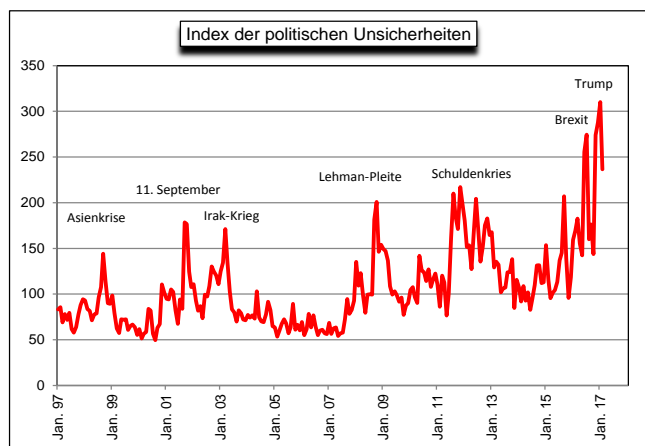


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Wirtschaft unter Volldampf: DAX-Ziel auf 12.800 Punkte angehoben

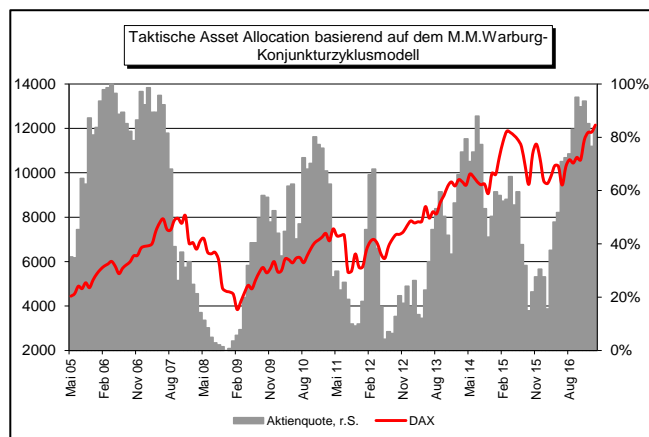
Die meisten Aktienmärkte haben seit Jahresbeginn ordentliche Kurszuwächse zu verzeichnen und das, obwohl die politischen Unsicherheiten in dieser Zeit zunächst sogar weiter zugenommen hatten. Der deutsche Aktienindex DAX hat in diesem Jahr gut sechs Prozent an Wert gewonnen, womit er sich wie schon im vergangenen Jahr etwas besser entwickelt hat als die meisten anderen europäischen Indizes. Der Stoxx 50 Index, der die 50 größten und liquiden europäischen Aktien beinhaltet, weist ein Kursplus von gut fünf Prozent auf. Auch in den USA und in Japan haben die Kurse per Saldo zugelegt, sodass sich für die meisten Anleger das Eingehen von Risiken, das zwangsläufig mit einem Aktienengagement verbunden ist, bislang ausgezahlt hat. Noch besser als in den Industrieländern (der MSCI Weltaktienindex liegt seit dem 1. Januar in Euro gerechnet mit rund vier Prozent im Plus) haben sich die Börsen in den Schwellenländern (gemessen am MSCI Emerging Markets) mit einem Kursanstieg von mehr als zehn Prozent entwickelt.



Von vielen Beobachtern wird die positive Börsenentwicklung mit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten in Zusammenhang gebracht, weil die Initialzündung für die derzeitige Kursrallye im November des vergangenen Jahres erfolgte. Nachdem Trump in der vergangenen Woche mit seinem ersten großen politischen Projekt, der Reform der Krankenversicherung („Obamacare“), am Widerstand der eigenen Partei zunächst gescheitert ist, gibt es jedoch zunehmende Bedenken, ob der Präsident in der Lage sein wird, andere ökonomisch wichtige wirtschaftspolitische Versprechen in die Tat umzusetzen; dies gilt insbesondere für die angekündigte umfassende Steuerreform. Unseres Erachtens ist es jedoch zu früh für derartige Schlussfolgerungen. Zum einen ist es immer noch möglich, dass sich die Republikaner doch noch auf eine gemeinsame Linie in Bezug auf „Obamacare“ einigen, zum anderen nimmt der Druck zu, bei zukünftigen Abstimmungen eine größere Geschlossenheit zu zeigen.

