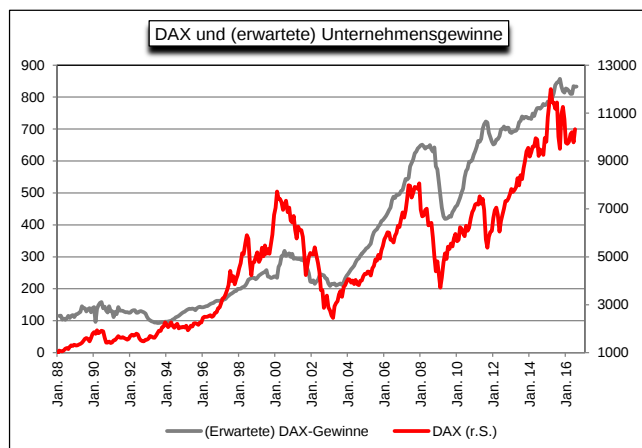


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Unternehmensgewinne: Fakt oder Fiktion?

Unternehmensgewinne sind das Lebenselixier der Aktienmärkte. Kein Wunder: Ist ein Unternehmen in der Lage, hohe Gewinne zu erzielen, dann kann es diese dazu verwenden, seinen Anteilseignern ordentliche Dividenden zu bezahlen. Oder es kann in neue Maschinen und Mitarbeiter investieren, um die eigene Wettbewerbsfähigkeit weiter zu verbessern. Und es können Aktienrückkaufprogramme beschlossen werden, die den Wert der verbleibenden Anteilsscheine erhöhen. Hohe Gewinne sind also attraktiv und steigern den Wert einer Aktie. Umgekehrt führen Verluste oder auch Gewinnenttäuschungen regelmäßig zu fallenden Kursen an der Börse.



Insofern ist nachvollziehbar, weshalb allenthalben die Gewinnentwicklung der Unternehmen mit großer Aufmerksamkeit verfolgt wird. Denn schließlich sind die erwirtschafteten Erträge der singuläre Faktor, der dauerhaft den nachhaltigsten Einfluss auf die Kursentwicklung hat. Seit die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC zu Beginn der 1970er Jahre von den Unternehmen die Veröffentlichung von Quartalsberichten verlangt hat, ist nach und nach eine ganze Industrie entstanden, die sich mit der Abfrage, Aufbereitung und Beurteilung dieser Zahlen beschäftigt. Heute vergeht kein Quartal mehr, dass nicht von Unternehmensanalysten, Volkswirten und Medienvertretern genau unter die Lupe genommen wird, um besonders positive oder negative Entwicklungen bei der Gewinn- und Umsatzentwicklung zu entdecken. Und natürlich möchten die Unternehmen lieber positive als negative Nachrichten vermitteln.

In der nun laufenden und fast abgeschlossenen Berichterstattung zum 2. Quartal 2016 haben immerhin 346 von 454 Unternehmen im S&P 500, also 76% der Firmen, die Gewinnerwartungen geschlagen, während nur 24% die Prognosen verfehlt haben. Ähnlich positiv fallen die Ergebnisse bei anderen Indizes aus: Im Dow Jones 30 hat mit Exxon Mobil nur ein einziges Unternehmen die Ertragserwartungen verfehlt, während 96% der Firmen bessere Zahlen berichtet haben; und für die Nasdaq 100 liegt der Anteil der positiven Überraschungen bei 81%. In Europa fallen die Quartalsberichte traditionell etwas verhaltener aus, doch auch hier überwiegen die positiven Überraschungen: Beim

Dax mit 62%, beim Stoxx 50 mit 57% und beim Euro Stoxx 50 mit 54%.

