ist das Wachstum in Q1 etwa 0,2-Prozentpunkte höher ausgefallen als üblich. Aber selbst unter Berücksichtigung dieses Effektes ist die Konjunkturendynamik zu Jahresbeginn stärker gewesen als es viele vermutet haben, sonst müsste man jetzt nicht die Prognosen nach oben revidieren. Da die normalerweise zu beobachtende saisonale Frühjahrsbelebung dieses Jahr ausfallen wird, muss man davon ausgehen, dass die Wachstumsrate im 2. Quartal dementsprechend geringer ausfallen wird. Wir haben in unserer Ende 2015 aufgestellten Prognose ein Quartalswachstum von 0,3% in Q2 unterstellt, das wir von daher nun auf 0,1% reduzieren – angesichts der guten Frühindikatoren sicherlich eine sehr konservative und vorsichtige Einschätzung. Für den Fall, dass sie sich als richtig erweist und auch unsere Annahmen für das 3. und 4. Quartal eintreffen (jeweils +0,3% Quartalswachstum), kommt man für das Gesamtjahr 2016 auf ein Wirtschaftswachstum von 1,5%. Im Vergleich zu den Jahren 2014 (+1,6%) und 2015 (1,7%) eine nur marginale Abweichung, die sich bei einem nur etwas stärkeren Wachstum in Q2 sogar komplett verflüchtigen könnte. Wir finden, dass dies kein Ergebnis ist, über das man brummeln muss, sondern eines, über das man sich freuen kann.



Zumal man auch nicht vergessen sollte, dass die deutsche Wirtschaft nur über ein Wachstumspotenzial von 1%, vielleicht 1,25% verfügt. In dieser Größenordnung bewegt sich die langfristig realistisch mögliche und zu erwartende Wachstumsrate. Sicherlich kann es sein, in einem oder auch zwei Quartalen stärker von dieser abzuweichen, aber mehr ist eigentlich nicht drin. Wenn die deutsche Wirtschaft also drei Jahre hintereinander stärker wächst als es das Potenzialwachstum eigentlich erwarten lässt, bedeutet dies, dass wir uns konjunkturell in einem Boom befinden – auch wenn es sich vielleicht gar nicht so anfühlen mag. Dennoch ist dies ein Argument, weshalb wir uns über die aktuelle Konjunkturlage freuen können und nicht grämen sollten.

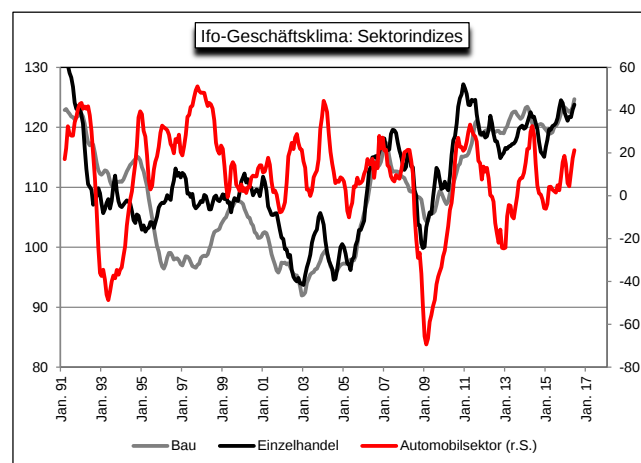
Die Details aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung offenbaren zudem einige interessante Entwicklungen, die nicht unbedingt mit der öffentlichen Wahrnehmung übereinstimmen. So heißt es zum Beispiel häufig, dass die deutsche Wirtschaft sehr stark unter den Problemen in den Schwellenländern leide und die Exporte von daher kaum zunehmen können. Fakt ist dagegen, dass die Ausfuhren in den ersten 3 Monaten um 1% gegenüber dem Vorquartal und somit auf das Gesamtjahr hochgerechnet um 4% gewachsen sind; das war der stärkste Zuwachs seit drei Quartalen. Ein Blick auf die Handelsstatistik zeigt zwar, dass die deutschen Ausfuhren in die BRIC-Länder zuletzt tatsächlich gesunken sind, allerdings wurde dieser Effekt durch zunehmende Exporte vor allem in die Länder der Europäischen Union mehr als ausgeglichen. So waren deutsche Waren in Rumänien, Schweden und Polen, aber auch in Ländern wie Italien, Spanien, Irland und Portugal stark gefragt. Angesichts der Tatsache, dass die Aufträge, die deutsche Unternehmen aus dem Ausland erhalten, seit einigen Monaten wieder zugenommen haben und zuletzt um fast 7% über dem Niveau des Vorjahres lagen (davon Aufträge aus der Eurozone: +5%, Aufträge aus der Nicht-Eurozone: +8%) dürften die Exporte in diesem Jahr um rund 3% zulegen. Das ist zwar eine etwas geringere Steigerungsrate als im Vorjahr, aber dennoch eine, die als solide bezeichnet werden kann.