Allerdings stellt sich unseres Erachtens nach die Frage, ob es überhaupt richtig ist, die positive Aktienmarktentwicklung der vergangenen fünf Monate als reine „Trump-

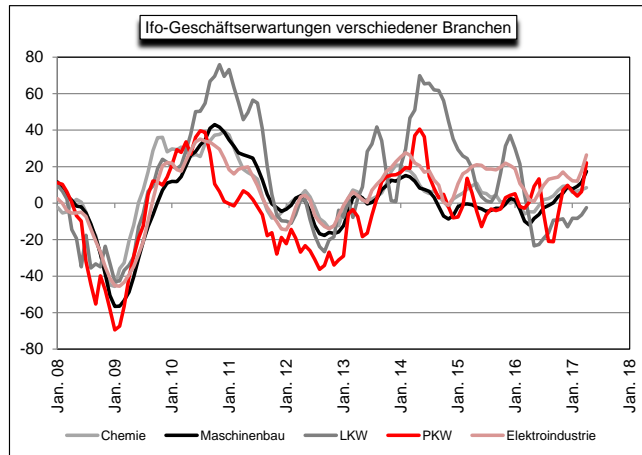
Rallye“ zu charakterisieren. Denn dabei wird übersehen, dass die globalen Wirtschaftsdaten derzeit so gut sind wie schon lange nicht mehr. Dies gilt vor allem für die ökonomischen Frühindikatoren, wie Umfragen unter Einkaufsmanagern, Unternehmen und Konsumenten. Doch auch in vielen realwirtschaftlichen Zeitreihen zeichnet sich bereits jetzt eine deutliche Erholung ab. Besonders wichtig hierbei ist, dass diese Verbesserung schon vor der Trump-Wahl begann und nicht allein in den Industrieländern anzutreffen ist, sondern auch die Schwellenländer von besseren Wirtschaftsdaten profitieren. Dabei sollte doch genau diese Ländergruppe unter einer Wahl Trumps besonders stark leiden. Unser Warburg-Konjunkturzyklusmodell, das wir seit vielen Jahren für die taktische Steuerung von Quoten verschiedener Anlageklassen einsetzen, wies in den letzten Monaten durchgängig sehr hohe Werte auf, die in diesem Ausmaß zuletzt vor mehr als zehn Jahren von uns zu beobachten waren. Für die taktische Asset-Allocation lässt dies nur eine Schlussfolgerung zu: Aktien (und andere risikobehaftete Anlageformen) übergewichten!



Insbesondere die deutsche Wirtschaft befindet sich dabei in bestechender Form, wie der aktuelle Ifo-Geschäftsklimaindex zeigt. Eine positivere Einschätzung gab es zuletzt im Sommer 2011, wobei die sehr gute Einschätzung der aktuellen Lage auf ein sehr starkes Wachstum im ersten Quartal 2017 hindeutet. Wir haben bislang einen Anstieg des realen BIPs um 0,7 Prozent prognostiziert, doch könnte der Zuwachs in den ersten drei Monaten sogar noch stärker ausfallen. Damit wäre für das Gesamtjahr 2017 eine Wachstumsrate von zwei Prozent erreichbar. Angesichts der geringeren Anzahl von Arbeitstagen würde bei der in Deutschland üblichen Berechnung des Wachstums daraus dann ein Zuwachs von 1,7 Prozent resultieren. Passend zum positiven globalen Konjunkturmodell haben sich auch die Exporterwartungen der deutschen Unternehmen weiter verbessert – von politischer Unsicherheit ist derzeit bei den Unternehmen nichts zu spüren.

