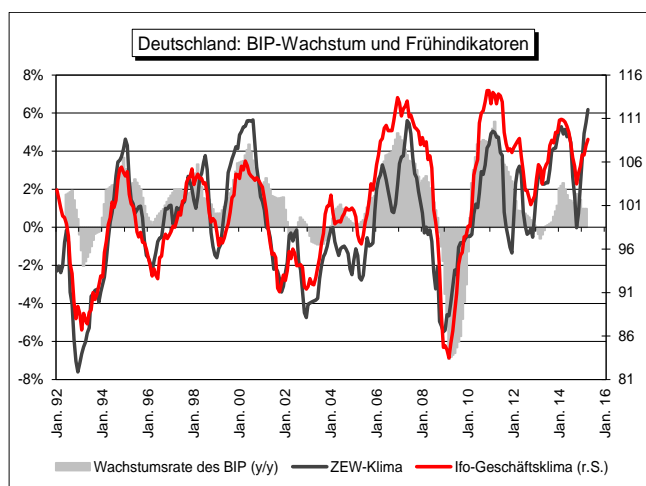


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Deutschland: Schwaches Wachstum zu Jahresbeginn – Konjunkturprognose nach unten revidiert

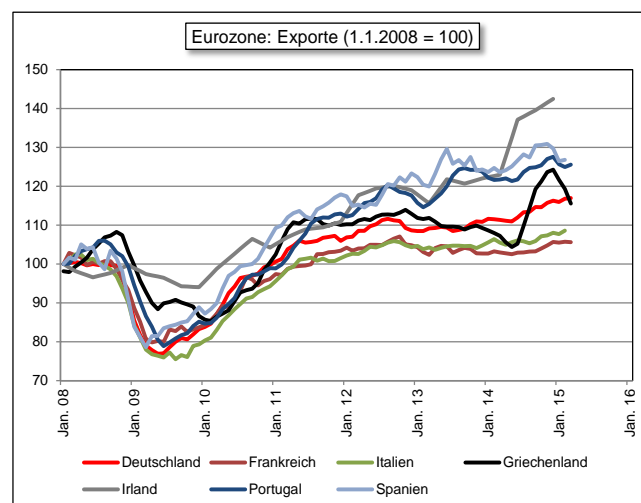
Die deutsche Wirtschaft hat sich zu Beginn des Jahres verhaltener entwickelt, als es die Prognosen und die positive Entwicklung der Frühindikatoren haben erwarten lassen. Der Zuwachs des realen Bruttoinlandsproduktes fiel mit 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal nur knapp halb so hoch aus wie noch im Schlussquartal 2014. Dies ist auf den ersten Blick eine Enttäuschung, denn die Abwertung des Euro, das niedrige Zinsniveau und die gesunkenen Rohstoffpreise hätten sich eigentlich positiver auf die konjunkturelle Dynamik auswirken sollen als es die jetzigen Zahlen zeigen.



Dennoch sollte man die wirtschaftliche Entwicklung der ersten drei Monate nicht zu negativ beurteilen, denn vor allem die Binnennachfrage hat sich in diesem Zeitraum ähnlich positiv entwickelt wie es im vierten Quartal 2014 der Fall war. Zwar hat das Statistische Bundesamt noch keine konkreten Zahlen für die einzelnen Aggregate der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung vorgelegt, doch heißt es, dass sowohl die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben gesteigert haben als auch die Unternehmen mehr in Bauten und Ausrüstungen investiert hätten. Dies deckt sich mit den Daten, die uns vorliegen: So sind die Einzelhandelsumsätze im ersten Quartal um 1,1 Prozent gegenüber dem Vorquartal angestiegen (Q4 2014: +1,7 Prozent), während die Neuaufträge für inländische Investitionsgüterhersteller um 2,4 Prozent zugelegt haben (Q4 2014: +3,5 Prozent). Zwar lagen auch die Ausfuhren um 0,6 Prozent über dem Niveau des Vorquartals, doch nahmen die Einfuhren mit 1,3 Prozent noch stärker zu. Insofern ist das schwächere Wachstum zu Jahresbeginn auf den negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels zurückzuführen. Für den ehemaligen Exportweltmeister Deutschland sind dies – zumindest auf den ersten Blick – ungewohnte Nachrichten.

