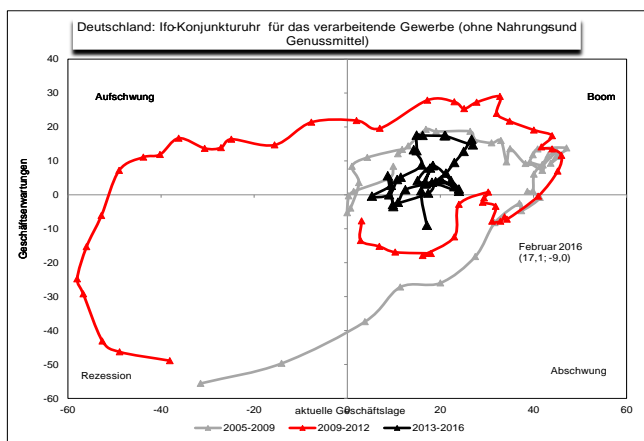


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Wie stabil ist die deutsche Wirtschaft?

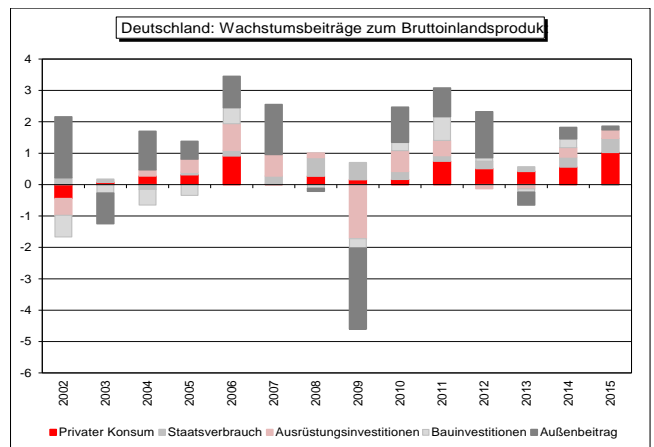
Die vielen negativen Nachrichten der vergangenen Wochen sind auch an der deutschen Wirtschaft nicht spurlos vorübergegangen. Börsenturbulenzen und konjunkturelle Hiobsbotschaften bei wichtigen Handelspartnern haben vor allem im Unternehmenssektor die Unsicherheiten deutlich erhöht. Dies zeigt sich an der jüngsten Entwicklung des Ifo-Geschäftsklimas für die deutsche Industrie: Während die aktuelle Lage von den Unternehmen im Vergleich zu den Vormonaten im Februar unverändert positiv eingeschätzt wurde, haben sich die Erwartungen für die nächsten Monate deutlich verschlechtert. Dies hat zur Folge, dass die Ifo-Konjunkturuhr keinen „Boom“ mehr anzeigt, sondern auf „Abschwung“ umgesprungen ist.



Ein idealtypischer Verlauf der Konjunkturur würde vermuten lassen, dass auf die Verschlechterung der Konjunkturerwartungen in den nächsten Monaten auch die aktuelle Lage mit einer negativen Entwicklung folgt. Negative Erwartungen und eine negative Lageeinschätzung würden dann den Übergang in den Rezessionsquadranten zur Folge haben. Doch nicht immer „tickt“ die Konjunkturur wie erwartet, auch in der Vergangenheit hat es immer wieder Phasen gegeben, in der der wirtschaftliche Rhythmus nicht dem Lehrbuch gefolgt ist. Seit der Rezession im Jahr 2009 gab es bereits mehrere Phasen, in denen die Erwartungen der vom Ifo-Institut befragten rund 7.000 Unternehmen mehrheitlich negativ waren, ohne dass sich dann später daraus eine handfeste wirtschaftliche Krise in Form eines signifikanten Abschwungs ergeben hätte. Dies war beispielsweise im Herbst 2011, in stärkerem Ausmaß im Sommer 2012 und dann nochmals in schwacher Ausprägung im Herbst 2014 der Fall. Ohne wirklich ganz genau wissen zu können, welche Auslöser damals zu der Skepsis der Unternehmen beigetragen haben, fällt auf, dass es jedes Mal im Vorfeld der Stimmungseintrübungen zu einer Phase mit zum Teil deutlich sinkenden Aktienkursen gekommen ist. Von daher liegt die Vermutung nahe, dass es einen Zusammenhang zwischen schwachen Börsen und schlechter Unternehmensstimmung gibt. Da die Börsianer ihrerseits dann wieder die Frühindikatoren der Unternehmen für ihre Kauf- und Verkaufentscheidungen nutzen, besteht die Gefahr, dass es zu einer negativen Rückkopplungsschleife kommt, die dann zu einer Abwärtsspirale aus sinkenden