Auch hinsichtlich der Ausrüstungsinvestitionen ist in den letzten Monaten viel Negatives zu lesen gewesen. Und in der Tat sind die jährlichen Zuwachsraten seit dem Ende der Finanzkrise mit etwa 3,5% deutlich geringer ausgefallen als es beispielsweise in den Zeiträumen von 1998 bis 2000 oder zwischen 2005 und 2007 zu beobachten war, als die Unternehmen jedes Jahr ihre Investitionen um fast 10% erhöht haben. Allerdings war nicht zuletzt dieser Investitionsboom auch eine Ursache für spätere Konjunkturerinbrüche. Von daher halten wir die gegenwärtige Situation (2015 sind die Ausrüstungsinvestitionen um 4% gestiegen, in diesem Jahr rechnen wir nach dem starken Jahresauftakt auch mit einer Wachstumsrate von gut 3%) für wesentlich gesünder.

Deswegen ist es eben nicht so, dass die deutsche Wirtschaft allein vom privaten Verbrauch, den höheren Staatsausgaben aufgrund des Zustroms von Flüchtlingen nach Deutschland oder von einem aus den Fugen geratenen Bauboom getra-

gen wird. Richtig ist dagegen, dass das deutsche Wirtschaftswachstum viel stärker als früher von der gesamten Binnennachfrage – also einer Kombination aus all diesen Faktoren – getragen wird. Und das ist auch gut so, war es doch einer der Hauptkritikpunkte am deutschen Wirtschaftsmodell der vergangenen Jahre und Jahrzehnte, dass das Wachstum hauptsächlich auf den Außenhandel zurückzuführen war. Seit Ende 2012 ist es jedoch die heimische Nachfrage, von der die wesentlichen Wachstumsimpulse ausgehen; so sind immerhin in 11 der letzten 14 Quartale die Einfuhren stärker gewachsen als die Ausfuhren. Von daher hat die deutsche Wirtschaft dafür gesorgt, dass ihre wichtigsten Handelspartner per Saldo von uns profitiert haben – und nicht umgekehrt! Deshalb läuft die immer noch vor allem aus dem angelsächsischen Raum vorgetragene Kritik am deutschen Wirtschaftsmodell ins Leere, wenngleich man einwenden mag, dass die Binnennachfrage ihr Potenzial noch nicht voll ausgeschöpft hat, weil beispielsweise die Sparquote der Privathaushalte mit 9,6% immer noch sehr hoch ist.



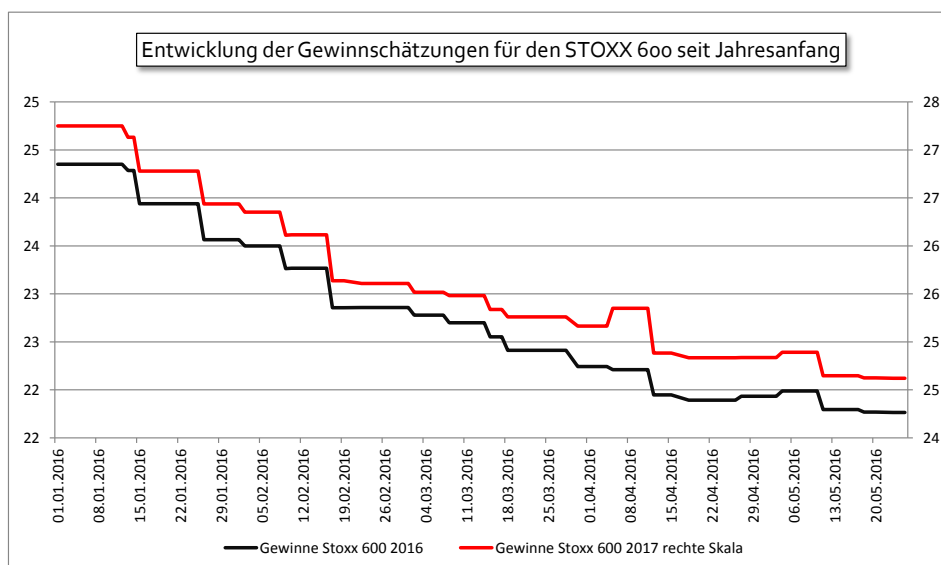
Der Blick auf die Daten der jüngsten Ifo-Geschäftsklimaumfrage legt nahe, dass die Binnennachfrage auch zukünftig der wesentliche Motor des wirtschaftlichen Wachstums in Deutschland sein wird. So hat sich die Stimmung in allen Sektoren der gewerblichen Wirtschaft verbessert. Im Bauhauptgewerbe ist der Geschäftsklimaindex auf einen neuen Rekordwert gestiegen, auch im Groß- und Einzelhandel ist die Stimmung so gut wie selten zuvor. Von daher sollte der private Verbrauch in diesem Jahr um 1,7% zulegen, die staatlichen Konsumausgaben um 2,7% und die Bauinvestitionen um 2,5%. Da die Importe auf Gesamtjahressicht mit 3,5% wachsen werden, geht vom Außenhandel ein kleiner negativer Beitrag für das deutsche Wirtschaftswachstum aus. Alles in allem zeigt sich aber, dass sich die großen Konjunktursorgen vom Jahresbeginn, deren Auslöser die schwachen Aktienkurse waren, als übertrieben herausgestellt haben. Aus Sicht eines Konjunkturprognostikers kann man von daher das Zwischenfazit aufstellen: Viel Lärm um nichts. Setzt sich die Entwicklung so fort, wie wir es erwarten, wird demnächst vielleicht nur noch die deutsche Wirtschaft brummen, aber dafür nicht mehr die Mehrheit der Volkswirte und der Marktbeobachter. Schließlich, so unser Fazit, ist die wirtschaftliche Lage um einiges besser als die Stimmung.

