

markt:aktuell

Deutschland – Aktienmarkt und Volkswirtschaft im Lackmuestest

Freitag, 10. August 2012

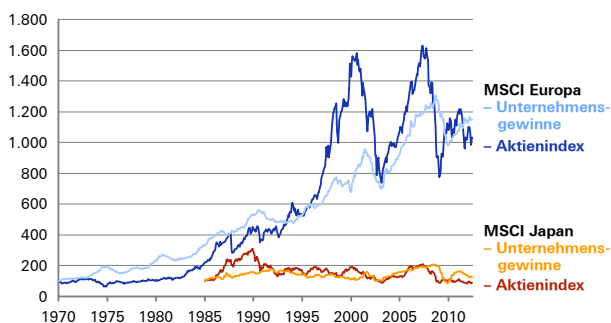
Im Unterschied zu den meisten Börsen weltweit hat der deutsche Aktienmarkt in den vergangenen Jahren kräftig zugelegt – und immer noch besteht Kurspotenzial. Entscheidend für einen Kursanstieg sind auf lange Sicht die Unternehmensgewinne. Sie werden stark beeinflusst von makroökonomischen Faktoren, und die sind in Deutschland intakt. Vieles spricht dafür, dass sich deutsche Aktien auch in den kommenden Jahren besser entwickeln werden als Aktien anderer Länder.

Der Trend am Aktienmarkt wird mittelfristig von der Entwicklung der Unternehmensgewinne bestimmt. Das veranschaulicht beispielsweise die unterschiedliche Entwicklung der Aktienkurse in Europa und Japan: In Europa, wo seit den 1970er-Jahren die Unternehmensgewinne in der Tendenz gestiegen sind, haben sich auch die Aktienkurse kontinuierlich nach oben bewegt. Anders in Japan: Seit Mitte der 1980er-Jahre stagnieren dort die Unternehmensgewinne – und auch der Aktienmarkt bewegt sich seitwärts.

Mittelfristiger Trend an den Aktienmärkten wird von den Unternehmensgewinnen bestimmt

MSCI Europa 31.1.1970 = 100

MSCI Japan 31.1.1985 = 100



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen/Schätzungen Metzler
Vergangenheitswerte sind keine Garantie, Zusicherung oder ein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Alle Angaben ohne Gewähr

Vor diesem Hintergrund stellt sich folgerichtig die Frage, welche makroökonomischen Faktoren die Unternehmensgewinne auf Länderebene bestimmen. Bei den einzelnen Unternehmen sind Kennziffern wie Umsatz, Preise und Kosten sicher maßgeblich für den Gewinntrend; auf die gesamtwirtschaftliche Gewinnentwicklung eines Landes lassen sie jedoch so gut wie keine Rückschlüsse zu. Wenn beispielsweise viele Unternehmen gleichzeitig ihre Arbeitskosten reduzieren, muss dadurch nicht unbedingt der gesamtwirtschaftliche Gewinn steigen, da gesunkene Arbeitseinkommen einen negativen Effekt auf die Konsumausgaben haben können.

Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung kann Ausgangspunkt dafür sein, die Unternehmensgewinne einer Wirtschaftsnation herzuleiten. In der Gleichung für Verteilung und Verwendung des Bruttoinlandsproduktes muss das Einkommen (Lohneinkommen plus Unternehmensgewinne) der Nachfrage (Investitionen, Kon-

sum, Staatsausgaben und Außenbeitrag) entsprechen. Daraus lässt sich folgende Rechnung für die Unternehmensgewinne in Deutschland im Jahr 2010 ableiten:

Unternehmensgewinne in Deutschland in Mrd. EUR

| | |
|------------------------------------|------------|
| Investitionen | 434 |
| + Haushaltssaldo | 106 |
| + Außenbeitrag | 155 |
| - Sparquote der privaten Haushalte | 180 |
| = Unternehmensgewinne | 515 |

Nach dieser Rechnung summieren sich die einzelnen Faktoren auf 515 Mrd. EUR, während Eurostat den Gewinn deutscher Nichtfinanzunternehmen für 2010 mit 559 Mrd. EUR angibt. Die beiden Zahlen sind – angesichts normaler Ungenauigkeiten bei Statistiken – erstaunlich nah beieinander. Mithilfe der makroökonomischen Gewinnleichung lässt sich also ein Ausblick auf die Gewinne deutscher Unternehmen und die Entwicklung deutscher Aktien erstellen.