Denn die vergleichsweise verhaltene Exportdynamik kommt nicht von ungefähr und ist auch kein neuer Trend. Vergleicht man die Ausfuhren verschiedener europäischer Länder seit dem Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008, stellt man nämlich fest, dass vor allem Irland, aber auch Spanien und Portugal und zeitweise sogar Grie-

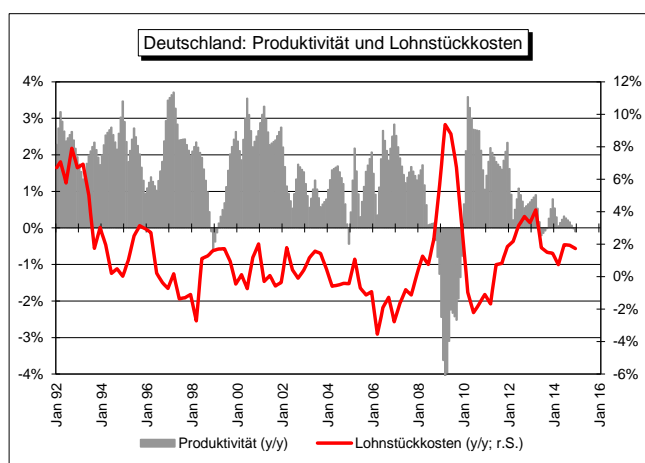
chenland Deutschland bei der Zunahme der Ausfuhren überflügelt haben. Dies ist ein klarer Hinweis darauf, dass die in diesen Ländern eingeleiteten Reformen tatsächlich die erhofften und erwünschten ökonomischen Wirkungen entfalten. So sind die Lohnstückkosten als wichtiger Indikator, der die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft beschreibt, in den Ländern der europäischen Peripherie in den vergangenen Jahren zum Teil deutlich gesunken. In Deutschland ist hingegen die umgekehrte Entwicklung zu beobachten gewesen. Dieser Trend dürfte auch in nächster Zeit anhalten, denn die hierzulande niedrige Arbeitslosigkeit wird wohl auch zukünftig zu höheren Lohnabschlüssen als in anderen europäischen Ländern führen. Deutsche Produkte werden zwar auch weiterhin ihre Abnehmer im Ausland finden, doch der seit Mitte der 1990er Jahre zu beobachtende Rückenwind einer sich stetig verbessernden Wettbewerbsfähigkeit aufgrund sinkender Lohnstückkosten nimmt kontinuierlich ab, so dass die besten Zeiten für Deutschlands Exporte vorbei sein dürften.



Solange der Konsum und die Investitionen die Lücke schließen können, die die schwächere Exportdynamik hinterlässt, wird die deutsche Wirtschaft dennoch ordentlich wachsen können. 2015 wird dies der Fall sein, wenngleich wir unsere Wachstumsprognose aufgrund des schwachen Jahresauftaktes etwas nach unten revidieren müssen. Bislang hatten wir ein Wirtschaftswachstum von 2,0% erwartet, nun gehen wir davon aus, dass das reale Bruttoinlandsprodukt um 1,7% wachsen wird. Rechnet man noch den Arbeitstageeffekt heraus (so wie es international üblich ist), wächst die deutsche Wirtschaft 2015 mit 1,4%. Auch wenn sich dies nur nach einem vergleichsweise schwachen wirtschaftlichen Wachstum anhört, darf man nicht vergessen, dass das Wachstumspotenzial in Deutschland bei kaum mehr als einem Prozent liegt. Von daher sind Wachstumsraten wie in diesem und im vergangenen Jahr von rund 1,5 Prozent durchaus ein Indiz dafür, dass sich die deutsche Wirtschaft in einem recht starken Aufschwung befindet und man die derzeitige Situation annähernd als „Hochkonjunktur“ bezeichnen kann.