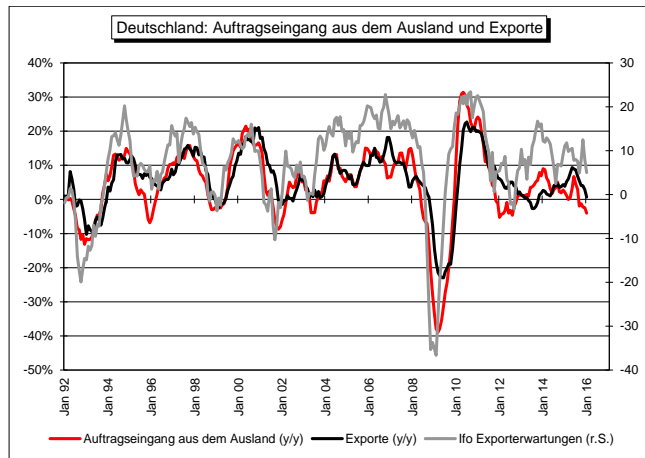
Aktienkursen und sich immer weiter verschlechternden Konjunkturdaten bis hin zu einer neuen Wirtschaftskrise führt. Schließlich geht die Aktienkursentwicklung auch direkt in einige Frühindikatoren als Teilindikator ein. Allerdings zeigen die genannten Beispiele für den Ifo-Index seit dem Jahr 2009, dass die Rückkopplungsschleife irgendwann dann doch durchbrochen und damit eine Abwärtsspirale vermieden werden konnte. Dies hatte in erster Linie etwas damit zu tun, dass die wirtschaftliche Lage immer hinreichend stabil gewesen ist.

Dies ist aus unserer Sicht auch derzeit der Fall. Zwar ist unbestritten, dass die deutschen Unternehmen an mehreren Fronten mit starkem Gegenwind zu kämpfen haben, doch ist der Konsum wie schon 2015 auch in diesem Jahr der Fels in der Brandung. Außerdem zeigt sich, dass sich das Wachstumsprofil der deutschen Wirtschaft in den vergangenen Jahren deutlich verändert hat. In dem Zeitraum zwischen den Jahren 2002 und 2010, in dem Deutschland gerne auch als der „kranke Mann“ Europas tituliert wurde und häufig die rote Laterne der wachstumsschwächsten europäischen Volkswirtschaft trug, war der Wachstumsbeitrag des privaten Verbrauchs äußerst gering. In dieser Phase waren es vor allem der Außenbeitrag und zum Teil die Ausrüstungsinvestitionen, die das Wirtschaftswachstum trugen. Doch dieses Bild, das Deutschland heftige Kritik von außen eingehandelt hat, hat sich in den vergangenen Jahren substantiell verändert. Vor allem in den letzten vier Jahren hat der private Verbrauch das deutsche Wachstum maßgeblich bestimmt, während die Impulse aus dem Unternehmenssektor geringer ausfielen als in der Vergangenheit.