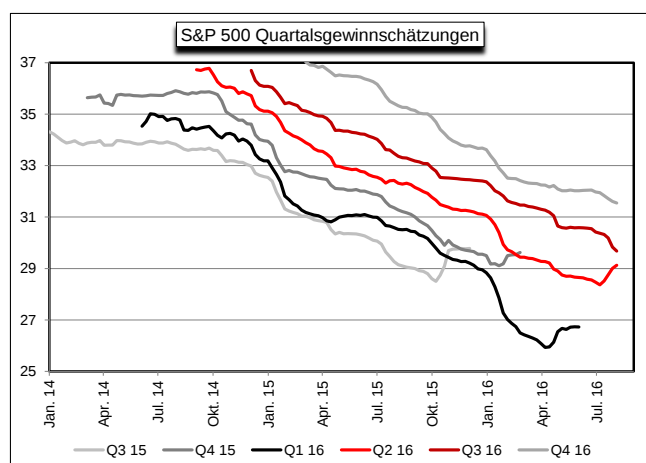
Auswertung der aktuellen Berichtssaison (Quelle: Factset)					
10.08.2016		davon:		positives	durchschnittl.
		positiv	negativ	Surprise-Ratio	pos. S-R
S&P 500	Gewinn	346	109	76%	70%
	Umsatz	241	214	53%	61%
	Kursreaktion	224	231	49%	51%
Dow Jones	Gewinn	26	1	96%	77%
	Umsatz	17	10	63%	62%
	Kursreaktion	15	12	56%	50%
Nasdaq 100	Gewinn	73	17	81%	72%
	Umsatz	50	40	56%	67%
	Kursreaktion	48	42	53%	54%
DAX	Gewinn	13	8	62%	56%
	Umsatz	9	14	39%	57%
	Kursreaktion	10	14	42%	50%
MDAX	Gewinn	20	9	69%	51%
	Umsatz	13	18	42%	61%
	Kursreaktion	20	12	63%	50%
IBEX	Gewinn	9	7	56%	42%
	Umsatz	14	8	64%	55%
	Kursreaktion	17	11	61%	48%
SMI	Gewinn	7	2	78%	49%
	Umsatz	6	5	55%	54%
	Kursreaktion	7	7	50%	50%
Euro Stoxx 50	Gewinn	15	13	54%	58%
	Umsatz	20	23	47%	59%
	Kursreaktion	21	26	45%	50%
Stoxx 50	Gewinn	16	12	57%	56%
	Umsatz	25	13	66%	59%
	Kursreaktion	22	21	51%	50%

Es liegt also nahe, für das vergangene Quartal von einer überdurchschnittlich guten Berichtssaison zu sprechen, da es sehr vielen Unternehmen gelungen ist, positiv zu überraschen. Diese Interpretation hat nur einen wichtigen Schönheitsfehler: Schaut man sich die Quartalsberichterstattung der vergangenen Jahre an, so fällt auf, dass es den Unternehmen *immer* gelungen ist, mehrheitlich positiv zu überraschen und zwar in guten wie in schlechten Zeiten. Für den S&P 500 haben wir die Zahlen des Datenbankanbieters Factset seit dem Jahr 2000 ausgewertet. Dabei kommen wir zu dem Ergebnis, dass im Durchschnitt in 70% der Fälle die Firmen bessere Quartalsgewinne veröffentlicht haben als im Vorfeld von den Unternehmensanalysten erwartet wurde. Selbst während des Höhepunktes der Finanz- und Wirtschaftskrise im 4. Quartal 2008 waren 58% der S&P500-Firmen in der Lage, mit ihrem Quartalsgewinn positiv zu überraschen. Aber wie ist ein solches Ergebnis zu erklären? Und ist der Umkehrschluss richtig, dass die Unternehmensanalysten permanent falsche, weil zu vorsichtige Prognosen abgeben?

Die Wahrheit ist wieder einmal komplizierter als es zunächst erscheint. Wirft man nämlich einen Blick auf den Verlauf der Gewinnschätzungen, lässt sich ein immer wiederkehrendes Muster feststellen: Gewinnprognosen für Quartale oder Jahre, die noch vergleichsweise weit in der Zukunft liegen, werden regelmäßig zu optimistisch angesetzt. Als Daumenregel kann man auf Indexebene ein prognostiziertes Plus von 10 bis 15% für die Gewinnentwicklung auf Sicht von ein oder zwei Jahren erkennen, wobei die Schwankungsbreite beim S&P 500 in der Vergangenheit zwischen 5% (in den Jahren 2007 und 2008) und 17% (in den Jahren 1999 bis 2001) lag. Je näher das zu prognostizierende Jahr oder Quartal heranrückt, desto „realistischer“ werden die Prognosen, das heißt in mindestens 90%

der Fälle werden die Gewinnerwartungen dann nach unten revidiert. Zum einen liegt dies natürlich daran, dass sich der Prognosehorizont für die Analysten verkürzt und sich damit die Unsicherheit verringert. Zum anderen ist aber auch davon auszugehen, dass die Unternehmen selbst ein ureigenes Interesse daran haben, die Analysten zu vorsichtigeren Prognosen zu bewegen, damit es ihnen später leichter fällt, mit ihren Ergebnissen positiv zu überraschen.

