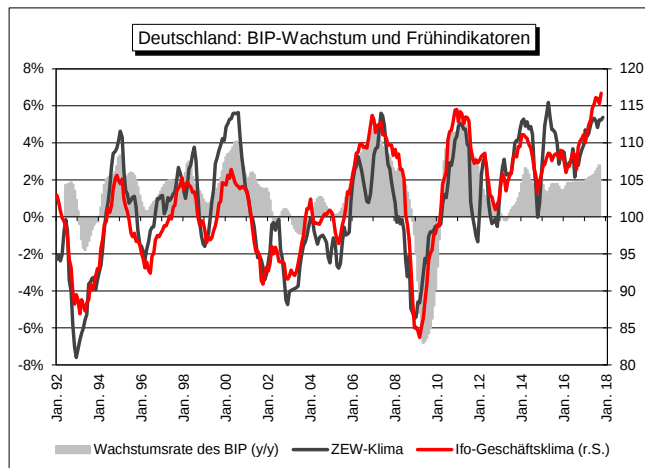


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Ausblick 2018 (I): „Goldene Zeiten“ für die deutsche Wirtschaft

In den nächsten Wochen werden wir an dieser Stelle unseren Konjunktur- und Kapitalmarktausblick für das Jahr 2018 vorstellen. Zum Start der Serie beschäftigen wir uns heute mit den wirtschaftliche Perspektiven für Deutschland. Diese werden von uns unverändert positiv eingeschätzt.

Die deutsche Wirtschaft hat 2017 ein beeindruckendes Wachstumstempo vorgelegt. Im dritten Quartal ist das reale Bruttoinlandsprodukt um 0,8 Prozent gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Da zudem die Wachstumsrate für das erste Quartal 2017 nach oben revidiert wurde, wird das Wirtschaftswachstum die Marke von zwei Prozent deutlich überschreiten. Wir gehen nun von einem Anstieg in diesem Jahr von 2,3 Prozent aus. Beim Blick auf die offizielle Zuwachsrate muss berücksichtigt werden, dass es in diesem Jahr drei Arbeitstage weniger gibt als 2016. Dieser Kalendereffekt führt dazu, dass die saison- und kalenderbereinigte Wachstumsrate (dies ist der im internationalen Vergleich relevante Maßstab) sogar 2,6 Prozent beträgt. Selten zuvor ist die wirtschaftliche Dynamik derart unterschätzt worden, wie es in diesem Jahr der Fall ist. Der Mittelwert der Wachstumsprognosen lag im Januar 2017 gerade einmal bei 1,3 Prozent, wobei die optimistischste Einschätzung 1,7 Prozent und die pessimistischste 1,1 Prozent betrug.