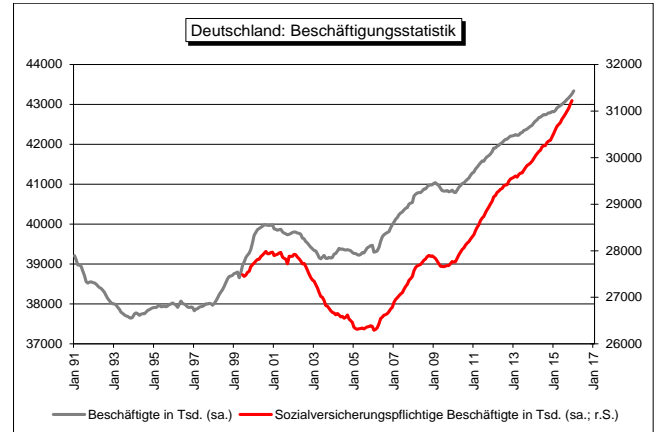
Der angesprochene Gegenwind für die deutschen Firmen besteht zum einen darin, dass die globalen Konjunkturaussichten für das Jahr 2016 sehr verhalten sind und sich die Auslandsnachfrage nach deutschen Produkten abgeschwächt hat. Die Exporte werden deshalb in diesem Jahr weniger stark wachsen als zuvor. Zwar sind die Exporterwartungen der vom Ifo-Institut befragten Unternehmen mehrheitlich noch positiv, doch sind die Auftragseingänge aus dem Ausland derzeit rund 4 Prozent niedriger als vor einem Jahr. Von daher muss zumindest in den kommenden Monaten damit gerechnet werden, dass die Ausfuhren sogar sinken. Zum anderen wirken sich die vielfältigen politischen und geopolitischen Risiken negativ auf das Investiti-

onsverhalten aus. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass die Investitionsgüterproduzenten seit dem Spätsommer weniger neue Aufträge aus dem Inland erhalten haben.



Unverändert robust zeigt sich dagegen die deutsche Binnennachfrage. Zwar hat die starke Dynamik bei den Einzelhandelsumsätzen in den vergangenen Monaten etwas nachgelassen, die Zuwachsrate von mehr als 2 Prozent ist aber nach wie vor mehr als erfreulich. Hieran sollte sich in absehbarer Zeit auch nichts Wesentliches ändern, da ein robuster Arbeitsmarkt für weitere (Real-)Lohnzuwächse sorgen wird. Auch die Stimmung der Konsumenten kann als gut bezeichnet werden, obwohl der Enthusiasmus seit dem Beginn der Zuwanderungswelle etwas nachgelassen hat. Sichtbar wird das an den eher diffusen Ängsten im Zusammenhang mit der Einschätzung des Arbeitsmarktes: Während sich die Einkommenserwartungen in den vergangenen Monaten nicht verändert haben, hat die Sorge der Deutschen vor Arbeitslosigkeit deutlich zugenommen.

Dabei zeigt die Arbeitsmarktstatistik, dass der deutsche Arbeitsmarkt boomt. Mit 43,3 Millionen gibt es mehr Beschäftigte als jemals zuvor seit der deutschen Wiedervereinigung. Mit 31,2 Millionen Personen (darunter 28,3 Millionen Deutsche und 2,9 Millionen Ausländer) ist nicht nur die absolute Zahl der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten auf einem Rekordhoch, sondern auch ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung. Im Vergleich zum Dezember 2014 gibt es fast 800.000 mehr neue sozialversicherungspflichtige Jobs. Knapp 500.000 wurden dabei von Deutschen, die restlichen 300.000 von Ausländern besetzt. Bei der letztgenannten Gruppe spielen die Zuwanderung infolge der uneingeschränkten Arbeitnehmerfreizügigkeit für die neuen osteuropäischen Mitgliedsstaaten der EU (zuletzt Bulgarien, Rumänien und Kroatien), die Zuwanderung aus Ländern, die von der europäische Schuldenkrise besonders stark betroffen sind (Griechenland, Italien, Portugal und Spanien) und die Fluchtmigration (aus den sogenannten Asylzugangsländern) eine Rolle. Von den 300.000 Ausländern, die im Vorjahresvergleich einen neuen Arbeitsplatz gefunden haben, stammen 173.000 aus den EU-Osterweiterungsländern, 30.000 aus den GIPS-Staaten und knapp 44.000 aus Asylzugangsländern (davon 17.000 aus nicht-europäischen Ländern). Während die Zahl der Beschäftigten im Vergleich zum Vorjahr also über alle Kategorien zugenommen hat, ist das Bild bei der Veränderung der Arbeitslosigkeit weniger eindeutig.