Das Urteil, ob ein Unternehmen positiv oder negativ überrascht, hängt also im Wesentlichen vom Zeitpunkt ab, zu dem man die tatsächlich erreichten Gewinne mit den zuvor erwarteten vergleicht. Betrachtet man die Gewinnerwartungen für den S&P 500 für Q2 2016 so wurde zu Beginn der Berichtssaison Anfang Juli ein Quartalsgewinn pro Aktie von 28,36 US-Dollar erwartet, ein Minus von knapp 5% gegenüber dem Vorjahresquartal. Nachdem mittlerweile mehr als 90% der Unternehmen ihr Zahlenwerk vorgelegt und die meisten von ihnen positiv überrascht haben, hat sich der Quartalsgewinn auf 29,12 US-Dollar erhöht, ein Minus von nur noch gut 2% gegenüber dem Vorjahr. Soweit, so gut. Allerdings ist die Prognose für das 2. Quartal 2016 seitdem sie das erste Mal im September 2014 erhoben wurde fast Woche für Woche reduziert worden. Mit anderen Worten: Je näher der Veröffentlichungstermin des Vierteljahresberichtes rückte, desto niedriger wurde von den Analysten die Latte gelegt, die die Unternehmen zu überwinden hatten. Vergleicht man die erzielten Ergebnisse der S&P 500-Firmen mit den Prognosen der Analysten vom 1. Mai 2016 so hätten es nur 61% der Unternehmen geschafft, positiv zu überraschen. Nimmt man als Vergleichszeitpunkt den 1.4.2016 sinkt dieser Anteil auf 54%, und ist der 1. Januar 2016 das Ausgangsdatum für den Soll-Ist-Vergleich konnten nur 46% der Unternehmen die zu diesem Zeitpunkt erhobenen Prognosen schlagen.

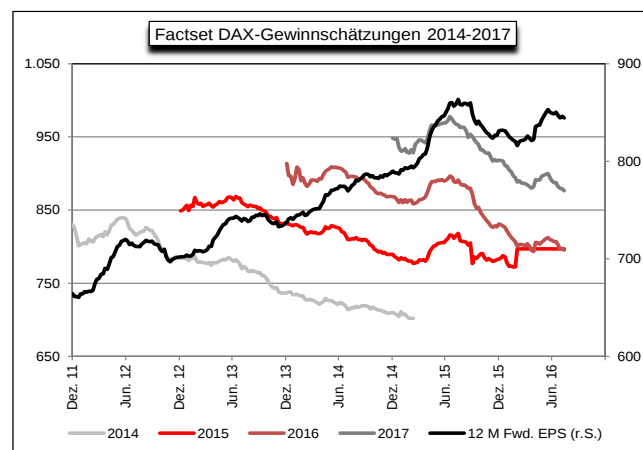


Ähnlich fällt das Ergebnis für die Gewinne der DAX30-Unternehmen aus. Gut 60% der Quartalsgewinne waren besser als erwartet; im 1. Quartal ist dies nur gut der Hälfte der Unternehmen gelungen. Allerdings wurden auch für die DAX-Firmen im Vorfeld der Berichtssaison die Erwartungen kontinuierlich nach unten revidiert. Vergleicht man die erzielten Ergebnisse nämlich mit den Prognosen von Mitte Juni, so waren nur knapp 40% der Unternehmen in der Lage, diese zu schlagen. Nimmt man die Prognosen vom 1. Januar 2016 konnten sogar nur 24% der Unternehmen diese übertreffen. Von „guten“ Unternehmenszahlen kann man

also nur dann sprechen, wenn man die veröffentlichten Gewinne mit den (zu) niedrigen Erwartungen zu Beginn der Berichtsperiode vergleicht. Dies ist aber, wie die Historie zeigt, seit Jahr und Tag das normale Prozedere. Sich ausführlich mit den Quartalszahlen zu beschäftigen, hat von daher nur dann einen Mehrwert, wenn man die tatsächlich berichteten Gewinne in Relation zu den früheren Erwartungen setzt. Die Aussage „Berichtssaison verläuft gut“ ist dagegen substanzlos, denn dieses Ergebnis ist quasi systembedingt.