Wochenausblick für die Zeit vom 30. Mai bis 3. Juni 2016

	Dez	Jan	Feb	März	April	Mai	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m	-0,1%	-0,8%	0,4%	0,8%	-0,4%	0,0%	30.5.2016
D: Konsumentenpreise, y/y	0,3%	0,5%	0%	0,3%	-0,1%	0,1%	30.5.2016
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,6%	0,1%	0,2%	-1,4%	1,5%		30.5.2016
D: Einzelhandelsumsätze, y/y	3,3%	-1,2%	5,7%	0,6%	3,0%		30.5.2016
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-15	-18	-10	-3	-16	-10	31.5.2016
D: Arbeitslosenquote	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	31.5.2016
E-19: Geschäftsklima	0,4	0,3	0,1	0,12	0,13	0,2	30.5.2016
E-19: Industrievertrauen	-2	-3,1	-4,1	-4,2	-3,7	-3,5	30.5.2016
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,7	-6,3	-8,8	-9,7	-9,3	-7	30.5.2016
E-19: M3, y/y	4,7%	5%	4,9%	5%	4,8%		31.5.2016
E-19: Produzentenpreise m/m	-0,8%	-1,2%	-0,7%	0,3%	0,3%		2.6.2016
E-19: Produzentenpreise y/y	-3%	-3%	-4,2%	-4,2%	-4,0%		2.6.2016

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Gewinne scheinen sich zu stabilisieren



Es ist gar nicht leicht, eine Aussage über die Gewinnentwicklung von Unternehmen eines Aktienindexes zu machen. Je nach Betrachtungswinkel und Perspektive kann man zu den unterschiedlichsten Aussagen kommen, die trotzdem alle mathematisch korrekt sind. Beispielsweise kann es sein, dass die Gewinne für ein laufendes Fiskaljahr andauernd nach unten revidiert werden, und im Vergleich zum Vorjahr trotzdem eine positive Wachstumsrate erzielt wird. Im ersten Fall wäre die Einschätzung negativ, im anderen Fall wäre sie positiv. Aber es sogar ist noch ein wenig komplexer: Manche Investoren und Analysten vergleichen die Gewinne für ein laufendes Fiskaljahr mit den Gewinnen des vergangenen Fiskaljahres, während andere das laufende Jahr mit den Schätzungen für das laufende Jahr vergleichen, die vor einem Jahr gemacht wurden. Eine weitere Variante besteht darin, die aktuellen Schätzungen für das laufende Fiskaljahr mit den Schätzungen für dasselbe Fiskaljahr am Anfang des Jahres zu vergleichen. Alternativ kann der Vergleich mit den Schätzungen des vergangenen Fiskaljahres erfolgen, die am Anfang des laufenden Jahres abgegeben wurden. Um die Verwirrung zu komplettieren, lassen sich auch die aktuellen forward-earnings