Ein rückläufiges Wachstumspotenzial ist übrigens nicht nur in Deutschland zu beobachten, sondern dies ist ein weit

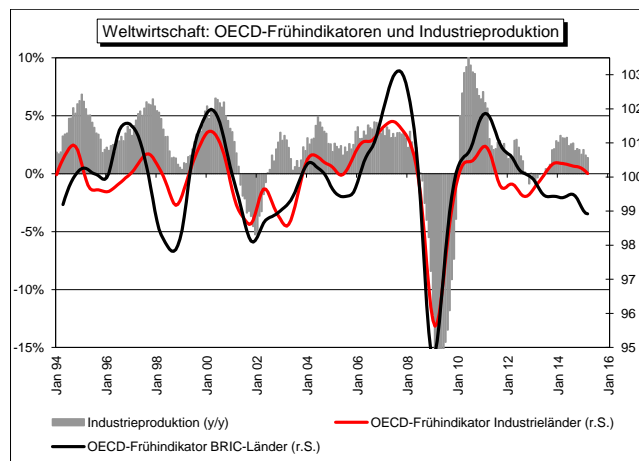
verbreitetes, fast als global zu bezeichnendes Phänomen. Es gibt zwei Ursachen, die hierfür verantwortlich sind: Zum einen ein in vielen Ländern rückläufiges Arbeitskräfteangebot und zum anderen eine schwache Produktivitätsentwicklung. Allein aufgrund der demographischen Entwicklung ist der Weg vorgezeichnet, dass das Wachstumspotenzial in den meisten Volkswirtschaften in den nächsten Jahren weiter sinken wird, wenn es nicht gelingt, diesen negativen demographischen Effekt durch ein stärkeres Produktivitätswachstum auszugleichen. Doch danach sieht es derzeit nicht aus. Schaut man beispielsweise auf Deutschland, so stellt man fest, dass die Produktivität in den vergangenen Jahren mehr oder weniger stagnierte. Eine Trendwende zum Besseren ist angesichts der geringen Investitionstätigkeit derzeit leider nicht absehbar, wobei auch dies kein deutsches, sondern ebenfalls ein globales Phänomen ist.



Langfristig muss man also davon ausgehen, dass es ohne einen bedeutenden technologischen Impuls (technologischer Fortschritt) zu einer weiteren Verlangsamung im wirtschaftlichen Trendwachstum kommen wird. Das bedeutet allerdings nicht, dass es nicht auch immer wieder Quartale geben wird, in denen das Wirtschaftswachstum positiv überrascht. Dies war beispielsweise im ersten Quartal 2015 in einigen Ländern der Eurozone der Fall, allen voran in Spanien, wo die Wirtschaft im Quartalsvergleich um 0,7 Prozent gewachsen ist oder auch in Frankreich, das mit einem BIP-Zuwachs von 0,6 Prozent positiv überraschte. Auch Italien zählte mit einem Wirtschaftswachstum von 0,3 Prozent im ersten Quartal zu den positiven Überraschungen. Negative Entwicklungen gab es hingegen in zwei „kleinen“ Volkswirtschaften: So ist die finnische Wirtschaftsleistung im ersten Quartal leicht gesunken (-0,1 Prozent), ebenso die Griechenlands mit einem Minus von 0,2 Prozent. Die politischen Unsicherheiten, die nach der Wahl von Syriza in Griechenland aufgekommen sind, haben also unmittelbar ihren Tribut gefordert und das Land zurück in die Rezession befördert, da auch schon im vierten Quartal 2014 das reale BIP gesunken war.

Die angeführten strukturellen Entwicklungen machen es derzeit wenig wahrscheinlich, dass sich das globale Wirtschaftswachstum in der nächsten Zeit deutlich beschleunigen wird. Wieder einmal scheinen sich die Hoffnungen auf eine Beschleunigung des Weltwirtschaftswachstums, die man mit dem rückläufigen Ölpreis und den niedrigen Zin-

sen begründet hat, nicht zu bewahrheiten. Dies ist zumindest der Eindruck, den die jüngst veröffentlichten OECD-Frühindikatoren hinterlassen. Im März ist der Frühindikator für die Industrieländer deutlich gefallen und auch für die Vormonate sind die Daten im Nachhinein nach unten revidiert worden. Dies ist kein gutes Omen für die weitere wirtschaftliche Entwicklung in diesem Jahr, auch wenn festzuhalten ist, dass die Daten der OECD sehr revisionsanfällig sind.



Die gute Nachricht ist allerdings, dass die OECD-Frühindikatoren bislang „nur“ auf eine anhaltende Wachstumsschwäche, nicht aber auf eine bevorstehende Rezession hindeuten. Insofern kann aus dem Indikator, der auch für die Asset Allocation, also die Vermögensaufteilung zwischen Aktien und Anleihen, in der Vergangenheit gute Dienste geleistet hat, derzeit noch nicht die Schlussfolgerung gezogen werden, dass sich das Umfeld für Aktien nachhaltig verschlechtert hat. Allerdings sollte die weitere Entwicklung des Indikators in den nächsten Monaten eng verfolgt werden.

