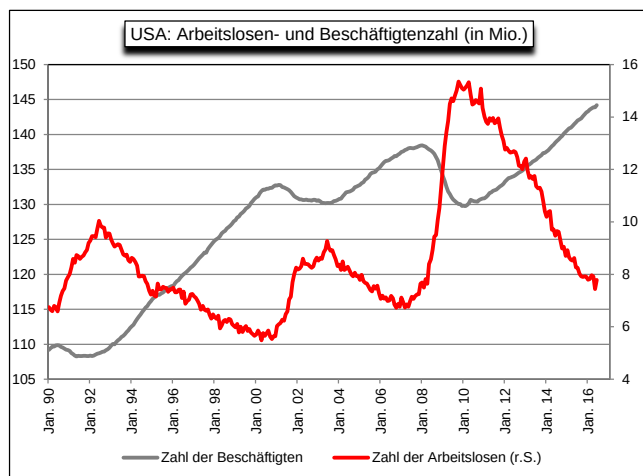


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

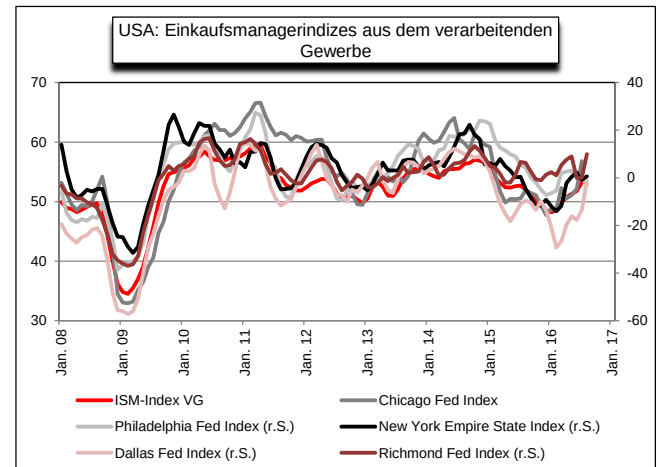
USA: Endlich mehr Wachstum?

Seit dem überraschend positiven Arbeitsmarktbericht von Anfang Juli haben sich die meisten der veröffentlichten US-Wirtschaftsdaten erfreulich entwickelt. Wurden im Mai laut der offiziellen Arbeitsmarktstatistik nur 11.000 neue Stellen geschaffen, waren es im Juni 287.000. Auch die meisten anderen realwirtschaftliche Zeitreihen oder Frühindikatoren, die in den vergangenen Wochen veröffentlicht wurden, fielen fast immer besser als im Vormonat aus und übertrafen die Schätzungen der Volkswirte. Insofern ist absehbar, dass sich das reale Wirtschaftswachstum in den USA, das im 1. Quartal 2016 nur bei rund 1 Prozent lag, jüngst wieder beschleunigt hat. Für das 2. Quartal ist von daher ein Zuwachs des realen Bruttoinlandsproduktes von etwa 2,5 Prozent zu erwarten. Die stärksten Wachstumsimpulse kommen dabei – wieder einmal – vom privaten Verbrauch, der mehr als zwei Drittel der gesamten Wirtschaftsleistung der USA ausmacht. Ausschlaggebend für die Konsumlust der US-Amerikaner ist dabei vor allem der robuste Arbeitsmarkt: So erreichte die Zahl der Beschäftigten im Juni mit mehr als 144 Millionen Personen einen neuen Rekordwert. Gleichzeitig sind die verfügbaren Realeinkommen um mehr als 3 Prozent gegenüber dem Vorjahr angestiegen, sodass die Portemonnaies vieler US-Haushalte gut gefüllt sind.