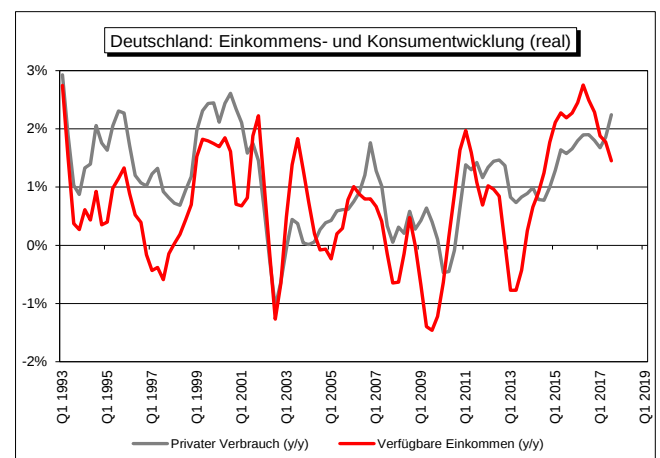


Da der Ifo-Geschäftsklimaindex als wichtigster Frühindikator für die deutsche Wirtschaft jüngst einen neuen Rekordwert erreicht hat, spricht zunächst alles dafür, dass sich die konjunkturelle Dynamik mit hohem Tempo fortsetzen wird. Frühestens für die zweite Jahreshälfte 2018 könnte die Konjunktur wieder eine etwas langsamere Gangart einlegen. Nicht nur in der Industrie, sondern auch bei den Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor ist die Stimmung so gut wie selten zuvor. Wir gehen daher für 2018 von einem realen BIP-Wachstum von 2,7 Prozent aus, wobei es im nächsten Jahr keinen nennenswerten Kalendereffekt geben wird. Grund für Optimismus geben auch die politischen Rahmenbedingungen. Einigen sich Union, FDP und Grüne auf eine gemeinsame Regierungskoalition, dürften in absehbarer Zeit Steuersenkungen und eine expansivere

Fiskalpolitik beschlossen werden, die zu einem zusätzlichen Wachstumsimpuls in den Jahren 2018 und 2019 führen.

Höhere Reallöhne stützen den privaten Konsum

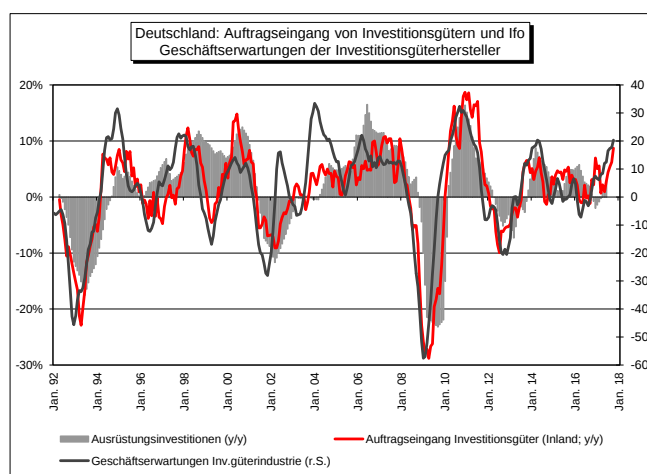
Niedrigere Steuern und eine stärkere finanzielle Förderung von Familien würden sich positiv auf den privaten Konsum auswirken. Von daher wird die Binnennachfrage in nächster Zeit der Motor der wirtschaftlichen Entwicklung sein. Der private Verbrauch profitiert zudem von der guten Arbeitsmarktsituation. Die Zahl der Beschäftigten hat zuletzt den Rekordwert von mehr als 44 Millionen Personen erreicht, davon haben mehr als 32 Millionen einen sozialversicherungspflichtigen Job. In den vergangenen zwei Jahren ist die Bruttolohnsumme um mehr als vier Prozent pro Jahr angestiegen. Der Zuwachs der verfügbaren Einkommen fiel aufgrund der Steuerprogression mit rund drei Prozent nicht ganz so stark, aber immer noch beachtlich aus. Da die durchschnittliche Arbeitslosenquote von 5,9 Prozent in diesem auf 5,7 Prozent im nächsten Jahr sinken wird, wird die Bruttolohnsumme auch nächstes Jahr vergleichsweise stark zulegen. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate von 1,6 Prozent in diesem auf 1,3 Prozent im nächsten Jahr sinken wird. Dies ist hauptsächlich auf den Ölpreis und den stärkeren Euro zurückzuführen. Dieser führt dazu, dass sich die Importe nicht nennenswert verteuern werden. Von daher wird die Inflationsrate zu Beginn des Jahres 2018 auf rund ein Prozent sinken und erst im Jahresverlauf leicht ansteigen. Somit werden die Privathaushalte real mehr Geld im Portemonnaie haben als 2017, zumal die Beiträge zur Renten- und Krankenversicherung im kommenden Jahr leicht sinken und die Renten um rund drei Prozent steigen dürften. Der private Konsum 2018 wird um gut zwei Prozent und damit etwas stärker zunehmen als im Jahr 2017. Geht diese Prognose auf, wäre dies der stärkste Zuwachs des privaten Verbrauchs seit dem Jahr 2000.