Doch nicht nur in Deutschland, auch in den meisten anderen europäischen Ländern haben sich die Konjunkturdaten in den letzten Wochen und Monaten verbessert. Dies gilt selbst für die Länder, in denen die Unsicherheit aufgrund von anstehenden Wahlen besonders groß ist. In Frankreich, wo Ende April und Anfang Mai ein neuer Präsident bzw.

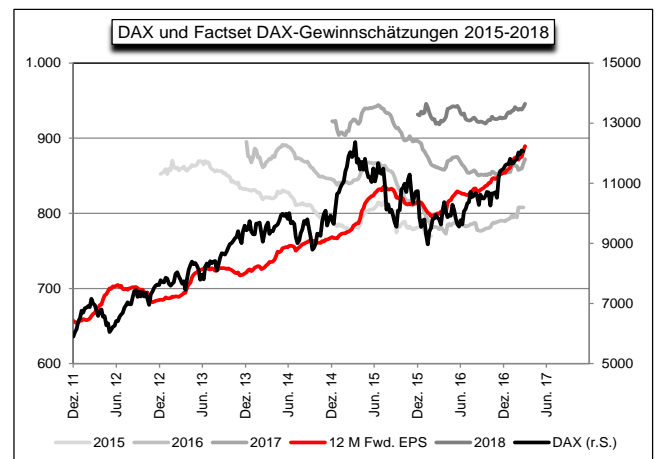
eine neue Präsidentin gewählt werden wird, haben sich die Einkaufsmanagerindizes so stark verbessert, dass der Composite-PMI mittlerweile sogar auf einem etwas höheren Niveau liegt, als es in Deutschland der Fall ist. Dies deutet darauf hin, dass Frankreich in der Lage sein könnte, bei der Wachstumsdynamik zu Deutschland aufzuschließen.



Positive Konjunkturdaten kann auch Italien vermelden. So ist die Stimmung unter den italienischen Unternehmen so gut wie zuletzt im Jahr 2007. Die Konsumenten sind zwar nicht mehr ganz so optimistisch gestimmt wie vor zwölf Monaten, dennoch ist das Verbrauchervertrauen im historischen Vergleich ebenfalls auf einem hohen Niveau; auch dies sind Zeichen für eine bevorstehende konjunkturelle Belebung. Im Unterscheid zum vergangenen Jahr, als die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ein deutlich negativeres Bild vom Euroraum zeichneten – und dies auch für die Brexit-Befürworter ein wichtiges Argument war („wir verlassen rechtzeitig das sinkende Schiff“) – hat sich die Situation grundlegend geändert. Die Konjunktur im Euroraum verbessert sich, die Arbeitslosigkeit sinkt und die Zustimmungswerte für populistische Parteien gehen in vielen Ländern zurück. Damit verlässt die Eurozone den Krisenmodus und wird auch für (ausländische) Anleger wieder berechenbarer.

Die bessere Entwicklung wirkt sich auch auf die Aktienmärkte positiv aus. Der DAX hat unser Jahresendziel von 12.000 Punkten schon jetzt übertroffen. Die Erwartung, dass der alte DAX-Rekord aus dem April 2015 von knapp 12.400 Punkten in diesem Jahr erreicht werden wird, dürfte ebenso bald erfüllt sein. Der Hauptgrund für die steigenden Kurse ist in der guten Gewinnentwicklung der Unternehmen und in den positiven Gewinnerwartungen für die kommenden beiden Jahre zu sehen. Nachdem sich die Gewinnerwartungen der Analysten in den vergangenen fünf Jahren fast immer als zu optimistisch erwiesen haben und deswegen nach unten revidiert werden mussten, hat sich das Bild seit dem Sommer vergangenen Jahres grundlegend verändert. Die Gewinne für das Jahr 2016 wurden leicht nach oben revidiert, für 2017 blieben die Erwartungen (eines rund zehnpromtigen Gewinnzuwachses) in etwa konstant und für 2018 sind die Prognosen ebenfalls etwas angehoben worden. Dies hat zur Folge, dass die rollierenden Gewinnerwartungen für die nächsten zwölf Monate mittlerweile bei fast 900 Indexpunkten angelangt sind, ein neues Rekordniveau. Um ein Kursziel für das Jahresende