Umgekehrt lassen die schwachen Konjunkturdaten den Renditeanstieg der vergangenen Wochen noch rätselhafter erscheinen. Denn eine Trendwende am Rentenmarkt würde unseres Erachtens nur dann zu erwarten sein, wenn die Geldpolitik von ihrem äußerst expansiven Kurs Abstand nehmen würde. Doch außer in den USA wird dies für dieses Jahr derzeit in keinem Land bzw. in keiner Region diskutiert. Und selbst in den USA halten wir es für abwegig, dass die Federal Reserve schon im Juni die Zinsen erhöhen wird. Damit wäre der nächste mögliche Termin der September. Da die Konjunkturdynamik in den USA aber auch im zweiten Quartal bislang sehr verhalten ist und man damit rechnen muss, dass die Wirtschaft in Q1 sogar geschrumpft ist, wird es für die Notenbank immer schwieriger, eine Zinserhöhung zu begründen. Aber selbst, wenn die Fed tatsächlich in diesem Jahr einen ersten Zinsschritt wagen würde, dürfte es sich nicht um den Auftakt einer Serie von schnellen Zinserhöhungen handeln. Zumal 2016 in den USA ein neuer Präsident oder eine neue Präsidentin gewählt wird und die Notenbank im Vorfeld der Wahlen kaum nennenswert die Geldpolitik verändern wird. Die Tendenz zu steigenden Renditen mag sich noch eine zeitlang fortsetzen, wir gehen aber davon aus, dass das Renditelevel am Jahresende niedriger ist als heute.

Wochenausblick für die Zeit vom 18. bis 22. Mai 2015

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	34,9	48,4	53	54,8	53,3	48,4	19. Mai
D: ZEW Konjunkturlage	10	22,4	45,5	55,1	70,2	71,3	19. Mai
D: Produzentenpreise, m/m	-0,7%	-0,6%	0,1%	0,1%	0,3%		20. Mai
D: Produzentenpreise, y/y	-1,7%	-2,2%	-2,1%	-1,7%	-1,4%		20. Mai
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	52,1	50,9	51,1	52,8	52,1	52,3	21. Mai
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	51,2	54,0	54,7	55,4	54,0	53,9	21. Mai
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	105,5	106,8	106,8	107,9	108,6	108,8	22. Mai
E-19: Konsumentenpreise, m/m	-0,1%	-1,6%	0,6%	1,1%	0,3%		19. Mai
E-19: Konsumentenpreise, y/y	-0,2%	-0,6%	-0,3%	-0,1%	0,0%		19. Mai
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,8%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%		19. Mai
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,6	51,0	51,1	52,2	52,2	52,0	21. Mai
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	51,6	52,7	53,7	54,2	54,1	53,8	21. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: US-Berichtssaison erneut positiv

S&P 500: Auswertung der aktuellen Berichtssaison					
12.05.2015	berichtende		davon:		Surprise-Ratio
	Unternehmen	positiv	negativ	in Line	
Consumer Discretionaries	59	39	20	0	66%
Consumer Staples	28	22	6	0	79%
Financials	86	61	20	5	71%
Energy	41	28	12	1	68%
Healthcare	52	46	6	0	88%
Industrials	59	37	22	0	63%
Information Technology	49	32	16	1	65%
Materials	28	18	9	1	64%
Telecommunication	5	4	1	0	80%
Utilities	30	23	7	0	77%
S&P 500	435	308	119	8	71%

Die großen Unternehmen aus den USA wissen erneut positiv zu überraschen: Für das erste Quartal berichteten bislang 435 Unternehmen aus dem S&P 500, davon übertrafen 308 die Gewinnschätzungen der Unternehmensanalysten. Dies entspricht einem Surprise-Ratio von 71% und liegt im Rahmen der vorhergehenden Quartale. Auffallend ist, dass Unternehmen aus den Sektoren Telekommunikation, Versorger und Finanzdienstleister höhere Gewinne als erwartet berichten konnten. Diese Sektoren erzielten unseren Berechnungen nach einen weit unterdurchschnittlichen Anteil ihrer Umsätze und Gewinne im Ausland, so dass sie von der Stärke des US-