Bauinvestitionen mit geringerer Dynamik, aber Wachstumsschub von den Ausrüstungsinvestitionen

Die Bauinvestitionen wurden in den letzten beiden Jahren aufgrund des deutschen Immobilienbooms massiv ausgeweitet. An den günstigen Rahmenbedingungen wird sich zunächst wenig ändern, zumal eine Jamaika-Koalition den

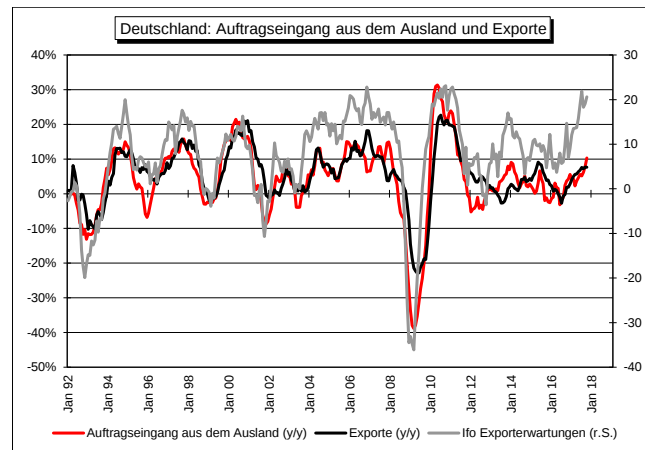
privaten Wohnungsbau stärker fördern möchte. Allerdings hat sich der Auftragseingang in der Bauindustrie in den vergangenen Monaten abgeschwächt, und es bleibt abzuwarten, ob es sich dabei nur um eine Verschnaufpause handelt oder um eine nachhaltigere Verlangsamung. Im Unterschied zu den Bauinvestitionen wurden die Ausrüstungsinvestitionen in den vergangenen drei Jahren nur sehr verhalten ausgeweitet. Dies war vor allem auf die hohen politischen Unsicherheiten zurückzuführen, die die Investitionsbereitschaft gebremst haben. Doch nun wendet sich das Blatt. So haben sich die Geschäftserwartungen der Investitionsgüterindustrie in jüngster Zeit merklich aufgehellt, und vor allem der deutsche Maschinenbau schaut so optimistisch wie selten zuvor auf die kommenden Quartale. Wir gehen deswegen davon aus, dass die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2018 um gut sechs Prozent zunehmen werden.



Exporte: Euro-Aufwertung wird dank robuster Weltwirtschaft nicht zum Spielverderber

Abgerundet wird das positive konjunkturelle Gesamtbild für die deutsche Wirtschaft von den Exporten. Von der 2018 stärker expandierenden Weltwirtschaft profitieren die deutschen Unternehmen überdurchschnittlich stark. Zwar bremst die Euro-Aufwertung die Entwicklung des Außenhandels ein wenig, die anhaltend optimistischen Exporterwartungen der deutschen Unternehmen deuten aber darauf hin, dass die Absatzchancen nicht vorrangig von der Währungsentwicklung abhängen. So spielt neben der preislichen Wettbewerbsfähigkeit vor allem das ökonomische Umfeld in den Absatzländern eine entscheidende Rolle. Und dieses ist – wie beschrieben – so positiv wie lange nicht mehr. So nimmt die Nachfrage nach deutschen Gütern und Dienstleistungen sowohl aus den Schwellenländern als auch aus den Ländern der Eurozone stärker zu als in den Vorjahren. Vor allem China spielt eine immer wichtigere Rolle für die deutschen Unternehmen. In den vergangenen Monaten hat China Frankreich als zweitwichtigsten Exportmarkt fast eingeholt, nur die USA weisen noch einen größeren Vorsprung auf. Betrachtet man aber Einfuhren und Ausfuhren gemeinsam, hat China schon im vergangenen Jahr Frankreich und die USA als ehemals wichtigste Handelspartner Deutschlands abgelöst. Wir gehen davon aus, dass die deutschen Ausfuhren im kommenden Jahr um gut fünf Prozent über dem Niveau des Jahres 2017 liegen werden. Die Im-

porte dürften aufgrund der starken deutschen Binnennachfrage sogar noch stärker ausgeweitet werden, wovon vor allem die Nachbarländer in der Eurozone profitieren. Aufgrund des Zuwachses bei den Einfuhren von mehr als sechs Prozent wird vom Außenhandel nur ein geringer positiver Wachstumsbeitrag zu erwarten sein.