Der am kommenden Freitag anstehende Arbeitsmarktbericht für den Monat Juli wird darüber Aufschluss geben, ob die Rahmenbedingungen für den Konsum auch für das 3. Quartal günstig bleiben. Zwar ist die Qualität der US-amerikanischen Arbeitsmarktstatistik alles andere als gut, sodass überraschende Entwicklungen nie ganz ausgeschlossen werden können, doch deutet derzeit nichts darauf hin, dass die Einstellungsbereitschaft der US-Unternehmen nachlässt. Von daher sollten auch im Juli etwa 200.000 neue Jobs entstanden sein. Zudem werden am Montag (1.8.) und am Mittwoch (3.8.) die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und für den Dienstleistungssektor veröffentlicht. Nachdem sich beide Indikatoren im vergangenen Monat erholt haben, sollten auch die neuen Daten oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten notieren. Hierauf deuten auch die bislang vorliegenden

regionalen Einkaufsmanagerindizes hin. Während für das verarbeitende Gewerbe in Philadelphia und New York über eine schwächere Entwicklung berichtet wurde, haben sich die Indizes aus Dallas und Richmond verbessert. Im Dienstleistungssektor hat sich die Situation in Philadelphia abgeschwächt und in Dallas sowie in Richmond verbessert.

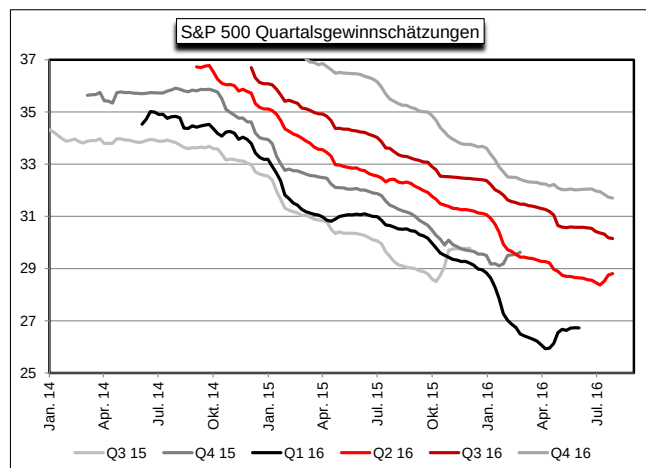


Doch trotz dieser positiven Rahmenbedingungen wird das Wirtschaftswachstum im Gesamtjahr 2016 mit voraussichtlich etwas weniger als 2 Prozent schwächer ausfallen als in den beiden Vorjahren. Sowohl 2014 als auch 2015 ist die US-Wirtschaft mit einer realen Rate von 2,4 Prozent gewachsen. Die im Vergleich zu den Vorjahren ungünstigere Entwicklung liegt vor allem daran, dass die Unternehmen weiterhin kaum investieren. So hat die Investitionsdynamik seit Mitte 2014 kontinuierlich abgenommen, obwohl die Zinsen so niedrig sind wie niemals zuvor und der US-Bankensektor auch durchaus in der Lage wäre, neue Kredite zu vergeben. Doch anscheinend sehen die Unternehmen keine Veranlassung dafür, ihren Kapitalstock zu erweitern (was angesichts einer Kapazitätsauslastung von nur 75 Prozent wenig überraschend ist) oder zu erneuern. So sind die Aufträge für die US-Investitionsgüterindustrie seit Beginn des Jahres 2015 im Vorjahresvergleich kontinuierlich gesunken. Zwar kann ein Großteil dieser Schwäche mit der nachlassenden Investitionsbereitschaft der US-Ölindustrie im Zuge des gesunkenen Ölpreises erklärt werden, doch ist auch in den Bereichen Primärmetalle, Maschinenbau, Computer, elektronische Ausrüstungen, Haushaltseinrichtungen und Konsumgüter seit geraumer Zeit eine rückläufige Bestelltätigkeit der Unternehmen zu beobachten. Auch stellt der immer noch starke US-Dollar weiterhin ein Hindernis für die Exporte dar, wenngleich der Gegenwind von der Währungsseite nachgelassen hat, sodass sich die Ausfuhren nach und nach stabilisieren werden.