2017 abzuleiten, orientieren wir uns an den erwarteten DAX-Gewinnen für das darauf folgende Jahr 2018, der Idee folgend, dass an den Aktienmärkten nicht die Gegenwart sondern die Zukunft gehandelt wird. Laut den beiden Datenbankdienstleistern Factset und IBES beläuft sich der erwartete DAX-Gewinn für das Jahr 2018 auf gut 940 Indexpunkte. Unterstellt man einen im Vergleich zu heute unveränderten Bewertungsmultiplikator (das Kurs-Gewinn-Verhältnis) von 13,6 errechnet sich daraus unser neues Kursziel von rund 12.800 Punkten für den DAX. Analoge Überlegungen führen zu einer Erhöhung des Kurszieles für den Euro Stoxx 50 von 3.450 auf 3.650 Punkte und für den S&P 500 von 2.450 auf 2.550 Punkte.



Die oben skizzierte Vorgehensweise lässt erkennen, warum Kursziele für Aktienmärkte so häufig revidiert werden und letztendlich auch nur eine recht grobe Orientierung für den fairen Wert eines Index darstellen: Zum einen benötigt man im Falle des DAX eine genaue Prognose darüber, wie sich die Gewinne aller 30 Mitgliedsunternehmen bis Ende 2018 entwickeln, zum anderen muss der „faire“ (angemessene) Bewertungsmultiplikator bestimmt werden, der sich aber in der Realität tagtäglich ändern kann. Angesichts des mittlerweile erreichten Gewinnniveaus wird deutlich, wie sich bereits kleine Veränderungen in der Bewertung nachhaltig auf Kurse und Kursziele auswirken können. Würde der DAX beispielsweise wie im Frühjahr 2015 mit einem KGV von 15 bewertet werden, errechnet sich bei unveränderten Gewinnannahmen ein Kursziel von etwas mehr als 14.000 Punkten!

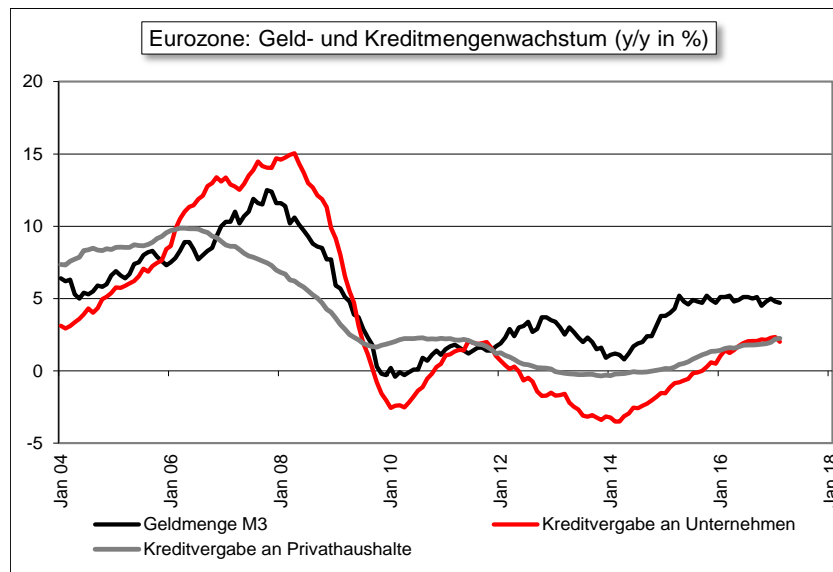
Bleibt die Frage, ob es 2017 zu einem Déjà-vu mit dem Jahr 2015 kommen kann? Vor zwei Jahren legte der DAX bis Anfang April um beeindruckende 26 Prozent zu, nur um danach fast ein Viertel seines Wertes wieder zu verlieren. Die Ursachen damals: Ein zwischenzeitlich sehr starker Zinsanstieg, der dazu führte, dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im Mai und Juni um 100 Basispunkte anstieg, der „Beinahe-Grexit“ im Juli, ein Börsenbeben in China einschließlich einer neuen Wechselkurspolitik im August und nicht zuletzt Negativschlagzeilen rund um das „Dieselgate“ ab September, die deutliche Spuren hinterließen. Dies zeigt, dass man als Anleger immer wachsam sein muss. Der entscheidende Unterschied zwischen damals und heute ist und bleibt jedoch die wesentlich robustere Konjunkturlage, die wir derzeit beobachten. Von daher stehen die Börsenampeln weiter auf grün.