Die gesamte Zahl der Arbeitslosen war im Februar 2016 um 106.000 niedriger als im Vorjahr, bei den Deutschen ist das Minus von 163.000 Personen sogar noch größer. Unter den Ausländern hat die Arbeitslosigkeit hingegen um 56.000 zugenommen: Besonders stark betroffen sind Personen aus Asylzugangsländern (+45.000), weniger stark hingegen Personen aus EU-Osterweiterungsländern (+16.800) und fast gar nicht betroffen sind Personen aus den sogenannten GIPS-Ländern. Dabei ist für Asylbewerber zu beachten, dass diese in den ersten drei Monaten ihres Aufenthaltes einem Beschäftigungsverbot unterliegen, danach ist bei einer möglichen Beschäftigungsaufnahme zu prüfen, ob Inländer Vorrang haben. Die Vorrangprüfung entfällt erst nach 15 Monaten Aufenthalt. Da die meisten Asylbewerber in der zweiten Jahreshälfte 2015 nach Deutschland gekommen sind, werden diese wohl frühestens in der zweiten Hälfte dieses Jahres oder sogar erst 2016 in der Statistik sichtbar werden. Fakt ist, dass die Zuwanderung das Arbeitskräfteangebot in Deutschland erhöht. Dies kann zu einer höheren Beschäftigung und/oder zu einer höheren Arbeitslosigkeit führen. Die Arbeitsmarktintegration von Flüchtlingen wird nach den Erfahrungen der Vergangenheit mehrere Jahre brauchen, da die Erlangung von Sprachkenntnissen und die Qualifikation längere Zeit in Anspruch nehmen werden. Von daher ist damit zu rechnen, dass der im Moment noch ausgeglichene Saldo von neuen Beschäftigten und neuen Arbeitslosen bei Personen aus Asylzugangsländern sich in den kommenden Monaten zuungunsten der Beschäftigten entwickeln und die absolute Zahl an Arbeitslosen zunehmen wird. Deutsche Arbeitnehmer werden von diesem Trend aber solange (mehrheitlich) nicht betroffen sein wie die Wirtschaft weiter wächst.

Bundesagentur für Arbeit
Statistik

Entwicklung des Arbeitsmarktes
für Staatsangehörige aus den Migrationsländern

Tabelle 1: Arbeitsmarkt für Deutsche und Ausländer im Vergleich
Deutschland

Staatsangehörigkeit	Dezember 2015				Februar 2016			
	Sv-pflichtig Beschäftigte am Arbeitsort ^{1,2}		Veränderung gegenüber Vorjahr		Arbeitslose		Veränderung gegenüber Vorjahr	
	absolut	Anteil in %	absolut	in %	absolut	Anteil in %	absolut	in %
Insgesamt	31.178.000	100,0	+780.241	+2,6	2.911.165	100,0	-105.838	-3,5
Deutsche	28.254.395	90,6	+478.006	+1,7	2.277.791	78,2	-163.263	-6,7
Ausländer	2.923.605	9,4	+302.235	+11,5	628.150	21,6	+56.497	+9,9
EU-Osterweiterung (EU 11)	880.717	2,8	+173.412	+24,5	116.825	4,0	+16.840	+16,8
GIPS-Staaten	476.661	1,5	+29.646	+6,6	71.023	2,4	+309	+0,4
Asylzugangsländer ³	398.142	1,3	+43.575	+12,3	193.090	6,6	+45.332	+30,7
Balkan-Asylzugangsländer ⁴	207.293	0,7	+17.792	+9,4	54.617	1,9	+1.464	+2,8
Osteuropäische Asylzugangsländer ⁴	102.980	0,3	+8.570	+9,1	28.245	1,0	-1.147	-3,9
Nichteuropäische Asylzugangsländer ⁴	87.868	0,3	+17.212	+24,4	110.228	3,8	+45.015	+69,0
Sonstige Ausländer	1.168.084	3,7	+55.601	+5,0	247.212	8,5	-5.984	-2,4