Investitionsausgaben – eine wichtige Stellschraube für künftige Gewinne

Die Investitionsausgaben sind in der Regel der wichtigste Einflussfaktor für die Unternehmensgewinne. Die beiden Größen sind wechselseitig eng verflochten. So beeinflusst die Erwartung künftiger Gewinne die Investitionsentscheidungen der Unternehmen heute, während die heutigen Investitionsausgaben wiederum auf die heutigen Unternehmensgewinne wirken. Der Zusammenhang zwischen Investitionen und Gewinnen ist vielleicht intuitiv einleuchtender, wenn man sich vergegenwärtigt, dass die Unternehmen nur die direkte Kontrolle über die Investitionsausgaben, nicht aber über die Gewinne haben, die in der makroökonomischen Gleichung letztlich eine Residualgröße sind.

In Deutschland entwickelten sich die Investitionsausgaben in den vergangenen Jahren deutlich besser als in anderen Ländern – ein Trend, der auch in den kommenden Jahren anhalten dürfte.

markt:aktuell

Deutschland – Aktienmarkt und Volkswirtschaft im Lackmustest

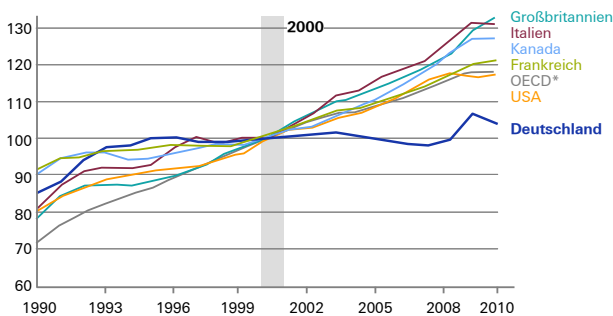
Investitionen entwickelten sich in Deutschland in den vergangenen Jahren besser als in anderen Industrienationen Bruttoinvestitionen in % ggü. Vorjahr



Stand 1. Januar 2011
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler

Gründe hierfür dürften die umfassenden Strukturreformen und die damit gestiegene Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen sein. Begonnen unter der Regierung Schröder und fortgesetzt unter der Regierung Merkel wurden beispielsweise der Arbeitsmarkt flexibilisiert und die Lohnnebenkosten gesenkt. Im Vergleich zu anderen großen Volkswirtschaften stiegen die Lohnstückkosten in Deutschland wesentlich moderater.

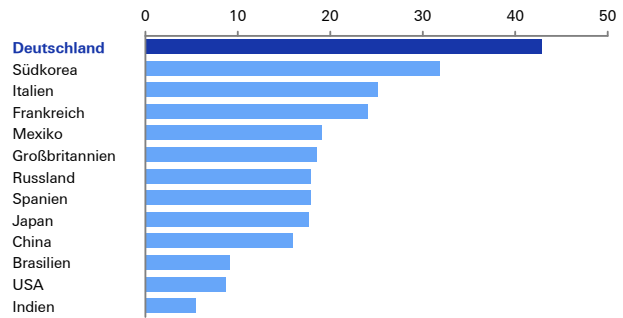
Hohe internationale Wettbewerbsfähigkeit – geringe Lohnstückkosten Lohnstückkosten im internationalen Vergleich (1990–2010)



* Index: OECD-Basisjahr 2000 = 100, saisonbereinigte Werte für die gesamte Volkswirtschaft (Basis: nationale Währungen)
Quelle: OECD Stat

Zu den attraktiven Lohnstückkosten kam ein tendenziell sinkender Euro-Wechselkurs. Beides half Deutschland, ein im internationalen Vergleich sehr attraktiver Produktions- und Investitionsstandort zu werden. Die deutschen Exporte betragen schon jetzt mehr als 40 % vom Bruttoinlandsprodukt (BIP). Und jede nachhaltige Exportbelebung hat entsprechende Investitionen für Kapazitätserweiterungen im Inland zur Folge.