Diese wirtschaftliche Gemengelage führt dazu, dass sich die amerikanische Notenbank mit Zinserhöhungen weiter zurückhalten wird, zumal auch immer noch kein Inflationsdruck erkennbar ist. Allenfalls eine kleine Anhebung zum Jahresende halten wir für wahrscheinlich. Von daher sollten die Renditen der US-Treasuries niedrig bleiben. Dennoch sind US-Staatsanleihen für Anleger interessant, da sie im Vergleich zu Staatsanleihen aus Europa oder Japan eine

deutlich höhere und vor allem auch eine positive Rendite aufweisen. Dennoch muss auch am US-Rentenmarkt das Durationsrisiko im Blick behalten werden. So würde schon ein Renditeanstieg von 20 Basispunkten dazu führen, dass eine 10-jährige Anleihe einen Kursverlust von 1,5 Prozent erleidet, wodurch der Kupon bereits egalisiert würde.

Aber nicht nur in den USA, der weltweit größten Volkswirtschaft, wird das Wachstum in diesem Jahr geringer als im Vorjahr ausfallen, auch in China, Japan, Deutschland und Großbritannien, also den Volkswirtschaften, die nach den USA aus globaler Perspektive die größte wirtschaftliche Bedeutung haben, deuten die Vorzeichen auf eine Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums hin. Dies sind für sich genommen keine guten Nachrichten für die weitere Börsenentwicklung, da dies Gegenwind für die Unternehmensgewinne bedeutet. Dass die amerikanischen Aktienindizes dennoch auf Rekordkurs sind, hat in erster Linie etwas mit der derzeitigen Berichtssaison zu tun. Rund 75 Prozent der Unternehmen, die bereits ihre Quartalsergebnisse vorgelegt haben, konnten die Gewinnprognosen übertreffen. Allerdings ist diese positive Entwicklung vor allem darauf zurückzuführen, dass die Schätzungen – wie üblich – im Vorfeld der Berichtssaison ordentlich zurechtgestutzt wurden. So sind seit Anfang Mai für acht der zehn Sektoren im S&P 500 die Q2-Erwartungen reduziert worden: Am stärksten bei der Energiebranche mit minus 16 Prozent, gefolgt von den Finanzwerten (-3,6%) und den Sektoren diskretionärer Konsum und Versorger (jeweils -3,2%). Genau diese Sektoren gehören nun auch mit zu denjenigen, die das höchste positive Überraschungspotenzial aufweisen.



Wie sich eine positive Gewinnüberraschung auf den Aktienkurs auswirken kann, hat in dieser Woche Apple gezeigt. Nachdem das Unternehmen einen Quartalsgewinn von 1,42 US-Dollar berichtete, legte die Aktie zwischenzeitlich um mehr als 7 Prozent auf 103 US-Dollar zu. Begründet wurde dies mit dem im Vergleich zu den Erwartungen von 1,38 US-Dollar besseren Ergebnis des Unternehmens. Im Jahresvergleich ist der Gewinn je Aktie jedoch um 23 Prozent gesunken, und ein Blick auf den Verlauf der Gewinnschätzungen zeigt, dass es noch gar nicht lange her ist, dass die Analysten mit einem Gewinn in exakt der nun publizierten Größenordnung gerechnet haben. Zum damaligen Zeitpunkt notierte die Aktie allerdings nur bei rund 95 US-Dollar.

Für den gesamten S&P 500 wurde vor dem Beginn der Berichtssaison Anfang Juli noch mit einem Rückgang der Gewinne von knapp 5 Prozent gegenüber dem 2. Quartal 2015 gerechnet, mittlerweile beläuft sich das erwartete Minus noch auf gut 3 Prozent. Somit dürfte Q2 das 4. Quartal in Folge mit im Jahresvergleich sinkenden Gewinnen sein. Dies bezeichnet man als sogenannte Gewinnrezession. Im 3. Quartal soll diese enden, derzeit wird ein Gewinnplus von knapp 2 Prozent gegenüber dem Vorjahr erwartet. Weniger positiv zu bewerten ist dagegen die Tatsache, dass die Gewinnerwartungen für Q3 und Q4 2016 trotz der höheren Ausgangsbasis weiter reduziert werden. Setzt sich dieser Trend fort, könnten die Gewinne auch in Q3 unter dem Vorjahresniveau liegen. Erst für Q4 scheint uns das Risiko eines erneuten Gewinnrückgangs gering zu sein, dafür ist die Vorjahresbasis aus dem 4. Quartal 2015 zu niedrig. Diese Einschätzung wäre wohl nur dann gefährdet, wenn der Ölpreis bis Jahresende erneut unter Druck geraten würde und wieder in Richtung 25 US-Dollar fiele. Doch davon gehen wir nicht aus.