(ein gleitender Durchschnitt aus den Schätzungen des laufenden und des nächsten Fiskaljahres) mit den forward-earnings des Vorjahres vergleichen. Und wem das immer noch nicht reicht, kann die gleiche Übung mit den sog. trailing-earnings (gleitender Durchschnitt aus den Schätzungen des letzten Fiskaljahres und den Schätzungen des laufenden Fiskaljahres) machen. Natürlich lässt sich auch noch der Mittelwert aus trailing- und forward-earnings verwenden, um damit Berechnungen über die Gewinnentwicklung anzustellen. Sie ahnen schon, was wir damit sagen wollen: Es gibt nicht **die** Wahrheit beim Thema Gewinnentwicklung, dafür ist dieser Sachverhalt zu diffizil. Manchmal sagt ein Bild aber ohnehin mehr als tausend Worte, und deshalb verweisen wir an dieser Stelle auf unseren heutigen Chart der Woche, der den Verlauf der Schätzungen der Gewinne der Unternehmen im Stoxx 600 für die Jahre 2016 und 2017 aufzeigt. Und hier lässt sich mit etwas Optimismus erkennen, dass die Gewinne zuletzt nicht mehr stark nach unten revidiert wurden – vielleicht ein erster Hinweis auf einen baldigen Wendepunkt in der Dynamik der Gewinnschätzungen.

	Stand	Veränderung zum			
	26.05.2016 17:15	19.05.2016 -1 Woche	25.04.2016 -1 Monat	25.02.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17819	2,2%	-0,9%	6,7%	2,3%
S&P 500	2088	2,3%	0,0%	7,0%	2,1%
Nasdaq	4895	3,9%	0,0%	6,8%	-2,2%
DAX	10265	4,8%	-0,3%	10,0%	-4,5%
MDAX	20729	3,7%	1,9%	9,0%	-0,2%
TecDAX	1690	2,6%	2,7%	6,3%	-7,7%
EuroStoxx 50	3066	5,0%	-1,7%	6,5%	-6,2%
Stoxx 50	2916	4,6%	0,0%	6,5%	-5,9%
SMI (Swiss Market Index)	8229	4,0%	1,8%	5,6%	-6,7%
Nikkei 225	16772	0,8%	-3,8%	3,9%	-11,9%
Brasilien BOVESPA	49483	-1,3%	-4,6%	18,1%	14,1%
Russland RTS	917	3,6%	-1,1%	23,0%	21,1%
Indien BSE 30	26367	3,8%	2,7%	14,8%	1,0%
China Shanghai Composite	2823	0,6%	-4,2%	3,0%	-20,2%
MSCI Welt (in €)	1669	2,7%	-0,1%	5,9%	-2,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	800	2,5%	-4,0%	7,3%	-1,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	164,05	44	187	-208	613
Bobl-Future	131,45	16	42	-164	78
Schatz-Future	111,85	4	4	-4	34
3 Monats Euribor	-0,26	0	-1	-6	-13
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,29	-1	0	4	0
3 Monats \$ Libor	0,67	1	3	3	5
Fed Funds Future, Dez 2016	0,64	2	6	17	0
10-jährige US Treasuries	1,84	0	-6	15	-43
10-jährige Bunds	0,14	-3	-13	1	-49
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,10	-3	-4	-5	-36
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,32	-1	-1	17	-32
US Treas 10Y Performance	589,60	-0,2%	0,2%	-0,9%	4,5%
Bund 10Y Performance	609,98	0,2%	1,1%	-0,2%	5,4%
REX Performance Index	484,28	0,1%	0,2%	0,1%	2,1%
Hypothekenzinsen USA	3,58	0	-1	-4	-43
IBOXX AA, €	0,79	-1	-2	-20	-50
IBOXX BBB, €	1,76	-3	4	-52	-51
ML US High Yield	7,77	-19	-23	-173	-113
JPM EMBI+, Index	756	0,4%	0,1%	5,1%	7,3%
Wandelanleihen Exane 25	6786	0,0%	0,7%	5,0%	-2,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	406,99	0,2%	2,1%	10,5%	7,3%
MG Base Metal Index	232,70	-0,6%	-6,8%	-0,9%	0,2%
Rohöl Brent	49,29	3,0%	8,8%	45,5%	34,9%
Gold	1222,45	-2,2%	-1,5%	-1,3%	15,1%
Silber	16,35	-1,1%	-4,2%	7,5%	18,1%
Aluminium	1536,25	0,2%	-6,6%	-2,4%	2,4%
Kupfer	4671,75	1,7%	-6,7%	1,4%	-0,7%
Eisenerz	51,50	-8,8%	-25,4%	2,4%	17,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	605	-4,6%	-12,3%	86,2%	26,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1178	-0,2%	-0,8%	1,4%	2,7%
EUR/ GBP	0,7617	-0,8%	-2,0%	-3,7%	3,3%
EUR/ JPY	122,63	-0,4%	-1,9%	-1,1%	-6,4%
EUR/ CHF	1,1065	-0,2%	0,8%	1,2%	2,1%
USD/ CNY	6,5550	0,1%	0,9%	0,3%	1,0%
USD/ JPY	110,20	0,2%	-0,9%	-2,5%	-8,4%

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.