Deutsche Aktien profitieren vom wirtschaftlichen Umfeld

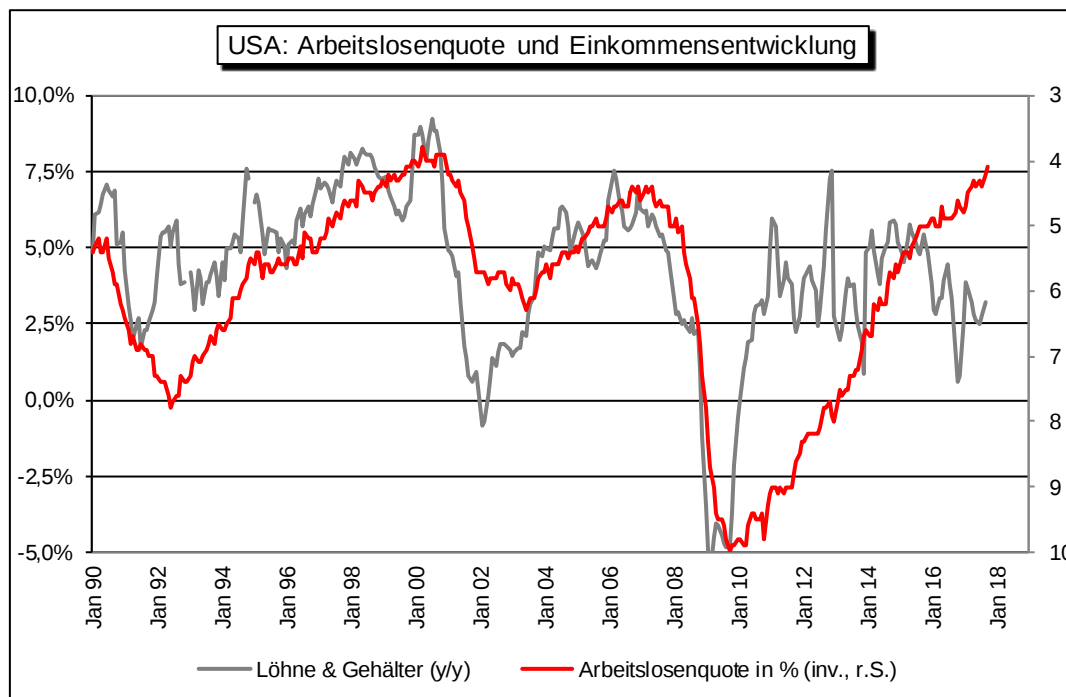
Der DAX hat seit dem Jahr 2009 eine durchschnittliche Rendite von neun Prozent im Jahr erzielt. Noch besser – und auch im internationalen Vergleich Spitze – haben der MDAX (14,9 Prozent Rendite p.a.), der SDAX (14,1 Prozent Rendite p.a.) und der TecDAX (13,0 Prozent Rendite p.a.) abgeschnitten. Selbst ein Anleger, der sein Geld vor dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise im November 2007 bei rund 8.000 Punkten in den DAX investiert hätte, könnte sich heute über eine Rendite von 5,4 Prozent p.a. freuen, und das, obwohl er zwischenzeitlich einen Verlust von mehr als 50 Prozent ertragen musste. Da die deutsche Wirtschaft 2018 erneut stark wachsen wird und auch die Weltwirtschaft mitspielt, sollte sich diese Erfolgsserie fortsetzen. Trotz der hohen Kurssteigerungen der vergangenen Jahre ist der DAX sowohl gegenüber der eigenen Historie als auch im Vergleich zu anderen Indizes nicht hoch bewertet. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate beträgt 13,5, der langjährige Durchschnitt liegt dagegen bei 15. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der deutsche Aktienmarkt von sogenannten zyklischen Aktien dominiert wird, die besonders stark auf Veränderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen reagieren, also beispielsweise Aktien von Automobilherstellern, aber auch von Chemie- und Industrieunternehmen. Dies ist auch der Grund, weshalb der DAX höhere Volatilität aufweist als andere Indizes: die Kurse schwanken stärker. Geht es nach den Unternehmensanalysten werden im kommenden Jahr 12 der 30 DAX-Unternehmen ihre Gewinne prozentual zweistellig steigern können. Auf Indexebene wird ein Ertragsplus von erneut zehn Prozent erwartet. Der aggregierte Gewinn je Aktie der DAX-Unternehmen würde 2018 auf 980 Punkte und 2019 auf mehr als 1.060 Punkte ansteigen. Multipliziert man diesen Wert mit dem derzeitigen KGV errechnet sich ein Kursziel für den DAX von 14.500 Punkten. Geht man davon aus, dass deutsche Blue Chips im nächsten Jahr nur etwas teurer werden, wäre sogar ein Kursziel von 15.000 Punkten erreichbar.