Wochenausblick für die Zeit vom 3. April bis 7. April 2017

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	55,0	54,3	55,6	56,4	56,8	58,3	3. April
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	54,2	55,1	54,3	53,4	54,4	55,6	5. April
D: Auftragseingänge, m/m	4,8%	-3,6%	5,2%	-7,4%	2,6%		6. April
D: Auftragseingänge, y/y	6,4%	2,1%	7,6%	-0,9%	2,6%		6. April
D: Industrieproduktion, m/m	0,5%	0,5%	-2,4%	2,8%	0,4%		7. April
D: Industrieproduktion, y/y	1,6%	2,3%	-0,2%	0,0%	1,0%		7. April
D: Exporte, m/m	0,5%	3,5%	-2,8%	2,6%	0,3%		7. April
D: Exporte, y/y	1,9%	4,3%	3,3%	5,7%	4,9%		7. April
D: Importe, m/m	1,2%	3,4%	0,1%	2,8%	0,2%		7. April
D: Importe, y/y	1,8%	3,8%	5,6%	7,1%	7,6%		7. April
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. , final	53,5	53,7	54,9	55,2	55,4	56,2	3. April
E-19: Produzentenpreise m/m	0,7%	0,3%	0,8%	0,7%	0,3%		3. April
E-19: Produzentenpreise y/y	-0,5%	0,0%	1,6%	3,5%	4,4%		3. April
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	9,8	9,7	9,6	9,6	9,5		3. April
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	1,2%	-0,2%	-0,5%	-0,1%	0,7%		4. April
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	52,8	53,8	53,7	53,7	55,5	56,5	5. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Kreditvergabe: Steter Tropfen höhlt den Stein



Ganz allmählich kommt die Geldschwemme der EZB auch bei den Unternehmen und Privathaushalten in der Eurozone an. Im Jahresvergleich hat sich die prozentuale Veränderung der Kreditvergabe seit Beginn des QE-Programms im März 2015 in den positiven Bereich gekämpft und liegt mittlerweile für Unternehmen und Privathaushalte bei etwas über zwei Prozent. Damit scheint die EZB mit ihrem Ziel, durch die sehr expansive Geldpolitik über Kredite mehr Geld in die Wirtschaft zu pumpen und damit die Konjunktur anzukurbeln sowie die Inflation an die Zielmarke von knapp zwei Prozent zu führen, erste Erfolge zu erzielen. Darüber hinaus ist positiv zu bewerten, dass die Geldmengenaggregate wachsen. Die breite Geldmenge M1 wuchs im Jahresvergleich um 8,4%, M3 um 4,7%. Besonders die Geldmenge M1 war in der Vergangenheit oft ein guter Frühindikator, der der Industrieproduktion um bis zu einem Jahr vorausläuft. Die EZB hält auch weiter an ihrer äußerst expansiven Geldpolitik fest. Auf der

Sitzung im Januar 2017 wurden der Leitzins mit null Prozent und der negative Einlagenzins von -0,4 Prozent bestätigt. Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. Spätestens Ende des dritten oder Anfang des vierten Quartals wird die EZB sich zur Geldpolitik im Jahr 2018 äußern. Die höhere Inflationsrate und ein sich abzeichnendes stabiles Wirtschaftswachstum sprechen dafür, dass die Notenbank ein Tapering, also eine Reduzierung der Anleihenkäufe, beschließen wird. EZB-Insidern zur Folge tut sich die EZB mit einer ersten Kommunikation dieser Schritte allerdings sehr schwer, da sie am Markt keine Spekulationen auf eine Zinserhöhung Anfang 2018 aufkommen lassen möchte.