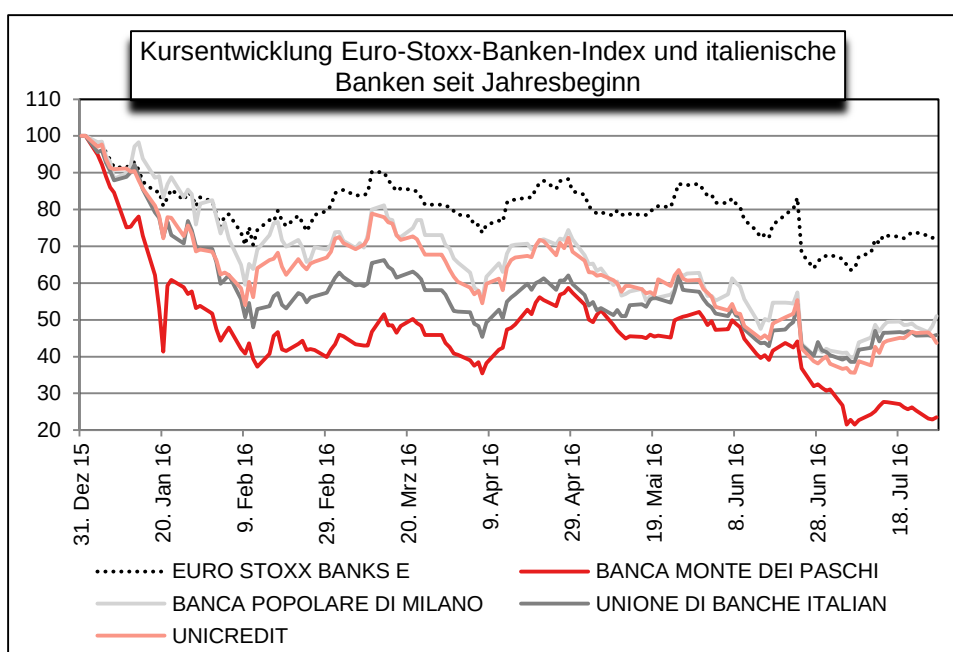
Dennoch gibt es im Hinblick auf das weitere Kurspotenzial der US-amerikanischen Aktienmärkte unseres Erachtens nach ein gravierendes Problem: die hohe Bewertung. Auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate (diese stellen eine gängige Bewertungsgrundlage dar) ist der S&P 500 derzeit mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17,2 bewertet. Dies ist der höchste Wert seit April 2004. Mindestens ebenso schwer wiegt dabei die Tatsache, dass diese hohe Bewertung zudem auf ziemlich unrealistischen, sprich: sehr optimistischen, Gewinnerwartungen basiert. Denn die Unternehmensanalysten gehen davon aus, dass im Jahr 2017 die Gewinne der S&P-Unternehmen um 13 Prozent gegenüber 2016 ansteigen sollen. Doch woher soll dieser starke Gewinnzuwachs kommen? Wir halten es für wahrscheinlich, dass sich an den ökonomischen Rahmenbedingungen auch im nächsten Jahr wenig ändern wird. Das würde bedeuten, dass es einerseits zum Glück wohl keine Rezession geben wird, andererseits aber eine deutliche Wachstumsbeschleunigung auch nicht zu erwarten ist. 2015 und 2016 haben die Unternehmensgewinne stagniert. Hier haben sicherlich der Ölpreisverfall und der starke Dollar ihren Tribut gefordert. Aber schaut man auf die Jahre 2012 bis 2014, wo diese bremsenden Effekte nicht zu beobachten waren, so gelang es den Unternehmen auch nur, die Gewinne zwischen 5 und 7 Prozent zu steigern. Unterstellt man für 2017 ein Gewinnplus von 7 statt von 10 Prozent, wäre der S&P 500 mit einem KGV von 17,6 sogar noch höher bewertet.