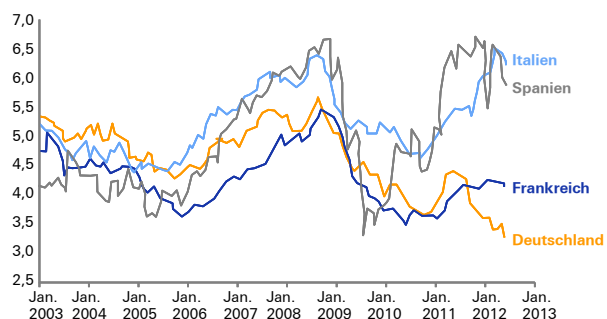
Exportanteil vom BIP im Jahr 2010 in %



Quelle: WTO

Vieles spricht dafür, dass das Investitionsklima in Deutschland längerfristig günstig sein wird. So dürften von einem dynamischen Exportwachstum in die Schwellenländer mittelfristig positive Impulse für die Investitionen im Inland ausgehen. Auch begünstigen Strukturreformen erfahrungsgemäß über einen Zeitraum von mehreren Jahren hinweg die Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Ein weiterer positiver Faktor sind die niedrigen Zinskosten für deutsche Firmen, die zuletzt auf einen historischen Tiefstand gefallen sind. Darüber hinaus beflügeln die niedrigen Zinsen den deutschen Immobilienmarkt und damit die Bauinvestitionen. Allerdings kann dies auch zur „Blasenbildung“ führen: Eine Studie der Schweizer Nationalbank erbrachte jüngst den empirischen Nachweis, dass zu niedrige Zinsen (im Vergleich zu einer Taylor-Regel) über einen längeren Zeitraum Übertreibungen am Immobilienmarkt verursachen können.

Unter den großen EWU-Ländern sind die Zinsen für Unternehmenskredite in Deutschland zurzeit am niedrigsten Zinssatz in %*



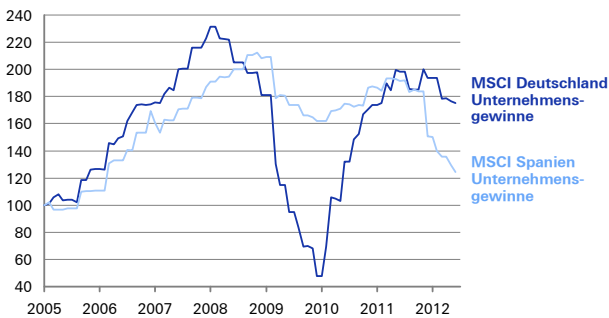
* Für neue Kredite an Nichtfinanzunternehmen bis 1 Mio. EUR und einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren
Quelle: Goldman Sachs

Deutschland – Aktienmarkt und Volkswirtschaft im Lackmustest

Haushaltssaldo in Deutschland begünstigt Unternehmensgewinne

Nach der makroökonomischen Gewinngleichung wirkt sich ein Anstieg der Neuverschuldung des Staates positiv auf die Unternehmensgewinne aus. So werden deutsche Unternehmen in den kommenden Jahren davon profitieren, dass der Staat kaum nennenswert sparen muss. Die OECD erwartet für Deutschland ein Haushaltsdefizit von 0,9 % des BIP in diesem Jahr und von nur 0,6 % im kommenden Jahr – auch vor dem Hintergrund der derzeitigen niedrigen Zinsen, die den Bundeshaushalt substanziell entlasten. Im Gegensatz dazu müssen nahezu alle anderen entwickelten Volkswirtschaften in den kommenden Jahren in erheblichem Umfang sparen, was die Unternehmensgewinne in diesen Ländern drücken wird. Beispielsweise hat sich seit Herbst vergangenen Jahres eine deutliche Schere zwischen den Unternehmensgewinnen in Deutschland und in Spanien geöffnet. Ein Grund dafür dürfte die unterschiedliche Entwicklung der Haushaltsdefizite sein.

Seit 2011 öffnet sich eine Schere zwischen den Unternehmensgewinnen in Spanien und Deutschland 31.1.2005 = 100



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen/Schätzungen Metzler
Vergangenheitswerte sind keine Garantie, Zusicherung oder ein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Alle Angaben ohne Gewähr

Der Effekt der staatlichen Neuverschuldung auf die Unternehmensgewinne sollte auf keinen Fall unterschätzt werden. Seit der Lehman-Krise haben die Staatsausgaben eine deutlich größere Rolle eingenommen als in der Vergangenheit; in den USA beispielsweise ist das von der OECD geschätzte Haushaltsdefizit von 1,3 Bio. USD in diesem Jahr unter anderem auch ein enorm wichtiger Stabilisator für die US-Unternehmensgewinne.

Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland überdurchschnittlich hoch

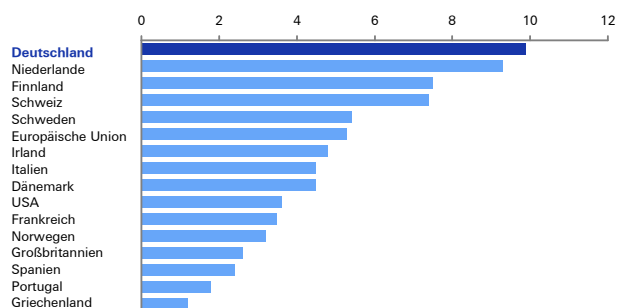
Der Einfluss der Sparquote der privaten Haushalte auf die Unternehmensgewinne ist negativ – ein Anstieg der Sparquote reduziert also die Unternehmensgewinne. Deutschland hat traditionell eine hohe und stabile Spar-