Quelle: Bundesagentur für Arbeit, Migrations-Monitor Arbeitsmarkt

Und dies wird auch 2016 der Fall sein. Bislang sind wir davon ausgegangen, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 1,6% gegenüber dem Vorjahr zunehmen wird. Diese Prognose müssen wir aus zwei Gründen etwas nach unten anpassen: So gehen wir nun davon aus, dass die Exporte in diesem Jahr nicht wie bislang erwartet um 3 Prozent sondern allenfalls mit einer Rate 2 Prozent wachsen werden. Dies hat zur Folge, dass bei unveränderten Annahmen hinsichtlich der Importe der Außenhandel einen negativen Beitrag von 0,2 Prozentpunkten zum Wachstum liefern wird. Außerdem hat sich gezeigt, dass das Statistische Bundesamt bei der Veröffentlichung der Daten zur volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung im 4. Quartal 2015 die Zahlen zu den Vorquartalen etwas nach unten revidiert hat. Obwohl es sich um keine gravierenden Abweichungen handelte, führen diese im Endeffekt dazu, dass das Wirtschaftswachstum 2015 in der zweiten Nachkommastelle etwas geringer als erwartet ausfiel, sodass der statistische Überhang für das Jahr 2016 mit 0,4 Prozentpunkten etwas niedriger als ursprünglich gedacht ist. Der statistische Überhang ist dabei die Wachstumsrate, die sich ergäbe, wenn das Bruttoinlandsprodukt im gesamten Jahresverlauf 2016 auf dem Niveau von Q4 2015 verharren würde. Obwohl die Wirtschaftsleistung in diesem Fall stagnieren würde, wäre das durchschnittliche Bruttoinlandsprodukt 2016 um 0,4% höher als das im Jahr 2015. Von daher gehen wir nun davon aus, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 1,4 Prozent gegenüber 2015 wachsen wird. Dies klingt nach wenig, allerdings muss man beachten, dass das langfristige Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft auch nur auf rund 1-1,25 Prozent veranschlagt wird. Viel „mehr“ Wachstum ist also gar nicht zu erwarten.

Unterstellt, dass diese Annahmen realistisch sind, welche Implikationen ergeben sich daraus für den deutschen Aktienmarkt? Kommt es nicht zu einer stärkeren konjunkturellen Abkühlung in Deutschland und dem Rest der Welt, wäre unsere Erwartung, dass die DAX-Unternehmen ihre Gewinne in diesem Jahr mindestens konstant halten, eher sogar leicht steigern können. Den aktuellen Daten von I/B/E/S und Factset zur Folge haben die 30 DAX-Unternehmen im Jahr 2015 einen Indexgewinn von rund 800 Punkten erzielt. Während die Unternehmensanalysten noch im Sommer 2015 von einem DAX-Gewinn von 880 Punkten in diesem und von 960 Punkten im nächsten Jahr ausgingen, sind die Gewinnerwartungen seit dem deutlich reduziert worden. Für 2016 wird nun noch ein Gewinn von knapp 810 und für 2017 von knapp 900 Indexpunkten unterstellt. Die Prognoseanpassungen sind teilweise auf das schwierigere gesamtwirtschaftliche Umfeld, aber auch auf einige unternehmensspezifische Entwicklungen zurückzuführen.

Schaut man, bei welchen Unternehmen seit dem 1. September 2015 die stärksten Prognoseanpassungen nach unten stattgefunden haben, so fallen vor allem 6 DAX-Firmen negativ auf: Am eklatantesten sind die Prognosen für die Deutsche Bank gesenkt worden. Die Schätzungen für den in 12 Monaten erwarteten Gewinn sind für das Unternehmen um fast 50 Prozent reduziert worden. Weitere Firmen, bei denen es seit dem vergangenen Sommer zu stark nega-

tiven Gewinnrevisionen kam, sind Volkswagen (-30 Prozent), RWE (-30 Prozent), K+S (-26 Prozent), ThyssenKrupp (-21 Prozent) und BASF (-20 Prozent). Bei den positiven Überraschungen fallen hingegen Lufthansa (+26 Prozent), Deutsche Telekom (+11 Prozent), Adidas (+11 Prozent) und Fresenius Medical Care (+11 Prozent) auf.