Dollar nur wenig betroffen werden. Zukünftig dürfte es für die US-Unternehmen schwieriger werden, ihre rekordhohen Gewinnmargen zu halten. Die wirtschaftlichen Bedingungen bleiben – trotz zuletzt schwächerer Konjunkturdaten – insgesamt unterstützend für die Unternehmen, der starke US-Dollar und (moderat) steigende Löhne bei gleichzeitig fallender Produktivität dürften dagegen den Druck auf die Margen erhöhen. Angesichts der hohen Bewertungen von US-Unternehmen bestätigen wir unsere Einschätzung, dass europäische Aktien das größere Potenzial aufweisen.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	13.05.2015	06.05.2015	10.04.2015	12.02.2015	31.12.2014
Aktienmärkte	17:40	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	18069	1,3%	0,1%	0,5%	1,4%
S&P 500	2100	1,0%	-0,1%	0,6%	2,0%
Nasdaq	4976	1,1%	-0,4%	2,4%	5,1%
DAX	11351	0,0%	-8,3%	4,0%	15,8%
MDAX	20297	1,4%	-6,1%	5,6%	19,9%
TecDAX	1657	4,1%	-1,2%	8,5%	20,8%
EuroStoxx 50	3548	-0,3%	-7,0%	3,8%	12,8%
Stoxx 50	3408	0,8%	-4,7%	4,6%	13,5%
SMI (Swiss Market Index)	9037	1,7%	-4,6%	4,9%	0,6%
Nikkei 225	19765	1,2%	-0,7%	9,9%	13,3%
Brasilien BOVESPA	56403	-1,2%	4,0%	13,9%	12,8%
Russland RTS	1082	1,5%	8,3%	25,5%	36,8%
Indien BSE 30	27251	2,0%	-5,6%	-5,4%	-0,9%
China Shanghai Composite	4377	3,5%	8,5%	37,9%	35,3%
MSCI Welt (in €)	1785	-0,5%	-6,7%	2,1%	11,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1029	-2,3%	-7,5%	5,6%	14,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	152,44	-149	-675	-666	-343
Bobl-Future	128,22	-17	-139	-284	-206
Schatz-Future	111,14	-4	-14	-17	5
3 Monats Euribor	-0,01	0	-2	-6	-9
3M Euribor Future, Dez 2015	0,00	0	1	-3	0
3 Monats \$ Libor	0,28	0	0	2	2
Fed Funds Future, Dez 2015	0,33	-3	-5	-21	0
10-jährige US Treasuries	2,27	3	31	28	9
10-jährige Bunds	0,74	15	58	41	20
10-jährige JGB	0,46	9	11	7	13
US Treas 10Y Performance	557,40	-0,2%	-2,5%	-1,9%	-0,1%
Bund 10Y Performance	572,16	-0,9%	-4,8%	-3,2%	-0,9%
REX Performance Index	468,96	-0,3%	-1,5%	-1,0%	-0,6%
Hypothekenzinsen USA	3,80	12	14	11	-3
IBOXX AA, €	1,09	4	33	35	20
IBOXX BBB, €	1,76	5	39	28	-3
ML US High Yield	6,51	3	6	-9	-43
JPM EMBI+, Index	710	-0,3%	-1,2%	2,0%	2,7%
Wandelanleihen Exane 25	6919	-0,7%	-1,6%	2,4%	7,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	433,53	0,5%	3,3%	-0,5%	-3,1%
MG Base Metal Index	309,54	-1,1%	6,3%	8,3%	1,9%
Rohöl Brent	65,96	-1,3%	17,2%	19,9%	15,1%
Gold	1214,81	2,1%	0,6%	-0,7%	2,4%
Silber	16,57	0,3%	0,7%	-2,0%	5,2%
Aluminium	1861,00	-2,1%	5,1%	1,9%	2,0%
Kupfer	6446,50	0,9%	6,4%	12,1%	1,2%
Eisenerz	62,00	4,2%	29,2%	-2,4%	-13,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	589	2,4%	1,6%	9,1%	-24,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1368	1,2%	7,5%	0,4%	-6,4%
EUR/ GBP	0,7223	-3,0%	-0,4%	-2,4%	-6,9%
EUR/ JPY	135,32	0,5%	6,3%	-0,3%	-6,8%
EUR/ CHF	1,0424	0,5%	0,3%	-1,3%	-13,3%
USD/ JPY	119,87	0,3%	-0,3%	0,6%	0,1%

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.