	Stand	Veränderung zum			
	30.03.2017	23.03.2017	28.02.2017	29.12.2016	30.12.2016
Aktienmärkte	16:13	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	20711	0,3%	-0,5%	4,5%	4,8%
S&P 500	2363	0,7%	0,0%	5,1%	5,6%
Nasdaq	5898	1,4%	1,2%	8,6%	9,6%
DAX	12231	1,6%	3,4%	6,8%	6,5%
MDAX	23737	1,3%	1,6%	7,2%	7,0%
TecDAX	2032	2,6%	6,7%	12,1%	12,1%
EuroStoxx 50	3471	0,6%	4,6%	6,1%	5,5%
Stoxx 50	3154	0,6%	2,8%	5,2%	4,8%
SMI (Swiss Market Index)	8688	0,7%	1,7%	5,3%	5,7%
FTSE 100	7345	0,1%	1,1%	3,2%	2,8%
Nikkei 225	19217	0,7%	0,5%	0,4%	0,5%
Brasilien BOVESPA	65431	3,0%	-1,8%	8,6%	8,6%
Russland RTS	1134	0,8%	3,1%	-0,9%	-1,6%
Indien BSE 30	29647	1,1%	3,1%	12,4%	11,3%
China Shanghai Composite	3209	-1,2%	-1,0%	3,6%	3,4%
MSCI Welt (in €)	1857	1,1%	-0,3%	3,1%	4,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	972	0,9%	2,4%	10,2%	10,6%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	161,26	123	-479	-334	-289
Bobl-Future	131,72	48	-301	-199	-191
Schatz-Future	112,22	6	-42	-8	-8
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-1	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,25	-3	2	2	0
3 Monats \$ Libor	1,15	-1	8	15	15
Fed Funds Future, Dez 2017	1,23	0	7	10	0
10-jährige US Treasuries	2,40	-2	4	-8	-5
10-jährige Bunds	0,34	-8	14	27	24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	1	1	2	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,11	-2	20	12	9
US Treas 10Y Performance	574,04	0,3%	0,0%	1,1%	0,8%
Bund 10Y Performance	609,47	0,8%	-1,3%	-0,8%	-0,6%
REX Performance Index	484,13	0,2%	-0,9%	-0,2%	-0,2%
IBOXX AA, €	0,74	-6	13	8	6
IBOXX BBB, €	1,51	-6	8	2	1
ML US High Yield	6,19	-14	15	-27	-26
JPM EMBI+, Index	805	0,3%	0,7%	4,2%	4,2%
Wandelanleihen Exane 25	6997	0,0%	0,4%	1,3%	1,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	419,36	-0,6%	-1,7%	-0,2%	-0,3%
MG Base Metal Index	303,72	0,2%	-0,2%	8,5%	8,6%
Rohöl Brent	52,49	3,4%	-4,9%	-6,5%	-7,4%
Gold	1249,07	0,4%	-0,6%	8,9%	7,9%
Silber	18,21	3,4%	-1,2%	12,1%	13,5%
Aluminium	1953,00	1,6%	1,7%	15,4%	14,6%
Kupfer	5884,00	1,5%	-1,4%	7,6%	6,5%
Eisenerz	82,00	-11,4%	-10,9%	1,9%	2,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1338	11,9%	55,8%	39,2%	39,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0738	-0,4%	1,3%	2,7%	1,9%
EUR/ GBP	0,8584	-0,3%	0,5%	0,1%	0,6%
EUR/ JPY	119,47	0,1%	0,5%	-2,1%	-3,2%
EUR/ CHF	1,0694	-0,1%	0,4%	-0,2%	-0,4%
USD/ CNY	6,8880	0,0%	0,3%	-1,1%	-0,9%
USD/ JPY	111,05	0,1%	-1,5%	-4,7%	-5,0%
USD/ GBP	0,7995	0,1%	-0,5%	-2,2%	-1,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information 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. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. 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. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den herein 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.