quote. Auch das unterscheidet Deutschland von vielen anderen Ländern, in denen die Sparquote in den vergangenen Jahren spürbar gefallen, die Konsumentenverschuldung hingegen gestiegen ist. Die OECD schätzt die Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland für dieses Jahr auf 11 % des verfügbaren Einkommens, während die durchschnittliche Quote im OECD-Raum bei nur knapp 6 % liegt. In Ländern mit einer hohen Konsumentenverschuldung wie den USA oder Großbritannien dürfte die Sparquote in den kommenden Jahren tendenziell steigen, in Deutschland aufgrund der negativen realen Sparzinsen dagegen eher fallen. Ein Sinken der Sparquote Deutschlands auf das OECD-Durchschnittsniveau würde beträchtlichen Spielraum für höhere gesamtwirtschaftliche Unternehmensgewinne in Deutschland freisetzen – sie könnten um mehr als 15 % steigen.

Exporte in Schwellenländer lassen weiterhin einen Überschuss des Außenbeitrags erwarten

Ein Exportüberschuss fördert Unternehmensgewinne. Gerade für deutsche Unternehmen ist der Export ein wichtiger Pfeiler für Wachstum und Profitabilität. Aufgrund der guten Wettbewerbsfähigkeit, der hohen Innovationskraft und der Kernkompetenz bei Investitionsgütern ist die deutsche Wirtschaft ideal positioniert, um am hohen Wachstum der Schwellenländer zu partizipieren. Schon 2010 hatte Deutschland die Spitzenposition bei den Ausfuhren in die Schwellenländer inne – und voraussichtlich wird es diese Position noch lange halten.

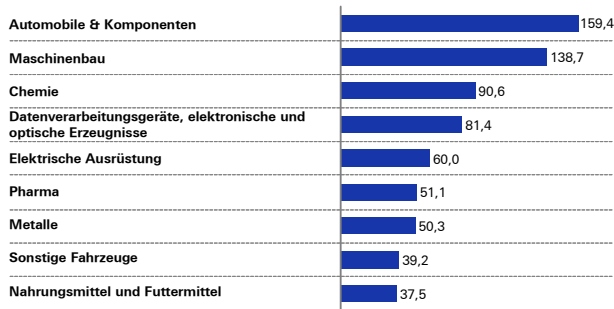
Anteil des Exports in die Emerging Markets vom BIP 2010 in %



Quelle: WTO

Deutsche Unternehmen partizipieren am globalen Wachstum

Exporte aus Deutschland 2010 in Mrd. EUR

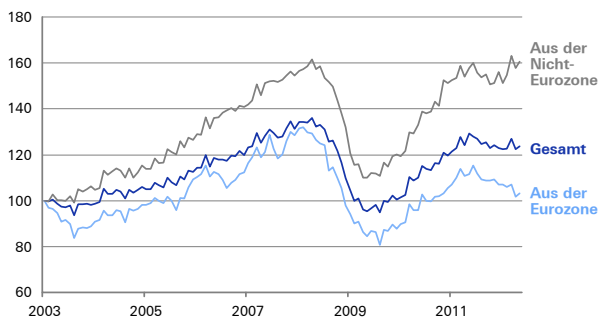


Quelle: Zahlen basieren auf Veröffentlichungen des Statistischen Bundesamtes 2011 (vorläufige Angaben)

Allerdings geht es nicht spurlos an Deutschland vorbei, dass sich die Staatsschuldenkrise in Europa verschärft hat und die Rezession vielen Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion vehement zusetzt: Zuletzt sind die deutschen Exporte in die restliche Eurozone eingebrochen, was auch die Investitionsneigung der deutschen Unternehmen gebremst hat. Da half auch die gute Entwicklung der Exporte in die Schwellenländer nur begrenzt – sie konnte zuletzt die Exportschwäche nach Europa nicht mehr kompensieren. Die Chancen für deutsche Exporte in die großen Schwellenländer sollten jedoch nicht unterschätzt werden, denn diese haben immer noch erhebliches Entwicklungspotenzial.