Ebenso systembedingt ist die Tatsache, dass die Gewinnprognosen für die folgenden Quartale weiter nach unten angepasst werden. Ging man für den S&P 500 zuletzt noch davon aus, dass die Gewinnrezession, also der Rückgang der Unternehmensprofite im Vergleich zum Vorjahr, mit dem 2. Quartal 2016 zu Ende geht, sind nun die Gewinnerwartungen für das 3. Quartal 2016 auch erstmals unter das Vorjahresniveau gerutscht. Da sich dieser Trend wie üblich noch bis Anfang Oktober fortsetzen dürfte, könnte es also auch in Q3 eine negative Entwicklung im Vergleich zum Vorjahr geben.

Überhaupt ist festzustellen, dass von der Gewinnentwicklung kaum Impulse für den Aktienmarkt ausgehen. So sollen die Gewinne für den S&P 500 in diesem Jahr stagnieren – wie schon im Vorjahr. Ähnlich sieht es beim DAX aus, nachdem die Unternehmen im letzten Jahr noch vom schwachen Euro profitierten. Zwar rücken nun schon die Ertragserwartungen für das Jahr 2017 stärker in den Fokus, angesichts des schwachen globalen Wirtschaftswachstums dürften die Erwartungen eines prozentual zweistelligen Gewinnzuwachses aber wohl zu optimistisch sein.

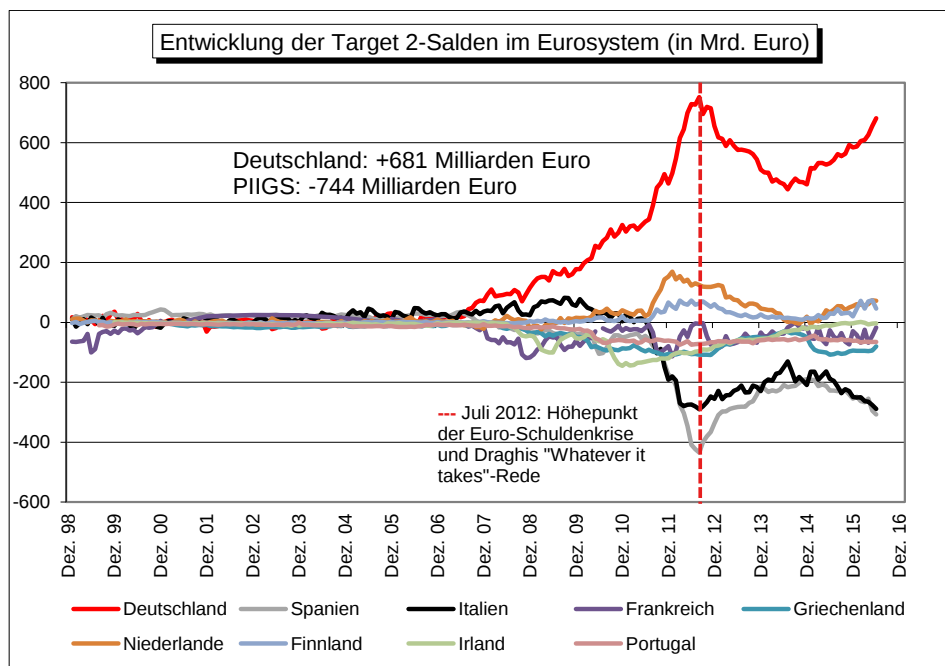


Dennoch gibt es ein wichtiges Argument, dass den Börsen weiterhin Flügel verleihen könnte: Zwar dürften sich die Gewinnerwartungen wohl erneut als Fiktion, wenn nicht gar als Farce erweisen, doch sind die niedrigen Zinsen Fakt. Da viele Investoren auf der Suche nach attraktiven Anlagealternativen von Anleihen mehr und mehr Abstand nehmen, könnte sich die Bewertung von Aktien weiter verteuern. Zudem ermöglichen die niedrigen Zinsen es den Unternehmen, sich so günstig zu refinanzieren wie nie zuvor. Diese Mittel werden mehr und mehr für Aktienrückkaufprogramme verwendet, sodass der Gewinn je Aktien auch in Zeiten mauer Konjunktur zumindest stabil gehalten werden kann. Speziell beim DAX, der noch günstig bewertet ist, besteht von daher noch Luft nach oben.