Obwohl für immerhin sieben DAX-Werte für 2016 ein geringerer Gewinn je Aktie als im Jahr 2015 prognostiziert wird, muss dies nicht unbedingt als negatives Omen für den gesamten DAX-Gewinn gewertet werden. 2015 sind die Gewinne von 6 Unternehmen gegenüber dem Vorjahr gesunken, trotzdem gab es auf Indexebene ein Plus von 9 Prozent. 2014 wiesen sogar 10 DAX-Firmen eine negative Ergebnisentwicklung auf, der Indexgewinn legte dennoch um 8 Prozent zu. Von daher sollte ein kleines Gewinnplus auf Indexebene in diesem Jahr durchaus möglich sein, wenn es zu keiner Rezession kommt. Nur in einem solchen Fall müsste mit einem – allerdings erheblichen – Minus bei den Erträgen der Unternehmen gerechnet werden, wie schon in den Jahren 2001 (-44 Prozent), 2008 (-36 Prozent) und 2009 (-23 Prozent). Doch das ist nicht unsere Arbeitshypothese.

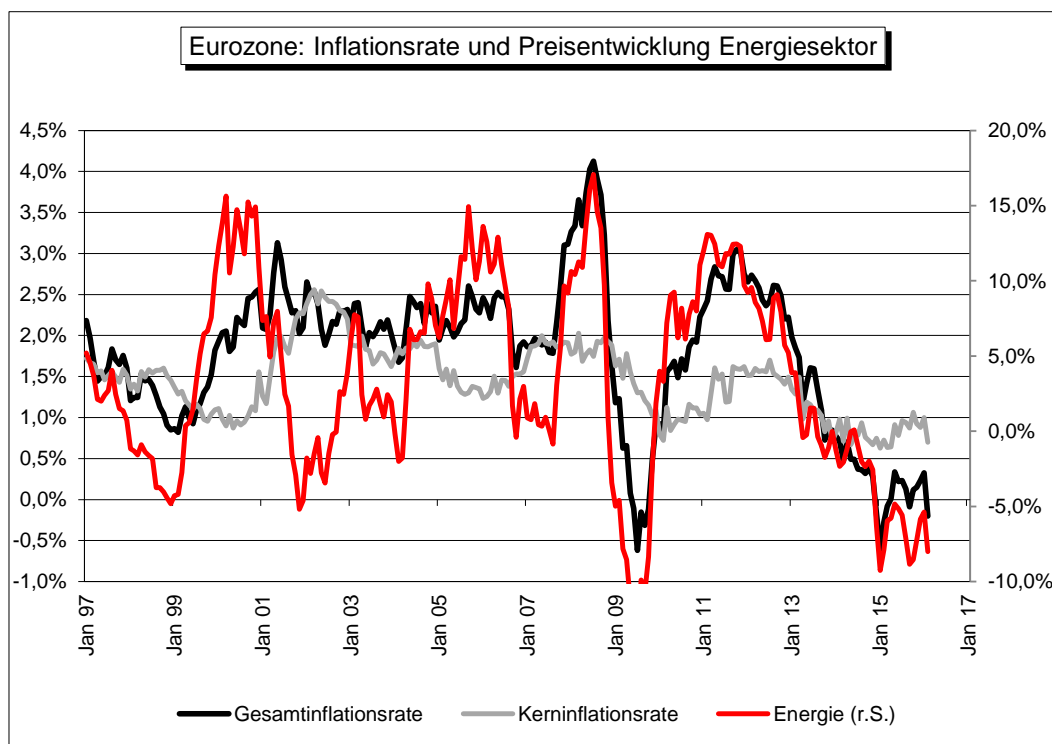
Um ein Kursziel für das Jahresende abzuleiten, muss man noch eine Annahme für den DAX-Gewinn des Jahres 2017 treffen, weil unterstellt wird, dass am Aktienmarkt nicht die Kurse von heute, sondern die von morgen (genauer gesagt: die in einem Jahr) gehandelt werden. Derzeit wird für 2017 von einem DAX-Gewinn von rund 900 Indexpunkten ausgegangen; das ist das „übliche“ Gewinnplus von 10 Prozent, das Unternehmensanalysten normalerweise für das Folgejahr unterstellen. Da nicht ersichtlich ist, dass es im nächsten Jahr zu einer deutlichen Konjunkturbelebung kommt, dürften diese Erwartungen etwas zu hoch gegriffen sein. Von daher wollen wir nur mit einem Anstieg auf 870 Punkte rechnen. Um ein Kursziel herzuleiten, fehlt dann noch der Bewertungsmultiplikator. Seit 1988 lag das DAX-KGV in 26 Prozent der Monate zwischen 10 und 12 und in 30 Prozent der Monate zwischen 12 und 15. Verkürzt man den Betrachtungszeitraum auf das Jahr 2004, lag das KGV in 39 Prozent der beobachteten Fälle zwischen 10 und 12 und in 46 Prozent der Beobachtungen zwischen 12 und 15. Von daher scheint es einigermaßen realistisch zu sein, einen Bewertungsmultiplikator von 12 bzw. 13 zu unterstellen. In diesem Fall käme man zu einem DAX-Ziel von 10.400 bzw. 11.300 Punkten beziehungsweise einem entsprechenden Mittelwert von 10.850 Punkten.