Wir sind uns allerdings im Klaren darüber, dass Bewertungskennzahlen keine guten Timingindikatoren sind und Aktienmärkte, die schon teuer sind, zukünftig auch noch teurer werden können. Zudem trifft das Argument, dass US-Aktien teuer sind, auch auf viele andere Vermögensklassen zu. Dennoch zeigt die Vergangenheit recht eindrucksvoll, dass die zukünftigen Renditeerwartungen des Aktienmarktes eine Funktion der Bewertung sind und diese von daher umso geringer anzusetzen sind, je höher ein Markt schon bewertet ist. Von daher dürften die Bäume an den US-Börsen nicht in den Himmel wachsen.

Wochenausblick für die Zeit vom 1. bis 5. August 2016

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	50,7	51,8	52,1	54,5	53,6		1. August
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,1	54,5	55,2	53,7	54,5		3. August
D: Auftragseingänge, m/m	2,6%	-1,9%	0,0%	0,2%			5. August
D: Auftragseingänge, y/y	2,6%	-0,5%	0,0%	-2,4%			5. August
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	51,6	51,7	51,5	52,8	51,8		1. August
E-19: Produzentenpreise m/m	0,2%	-0,3%	0,6%	0,3%			2. August
E-19: Produzentenpreise y/y	-4,1%	-4,4%	-3,9%	-3,5%			2. August
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,1	53,1	53,3	52,8	52,6		3. August
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	-0,6%	0,2%	0,4%	-0,1%			3. August

Chart der Woche: Banken (mal wieder) in der Krise



Die Zeiten für Banken sind momentan alles andere als rosig. Europäische Banken leiden unter der anhaltenden Niedrigzinsphase und der sich immer weiter verschärfenden Bankenregulierung. Außerdem avancieren Fintechs immer mehr zu einer ernstzunehmenden Konkurrenz. Dies spiegelt sich natürlich in den Kursentwicklungen wieder: Der Euro-Stoxx-Banken-Index liegt seit Jahresbeginn rund 27% im Minus. Auch wenn die Deutsche Bank und die Commerzbank immer wieder mit negativen Schlagzeilen auf sich aufmerksam machen, sind im Euro-Stoxx vor allem die italienischen Banken besonders stark vom Kursverfall betroffen. Dies liegt darin begründet, dass das italienische Bankensystem neben der oben genannten Probleme auch noch durch rund 360 Milliarden Euro an notleidenden Kredit belastet wird. Von den 30 Banken im Euro-Stoxx sind unter den fünf mit der schlechtesten Entwicklung seit Jahresbeginn allein vier italienische Banken: Banca Monte Dei Paschi (-76%), Banca Popolare (-74%), UBI Banca (-56%) und Unicredit (-56%). Besonders düster sieht es für das älteste Kreditinstitut der Welt, die Banca Monte Dei Paschi, aus. Vor diesem Hintergrund werden am Frei-

tagabend um 22.00 Uhr die Ergebnisse des Banken-Stresstests der Europäische Bankaufsichtsbehörde veröffentlicht. Bei dem Test wurde mit Daten von Ende 2015 für 51 Banken simuliert, wie sich die Eigenkapitalquoten der Banken in einem Basis- und einem Negativszenario bis 2018 entwickeln würden. Die Ergebnisse sind aufgrund der Probleme der italienischen Banken in diesem Jahr besonders interessant, da erwartet wird dass die Stresstest-Ergebnisse dazu genutzt werden, das Problem der faulen Kredite in den Bilanzen der italienischen Banken über Staatshilfen zu lösen. Seit diesem Jahr sind Staatshilfen nämlich eigentlich erst erlaubt, wenn vorher auch die Aktionäre und private Gläubiger herangezogen wurden. Dies versucht Ministerpräsident Renzi jedoch um jeden Preis zu vermeiden, da auch viele Kleinsparer im italienischen Bankensektor investiert sind. Ausnahmen sind möglich, wenn beispielsweise eine Bank sehr schlecht beim europäischen Bankenstresstest abschneidet. Dies könnte für die italienische Regierung ein Schlupfloch sein, den notleidenden Bank zu helfen, ohne die Investoren an den Verlusten zu beteiligen. Ob dies den Kursen hilft, ist jedoch sehr fraglich.