Wochenausblick für die Zeit vom 15. bis 19. August 2016

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	4,3	11,2	6,4	19,2	-6,8	14,0	16. August
D: ZEW Lageeinschätzung	50,7	47,7	53,1	54,5	49,8	51,5	16. August
D: Produzentenpreise, m/m	0,0%	0,1%	0,4%	0,4%	0,3%		19. August
D: Produzentenpreise, y/y	-3,1%	-3,1%	-2,7%	-2,2%	-1,9%		19. August
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,1%	0,2%		18. August
E-19: Kerninflationsrate, y/y	1,0%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%		18. August

Chart der Woche: Ungleichgewichte in der Eurozone nehmen zu



Im Sommer 2012, dem (vorläufigen) Höhepunkt der Euro-Schuldenkrise, standen die sogenannten Target2-Salden als Krisen-Barometer im Fokus von Presse und Ökonomen. Seit-her ist es in der Öffentlichkeit ruhig geworden um den Krisen-indikator, doch heimlich, still und leise nehmen die Ungleich-gewichte zwischen Kern- und Peripherieländern wieder zu, zuletzt mit zunehmendem Tempo. Eigentlich ist der Begriff Target2 lediglich der Name für ein Zahlungsverkehrssystem in der Eurozone, über das grenzüberschreitende Zahlungen der Zentralbanken abgewickelt werden. Die Forderungen und Verbindlichkeiten aller an Target2 teilnehmenden Zentralban-ken werden gemäß einem Abkommen im Eurosystem an die EZB übertragen und dort saldiert. Diese Salden sind seit 2012 aber vielmehr zu einem Maß für wirtschaftliche Ungleichge-wichte in der Eurozone geworden, da sie über einen negativen oder positiven Saldo auch anzeigen, welche Banken aus wel-chen Ländern sich hauptsächlich über die Offenmarktgeschäf-ten der EZB refinanzieren müssen und welche Banken sich weiter am Interbankenmarkt refinanzieren können. Im Som-mer 2012 erreichten die Ungleichgewichte der Target2-Salden mit einem Wert von über einer Billion Euro ihren vorläufigen Höhepunkt. Nach EZB-Präsident Draghis berühmter „Whate-
ver it takes“-Rede entspannte sich die Situation aber zuse-hends, und auch die Saldendifferenz ging kontinuierlich zu-rück. Doch seit knapp zwei Jahren laufen die Target-Salden

wieder auseinander. Die Verbindlichkeiten der PIIGS Staaten nahmen seit Anfang 2016 von 655 Mrd. auf 744 Mrd. zu, während die Bundesbank in der gleichen Zeit ihrer Forderun-gen von 584 Mrd. auf 681 Mrd. erhöhte. Hat dies ein neues Aufflammen der Euro-Krise zu bedeuten? Wir denken, dass diese Angst übertrieben ist, allerdings sorgen die vielen politi-schen Themen, wie der Brexit, die Bankenkrise und das an-stehende Verfassungsreferendum in Italien, die Problem der Regierungsbildung in Spanien, oder Portugals und Spaniens erneute Verstöße gegen die Maastricht-Kriterien für zuneh-mende Unsicherheiten und einen zunehmenden Vertrauens-verlust am Interbankenmarkt, was die Peripherie-Staaten dazu zwingt, weitere Target2-Schulden aufzubauen. Aber auch das QE-Programm der EZB könnte dazu beigetragen haben, dass die Salden wieder auseinandergeraten sind. Zum einen könn-te es sein, dass Banken in der Peripherie den Erlös aus dem Verkauf ihrer Staatsanleihen an die Zentralbank nicht wie angedacht dazu nutzen, Kredite zu vergeben, sondern um teure ausländische Interbankkredite abzulösen, was den Saldo des Landes weiter in den negativen Bereich treibt. Zum ande-ren könnte der Saldo auch weiter sinken, wenn die Zentral-bank einem ausländischen Investoren Staatsanleihen abkauft. Dies könnte vor allem für Italien eine Rolle spielen, da Italien einen relativ großen Bondmarkt mit vielen ausländischen Investoren hat.