Wochenausblick für die Zeit vom 20. November bis 24. November 2017

	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,0%	0,2%	0,2%	0,3%	0,1%		20. November
D: Produzentenpreise, y/y	2,4%	2,3%	2,6%	3,1%	2,5%		20. November
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	59,6	58,1	59,3	60,6	60,6	60,1	23. November
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	54,0	53,1	53,5	55,6	54,7	55,0	23. November
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	115,2	116,1	116	115,3	116,7	116,4	24. November
D: Ifo-Geschäftserwartungen	106,7	107,3	107,8	107,5	109,1	108,7	24. November
D: Ifo-Lageeinschätzung	124,3	125,7	124,7	123,7	124,8	124,6	24. November
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-1,3	-1,7	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	22. November
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	57,4	56,6	57,4	58,1	58,5	58,2	23. November
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	55,4	55,4	54,7	55,8	55,0	55,4	23. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Arbeitsmarktentwicklung und Lohnentwicklung haben sich entkoppelt



In den letzten Jahrzehnten schauten die Kapitalmärkte auch deshalb immer wieder intensiv auf die Entwicklung des US-Arbeitsmarktes, weil die Entwicklung der Arbeitslosenquote direkt mit der Wachstumsrate der Löhne zusammenhing und damit einen vergleichsweise unmittelbaren Einfluss auf die Preisentwicklung ausüben konnte. Aus diesem Grund funktionierte in den USA auch über Jahrzehnte das Konzept der NAIRU ausgesprochen gut. Das Akronym NAIRU steht für die non-accelerating inflation rate of unemployment und beschreibt die Arbeitslosenquote, bei der sich die Inflationsrate in einem Gleichgewicht befindet. Die Arbeitslosenquote ist in den letzten Jahren so stark gefallen, dass die NAIRU mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit oberhalb der aktuel-

len Arbeitslosenquote liegen müsste. In der Vergangenheit wäre in einer solchen Situation die Inflationsrate angestiegen. Da aber inzwischen die Wachstumsrate der Löhne nicht mehr mit der Arbeitslosenquote zu korrelieren scheint, hat auch der NAIRU-Zusammenhang seine Bedeutung verloren – im Endergebnis führt dies zu einem deutlich moderateren Inflationsanstieg, als dies bei ähnlichen Daten in der Vergangenheit der Fall gewesen wäre. So spricht alles dafür, dass die Fed im kommenden Jahr bei mehr oder weniger gleichbleibenden Daten maximal vier Zinserhöhungen durchführen wird, denn aus Sicht der Inflationsentwicklung gäbe es dafür nicht den geringsten Grund.