Wochenausblick für die Zeit vom 7. bis 11. März 2016

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Auftragseingang, m/m	1,7%	1,5%	-0,7%	-0,3%			07. März
D: Auftragseingänge, y/y	-1,6%	2,1%	-2,5%	0,3%			07. März
D: Industrieproduktion, m/m	0,7%	-0,5%	-1,1%	0,4%			08. März
D: Industrieproduktion, y/y	0,5%	-0,2%	-2,3%	-1,6%			08. März
D: Exporte, m/m	-1,3%	1,3%	-2,3%	0,4%			10. März
D: Exporte, y/y	0,8%	5,4%	-0,1%	1,8%			10. März
D: Importe, m/m	-2,3%	1,3%	-1,6%	-0,5%			10. März
D: Importe, y/y	2,8%	3,6%	2,1%	1,5%			10. März
D: Inflationsrate, m/m	0,0%	0,1%	-0,1%	-0,8%	0,4%		11. März
D: Inflationsrate, y/y	0,3%	0,4%	0,3%	0,5%	0,0%		11. März
E-19: Sentix	11,7	15,1	15,7	9,6	6,0	7,0	07. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB unter Druck



Die Inflationsrate in der Eurozone ist im Februar kräftig gefallen. Im Jahresvergleich liegt sie aktuell bei -0,2%, die erste negative Rate seit vergangenem September. Im Januar hatte die Inflationsrate im Jahresvergleich noch bei 0,3% gelegen. Die ungewöhnlich schwache Teuerungsrate setzt die EZB, die für ihr übergeordnetes Ziel der Preisstabilität ein Inflationsrate von knapp zwei Prozent anstrebt, zunehmend unter Druck. Problematisch ist vor allem, dass nicht nur die Gesamtinflationsrate gesunken ist, sondern auch die Kerninflationsrate, die die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Lebensmittel ausklammert. Die Kernrate ist im Jahresvergleich von 1,0% auf 0,7% gefallen und der zugrundeliegende Index fiel auf den tiefsten Wert seit März 2015, dem Auftaktmonat des umstrittenen Anleiheaufkaufprogramms der EZB. Ein Jahr und gut 700 Milliarden Euro später muss sich

die EZB daher fragen, inwieweit ihr QE-Programm bisher Früchte getragen hat. Zwar ist die Kreditvergabe der Banken innerhalb dieses Jahres leicht angestiegen, allerdings ist diese Entwicklung nicht in allen Euroländern zu verzeichnen und bei weitem nicht ausreichend. Wir gehen daher davon aus, dass sich beim Zinsentscheid der EZB am 10. März die Diskussion vor allem um die Frage drehen dürfte, inwieweit und nicht ob die Geldpolitik noch expansiver gestaltet werden kann. Allerdings ist die Erwartung einer noch expansiveren Ausrichtung der Geldpolitik mittlerweile fast schon Konsens; viele Analysten gehen davon aus, dass die EZB das monatliche Volumen ihrer Anleihekäufe ausweiten und den Einlagenzins erneut senken wird. Dies birgt großes Enttäuschungspotential, das analog zum Dezember erneute Marktturbulenzen zur Folge haben kann.