	Stand	Veränderung zum			
	11.08.2016 17:12	04.08.2016 -1 Woche	08.07.2016 -1 Monat	10.05.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18607	1,4%	2,5%	3,8%	6,8%
S&P 500	2184	0,9%	2,6%	4,8%	6,9%
Nasdaq	5205	0,7%	5,0%	8,2%	3,9%
DAX	10704	4,7%	11,2%	6,6%	-0,4%
MDAX	21787	4,0%	10,5%	7,7%	4,9%
TecDAX	1741	2,5%	8,1%	6,8%	-4,9%
EuroStoxx 50	3041	3,7%	7,1%	2,1%	-6,9%
Stoxx 50	2890	1,8%	3,3%	2,8%	-6,8%
SMI (Swiss Market Index)	8285	2,5%	3,1%	4,4%	-6,1%
FTSE 100	6888	2,2%	4,5%	11,9%	10,3%
Nikkei 225	16735	3,0%	10,8%	1,0%	-12,1%
Brasilien BOVESPA	57496	-0,2%	8,2%	8,3%	32,6%
Russland RTS	950	2,4%	1,7%	5,9%	25,5%
Indien BSE 30	27860	0,5%	2,7%	8,1%	6,7%
China Shanghai Composite	3003	0,7%	0,5%	6,0%	-15,2%
MSCI Welt (in €)	1727	0,8%	3,0%	5,8%	1,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	903	2,7%	7,9%	13,9%	10,8%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	167,66	7	-13	340	974
Bobl-Future	133,72	8	-23	227	305
Schatz-Future	112,04	3	-11	19	52
3 Monats Euribor	-0,30	0	0	-4	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,34	-1	3	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,82	3	15	19	20
Fed Funds Future, Dez 2016	0,45	0	5	-4	0
10-jährige US Treasuries	1,53	3	17	-22	-74
10-jährige Bunds	-0,10	6	9	-22	-73
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,10	-2	19	-1	-35
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,53	0	6	-22	-46
US Treas 10Y Performance	610,18	0,0%	-1,2%	2,4%	8,1%
Bund 10Y Performance	628,62	0,1%	-0,1%	2,8%	8,6%
REX Performance Index	491,57	0,3%	0,1%	1,4%	3,7%
Hypothekenzinsen USA	3,43	0	2	-18	-58
IBOXX AA, €	0,36	-3	-11	-38	-93
IBOXX BBB, €	1,18	-6	-29	-52	-108
ML US High Yield	6,91	-19	-34	-109	-198
JPM EMBI+, Index	809	1,1%	0,6%	6,6%	14,8%
Wandelanleihen Exane 25	6779	0,0%	3,5%	1,2%	-2,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	419,56	-0,3%	-2,5%	3,4%	10,6%
MG Base Metal Index	258,13	2,0%	3,7%	8,4%	11,1%
Rohöl Brent	45,41	4,7%	-2,8%	0,3%	27,2%
Gold	1352,30	-0,8%	-0,3%	7,2%	27,3%
Silber	20,24	-1,1%	1,5%	18,5%	46,1%
Aluminium	1634,25	1,4%	-1,2%	6,4%	8,9%
Kupfer	4816,25	0,0%	2,5%	2,7%	2,3%
Eisenerz	61,50	1,7%	11,8%	12,8%	40,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	638	0,3%	-9,2%	7,4%	33,5%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1174	0,3%	0,9%	-1,8%	2,6%
EUR/ GBP	0,8614	1,5%	1,2%	9,4%	16,9%
EUR/ JPY	113,27	0,5%	1,9%	-8,7%	-13,6%
EUR/ CHF	1,0859	0,2%	0,0%	-2,0%	0,2%
USD/ CNY	6,6350	-0,1%	-0,8%	1,8%	2,2%
USD/ JPY	101,29	0,1%	0,7%	-7,3%	-15,8%
USD/ GBP	1,2966	-1,2%	0,0%	-10,4%	-12,0%

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.