	Stand	Veränderung zum			
	16.11.2017 17:31	09.11.2017 -1 Woche	13.10.2017 -1 Monat	15.08.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	23447	-0,1%	2,5%	6,6%	18,6%
S&P 500	2584	0,0%	1,2%	4,8%	15,4%
Nasdaq	6706	-0,6%	1,5%	5,9%	24,6%
DAX	13047	-1,0%	0,4%	7,1%	13,6%
MDAX	26460	-0,5%	1,5%	6,7%	19,2%
TecDAX	2502	1,8%	-0,9%	10,9%	38,1%
EuroStoxx 50	3565	-1,3%	-1,1%	3,0%	8,4%
Stoxx 50	3145	-1,4%	-1,7%	2,7%	4,5%
SMI (Swiss Market Index)	9161	-0,2%	-1,6%	1,6%	11,4%
FTSE 100	7390	-1,3%	-1,9%	0,1%	3,5%
Nikkei 225	22351	-2,3%	5,7%	13,2%	16,9%
Brasilien BOVESPA	72381	-0,8%	-6,0%	5,9%	20,2%
Russland RTS	1127	-3,0%	-2,6%	9,6%	-2,2%
Indien BSE 30	33107	-0,4%	2,1%	5,3%	24,3%
China Shanghai Composite	3400	-0,8%	0,3%	4,6%	9,5%
MSCI Welt (in €)	2021	-2,2%	0,0%	3,5%	3,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1111	-3,1%	-1,0%	5,4%	15,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	56	112	-71	-101
Bobl-Future	131,74	-6	21	-89	-189
Schatz-Future	112,26	-2	5	9	-4
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,33	0	-1	0	0
3 Monats \$ Libor	1,42	1	7	11	42
Fed Funds Future, Dez 2017	1,29	0	2	6	0
10-jährige US Treasuries	2,35	1	7	8	-10
10-jährige Bunds	0,38	-1	-3	2	17
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	1	-2	-1	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,11	-1	-7	-1	9
US Treas 10Y Performance	583,46	0,1%	-0,5%	0,0%	2,5%
Bund 10Y Performance	612,80	0,0%	0,3%	0,6%	0,6%
REX Performance Index	483,38	-0,3%	0,0%	0,1%	-0,4%
IBOXX AA, €	0,68	3	-3	-4	1
IBOXX BBB, €	1,19	7	-4	-9	-31
ML US High Yield	6,34	13	33	22	-12
JPM EMBI+, Index	825	0,4%	-1,9%	-0,3%	6,9%
Wandelanleihen Exane 25	7334	0,0%	0,7%	2,4%	6,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	429,39	-0,4%	-0,2%	-1,9%	1,5%
MG Base Metal Index	338,37	-1,0%	-2,7%	4,4%	20,9%
Rohöl Brent	61,92	-3,5%	8,3%	22,5%	9,2%
Gold	1279,41	-0,4%	-1,6%	0,6%	10,5%
Silber	17,01	0,2%	-1,8%	2,0%	6,0%
Aluminium	2086,50	0,5%	-1,1%	1,6%	22,4%
Kupfer	6736,25	-0,6%	-1,8%	6,2%	22,0%
Eisenerz	61,22	-0,3%	1,0%	-16,5%	-23,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1374	-7,2%	-7,5%	17,5%	43,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1768	1,2%	-0,4%	0,2%	11,6%
EUR/ GBP	0,8917	0,6%	0,2%	-2,2%	4,5%
EUR/ JPY	132,79	0,8%	0,2%	2,4%	7,6%
EUR/ CHF	1,1679	0,8%	1,3%	2,3%	8,8%
USD/ CNY	6,6273	-0,2%	0,7%	-0,9%	-4,7%
USD/ JPY	112,88	-0,5%	0,9%	2,0%	-3,4%
USD/ GBP	0,7580	-0,6%	0,9%	-2,6%	-6,3%

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
Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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 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.