	Stand	Veränderung zum			
	03.03.2016 17:45	25.02.2016 -1 Woche	02.02.2016 -1 Monat	02.12.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	16839	0,8%	4,2%	-5,0%	-3,4%
S&P 500	1978	1,3%	3,9%	-4,9%	-3,2%
Nasdaq	4703	2,6%	4,1%	-8,2%	-6,1%
DAX	9752	4,5%	1,8%	-12,9%	-9,2%
MDAX	19642	3,3%	2,9%	-8,2%	-5,5%
TecDAX	1650	3,8%	-1,6%	-12,0%	-9,9%
EuroStoxx 50	3008	4,5%	1,9%	-13,3%	-7,9%
Stoxx 50	2839	3,7%	0,4%	-13,4%	-8,4%
SMI (Swiss Market Index)	7965	2,2%	-2,8%	-11,7%	-9,7%
Nikkei 225	16960	5,1%	-4,5%	-14,9%	-10,9%
Brasilien BOVESPA	45746	9,2%	18,5%	1,9%	5,5%
Russland RTS	799	7,1%	13,9%	-4,2%	5,5%
Indien BSE 30	24607	7,1%	0,3%	-5,8%	-5,8%
China Shanghai Composite	2860	4,3%	4,0%	-19,1%	-19,2%
MSCI Welt (in €)	1588	2,9%	2,8%	-9,3%	-5,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	769	5,3%	5,2%	-9,3%	-3,8%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,75	-38	229	731	783
Bobl-Future	133,30	21	88	312	263
Schatz-Future	111,96	6	14	25	44
3 Monats Euribor	-0,21	-1	-5	-9	-8
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,36	-3	-1	-7	0
3 Monats \$ Libor	0,63	0	2	20	2
Fed Funds Future, Dez 2016	0,59	13	8	-24	0
10-jährige US Treasuries	1,83	13	-3	-35	-44
10-jährige Bunds	0,17	4	-15	-30	-47
10-jährige JGB	-0,01	5	-10	-31	-26
US Treas 10Y Performance	587,22	-1,3%	0,2%	3,4%	4,0%
Bund 10Y Performance	606,13	-0,8%	1,0%	3,2%	4,7%
REX Performance Index	483,29	-0,1%	0,4%	1,1%	1,9%
Hypothekenzinsen USA	3,62	0	-17	-33	-39
IBOXX AA, €	0,99	1	-8	-11	-29
IBOXX BBB, €	2,16	-11	-13	14	-10
ML US High Yield	9,00	-50	-49	76	10
JPM EMBI+, Index	726	1,0%	2,9%	1,8%	3,1%
Wandelanleihen Exane 25	6563	0,0%	-0,6%	-6,6%	-5,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	370,87	0,7%	1,3%	-2,3%	-2,2%
MG Base Metal Index	239,89	2,1%	4,0%	6,3%	3,3%
Rohöl Brent	36,16	9,1%	3,0%	-18,0%	-1,0%
Gold	1256,96	1,5%	11,5%	19,1%	18,3%
Silber	15,01	-1,3%	4,9%	7,4%	8,4%
Aluminium	1605,50	2,0%	6,7%	8,6%	7,0%
Kupfer	4797,50	4,1%	5,3%	5,0%	1,9%
Eisenerz	51,30	2,0%	18,5%	23,6%	17,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	335	3,1%	8,1%	-43,2%	-29,9%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0956	-0,6%	0,3%	3,2%	0,6%
EUR/ GBP	0,7732	-2,3%	2,0%	9,3%	4,9%
EUR/ JPY	124,30	0,2%	-5,7%	-4,9%	-5,2%
EUR/ CHF	1,0855	-0,7%	-2,6%	-0,2%	0,2%
USD/ CNY	6,5312	0,0%	-0,7%	2,1%	0,6%
USD/ JPY	113,48	0,4%	-5,4%	-7,9%	-5,7%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.