Auftragseingänge Deutschland

Januar 2003 = 100, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quellen: Bundesstatistikamt, Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler

Edgar Walk,
Chefvolkswirt Metzler Asset Management GmbH

markt:aktuell

Deutschland – Aktienmarkt und Volkswirtschaft im Lackmustest

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|-------|---------|---|-------|-------|------|-----|----------|---------|-------|--------|---------|---|--------|-------|-------|-----|----------|---------|-------|
| 14,32 | 4217,03 | ▼ | 17,26 | 4,3% | 0,00 | POM | 1945,65 | 9376,51 | 0,00 | 256,07 | 9376,51 | ▲ | 531,35 | 6,1% | 24,51 | POM | 1945,65 | 9376,51 | 0,00 |
| 2,55 | 1003,74 | ▲ | 4,17 | 0,5% | 0,00 | RAS | 2833,08 | 7091,48 | 0,00 | 93,86 | 7091,48 | ▲ | 85,22 | 9,8% | 55,84 | RAS | 2833,08 | 7091,48 | 0,00 |
| 18,20 | 2491,17 | ▲ | 20,21 | 11,2% | 0,00 | SAN | 4612,71 | 9178,72 | 0,00 | 388,21 | 9178,72 | ▼ | 683,76 | 8,5% | 81,41 | SAN | 4612,71 | 9178,72 | 0,00 |
| 49,04 | 3169,31 | ▶ | 44,09 | 16,4% | 0,00 | TAF | 2498,93 | 8043,12 | 0,00 | 173,98 | 8043,12 | ▼ | 290,33 | 7,2% | 38,74 | TAF | 2498,93 | 8043,12 | 0,00 |
| 0,71 | 1428,78 | ▼ | 2,56 | 1,2% | 0,00 | BRM | 33691,63 | 4217,03 | 32,73 | 14,32 | 4217,03 | ▲ | 17,26 | 4,3% | 0,00 | BRM | 33691,63 | 4217,03 | 32,73 |
| 23,54 | 2093,10 | ▲ | 14,71 | 4,4% | 0,00 | LOS | 11067,14 | 1003,74 | 80,31 | 2,55 | 1003,74 | ▲ | 4,17 | 0,5% | 0,00 | LOS | 11067,14 | 1003,74 | 80,31 |
| 7,22 | 7581,09 | ▼ | 3,90 | 0,2% | 0,00 | KAT | 16965,07 | 2491,17 | 11,64 | 18,20 | 2491,17 | ▼ | 20,21 | 11,2% | 0,00 | KAT | 16965,07 | 2491,17 | 11,64 |
| 10,45 | 3467,17 | ▼ | 63,75 | 13,4% | 0,00 | GER | 54812,98 | 3169,31 | 94,59 | 49,04 | 3169,31 | ▶ | 44,09 | 16,4% | 0,00 | GER | 54812,98 | 3169,31 | 94,59 |
| 33,09 | 2012,94 | ▼ | 16,38 | 7,8% | 0,00 | BLG | 9951,03 | 1428,78 | 51,05 | 0,71 | 1428,78 | ▼ | 2,56 | 1,2% | 0,00 | BLG | 9951,03 | 1428,78 | 51,05 |
| 20,44 | 2104,71 | ▲ | 23,54 | 11,6% | 0,00 | LON | 30121,62 | 2093,10 | 67,81 | 23,54 | 2093,10 | ▲ | 14,71 | 4,4% | 0,00 | LON | 30121,62 | 2093,10 | 67,81 |
| | | | | | 0,00 | BKG | 13002,81 | 7581,09 | 47,62 | 7,22 | 7581,09 | ▼ | 3,90 | 0,2% | 0,00 | BKG | 13002,81 | 7581,09 | 47,62 |
| | | | | | 0,00 | MUC | 15873,03 | 3467,17 | 12,45 | 10,45 | 3467,17 | ▼ | 63,75 | 13,4% | 0,00 | MUC | 15873,03 | 3467,17 | 12,45 |
| | | | | | 0,00 | BER | 63057,29 | 2012,94 | 17,76 | 33,09 | 2012,94 | ▼ | 16,38 | 7,8% | 0,00 | BER | 63057,29 | 2012,94 | 17,76 |
| | | | | | 0,00 | CHE | 20518,20 | 2104,71 | 21,65 | 20,44 | 2104,71 | ▲ | 23,54 | 11,6% | 0,00 | CHE | 20518,20 | 2104,71 | 21,65 |

Metzler Asset Management

Kontaktadresse

Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38
60605 Frankfurt am Main

Telefon (0 180 2) 21 04 50*
(+49 - 69) 21 04 - 13 50

www.metzler-fonds.com

* 6 ct/Anruf aus dem deutschen Festnetz; Mobilfunkhöchstpreis 42 ct/min

Grundsätzliche Hinweise

Diese Unterlage enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haftet für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des gültigen Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des gültigen Jahres- und Halbjahresberichts sowie der wesentlichen Anlegerinformationen. Vergangene Werte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.