	Stand	Veränderung zum			
	28.07.2016	21.07.2016	27.06.2016	27.04.2016	31.12.2015
	17:43	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18387	-0,7%	7,3%	1,9%	5,5%
S&P 500	2163	-0,1%	8,1%	3,2%	5,8%
Nasdaq	5140	1,3%	11,9%	5,7%	2,6%
DAX	10275	1,2%	10,9%	-0,2%	-4,4%
MDAX	21088	1,5%	11,5%	3,1%	1,5%
TecDAX	1703	2,1%	12,0%	2,4%	-7,0%
EuroStoxx 50	2975	0,2%	10,3%	-5,0%	-9,0%
Stoxx 50	2863	-0,5%	8,6%	-2,2%	-7,7%
SMI (Swiss Market Index)	8104	-1,0%	6,7%	0,1%	-8,1%
FTSE 100	6740	0,6%	12,7%	6,7%	8,0%
Nikkei 225	16477	-2,0%	7,6%	-4,7%	-13,4%
Brasilien BOVESPA	56169	-0,8%	14,1%	3,1%	29,6%
Russland RTS	923	-2,5%	3,9%	-0,4%	21,9%
Indien BSE 30	28209	1,8%	6,8%	8,2%	8,0%
China Shanghai Composite	2995	-1,4%	3,4%	1,4%	-15,4%
MSCI Welt (in €)	1706	-0,6%	7,7%	3,2%	0,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	874	-0,3%	9,1%	5,7%	8,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	167,42	125	73	557	950
Bobl-Future	133,57	15	8	260	290
Schatz-Future	112,00	-2	-6	19	48
3 Monats Euribor	-0,30	0	-2	-5	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,33	0	0	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,74	3	12	10	13
Fed Funds Future, Dez 2016	0,47	0	15	-11	0
10-jährige US Treasuries	1,51	-6	5	-35	-76
10-jährige Bunds	-0,09	-2	3	-37	-72
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,27	-4	-8	-21	-53
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,55	-4	-4	-22	-48
US Treas 10Y Performance	609,53	0,5%	-0,5%	3,2%	8,0%
Bund 10Y Performance	626,93	0,7%	0,3%	4,1%	8,3%
REX Performance Index	490,72	0,3%	0,3%	1,9%	3,5%
Hypothekenzinsen USA	3,45	0	-11	-14	-56
IBOXX AA, €	0,38	-6	-25	-45	-91
IBOXX BBB, €	1,25	-6	-45	-49	-102
ML US High Yield	7,03	6	-78	-87	-187
JPM EMBI+, Index	795	-0,4%	2,5%	5,0%	12,9%
Wandelanleihen Exane 25	6723	0,0%	4,5%	-0,3%	-3,4%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	418,97	-0,7%	-0,8%	4,2%	10,5%
MG Base Metal Index	252,73	-1,7%	4,5%	2,0%	8,8%
Rohöl Brent	42,97	-8,1%	-8,9%	-7,1%	20,4%
Gold	1334,46	0,9%	0,8%	6,9%	25,6%
Silber	20,03	1,6%	12,8%	16,0%	44,6%
Aluminium	1581,50	-0,3%	-0,3%	-3,6%	5,4%
Kupfer	4839,00	-2,6%	3,0%	-1,5%	2,8%
Eisenerz	58,50	1,7%	7,3%	-6,4%	33,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	679	-6,5%	10,2%	-5,0%	42,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1087	0,7%	0,8%	-1,9%	1,8%
EUR/ GBP	0,8441	1,4%	1,1%	8,5%	14,5%
EUR/ JPY	116,18	-0,7%	3,9%	-7,6%	-11,4%
EUR/ CHF	1,0876	0,0%	1,3%	-1,1%	0,4%
USD/ CNY	6,6538	-0,3%	0,1%	2,5%	2,5%
USD/ JPY	105,40	-0,4%	3,3%	-5,4%	-12,4%
USD/ GBP	1,3134	-0,6%	-0,1%	-9,7%	-10,9%

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.