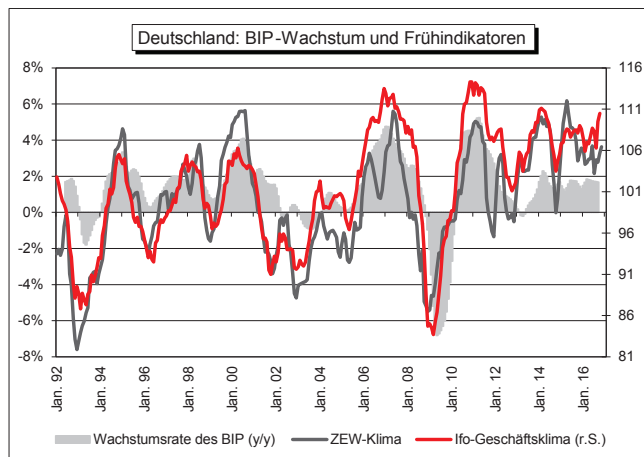


## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### Deutsche Wirtschaft 2017: Vorsicht Falle!

Für die deutsche Wirtschaft läuft es weiterhin rund. Nach dem überaus starken Wachstum im ersten Halbjahr (Q1: +0,7 Prozent gegenüber dem Vorquartal, Q2: +0,4 Prozent) hat sich die wirtschaftliche Dynamik im dritten Quartal mit einer realen Wachstumsrate von 0,2 Prozent gegenüber dem Vorquartal zwar etwas abgeschwächt, doch ist dies nur als kleine Verschnaufpause und nicht als Vorbote eines generell schwächeren Wachstums zu interpretieren. Für das laufende vierte Quartal ist bereits absehbar, dass sich die Wachstumsgeschwindigkeit wieder beschleunigt, wir halten eine Zuwachsrate von 0,4 Prozent für wahrscheinlich. Damit wird die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr ein Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes von mindestens 1,8 Prozent erreichen. 2014 betrug das Wirtschaftswachstum 1,6 Prozent, 2015 1,7 Prozent. Die deutsche Wirtschaft zeichnet sich somit trotz aller Unsicherheiten durch eine große Stetigkeit aus. Bedenkt man, dass das Potenzialwachstum gerade einmal auf etwa 1,25 Prozent veranschlagt wird, kann man die These aufstellen, dass wir uns seit drei Jahren in einem konjunkturellen Boom befinden – auch wenn es sich angesichts der „kleinen“ Wachstumsraten kaum so anfühlt.



Positiv hervorzuheben ist die Tatsache, dass das Wirtschaftswachstum in Deutschland mittlerweile von mehreren Säulen getragen wird, was in der Vergangenheit nicht immer so der Fall war. Vor allem während der Jahre 2000 bis 2009 hing das Wohl und Wehe der deutschen Wirtschaft hauptsächlich vom Erfolg des Außenhandels ab. Dies ist jedoch mittlerweile nicht mehr so, da in den letzten Jahren die Binnenkonjunktur eine Renaissance erfahren hat. So kommen seit geraumer Zeit starke Wachstumsimpulse vom privaten Verbrauch und – etwas weniger stark ausgeprägt – dem staatlichen Konsum sowie den Bauinvestitionen.

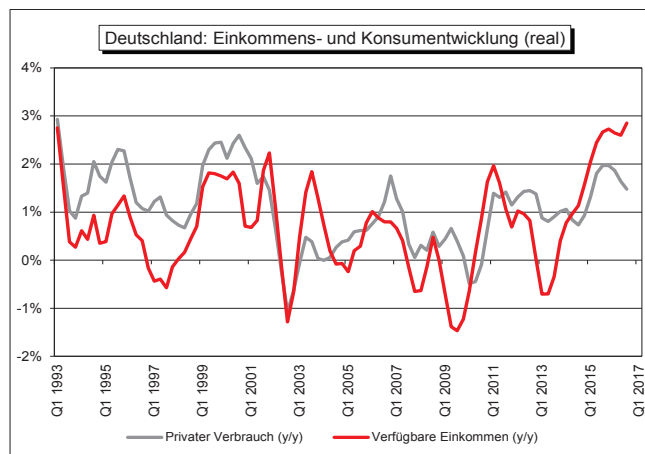
An dieser Konstellation wird sich auch mit Blick auf das Jahr 2017 wenig ändern. Und dennoch wird allen Lesern von Konjunkturprognosen in der nächsten Zeit auffallen, dass die Erwartungen für das nächste Jahr deutlich gedämpft ausfallen. Der Mittelwert der Prognose für das Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes beläuft sich im Moment auf 1,3 Prozent (Quelle: Consensus Economics, Ausgabe November 2016); unsere eigene Einschätzung

liegt bei 1,4 Prozent. Die Erklärung für diese merkbliche Wachstumsverlangsamung ist vergleichsweise trivial und steht auch nicht im Widerspruch zu der vorher getroffenen Aussage „die Lage bleibt unverändert gut“. So ist die Ursache für das geringere Wirtschaftswachstum vor allem ein statistischer Effekt. Denn in diesem Jahr entfallen viele Feiertage auf ein Wochenende, sodass die Zahl der Arbeitstage vergleichsweise hoch ist (je nach Bundesland gibt es 2016 zwischen 250 und 254 Arbeitstage). 2017 ist es dagegen so, dass mehr Feiertage auf einen Wochentag entfallen, sodass die Zahl der Arbeitstage auf 247 bis 251 sinken wird. Worüber sich die meisten Arbeitnehmer freuen, hat aber für das Wirtschaftswachstum negative Konsequenzen: Weniger Arbeitstage bedeuten, dass auch weniger erwirtschaftet wird.

Als einfache Faustformel hat sich die Einschätzung bewährt, dass sich jede Veränderung eines Arbeitstages in einer Veränderung der realen Wachstumsrate in einer Größenordnung von 0,1 Prozentpunkten bemerkbar macht. Der „gute“ Statistiker weiß um diesen Effekt, sodass es international üblich ist, saison- und kalenderbereinigte Daten für das Bruttoinlandsprodukt zu berechnen, um auf diese Weise auch eine länderübergreifende Vergleichbarkeit gewährleisten zu können. Nicht so in Deutschland: Das Statistische Bundesamt, dessen Zahlen die Grundlage für die Berechnung des BIPs darstellen, veröffentlicht zwar saison-, aber nicht kalenderbereinigte Daten für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland. Insofern lässt sich das voraussichtlich schwächere Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr tatsächlich auf den Kalendereffekt zurückführen, der vehement durchschlägt. Die Interpretation, dass sich das Wachstum im kommenden Jahr deutlich abschwächen wird, ist dagegen falsch. Bei den saison- und kalenderbereinigten Zeitreihen, die beispielsweise von der Deutschen Bundesbank berechnet werden, wird dies offensichtlich: 2014 betrug das Wirtschaftswachstum 1,6 Prozent, 2015 1,5 Prozent und 2016 aller Wahrscheinlichkeit nach 1,7 Prozent. Für 2017 erwarten wir auf Basis dieser Datenreihe ein Wirtschaftswachstum von 1,6 Prozent. Mit anderen Worten: Die auf den ersten Blick dramatische Wachstumsverlangsamung von 1,8 auf 1,3 bzw. 1,4 Prozent entpuppt sich bei genauerem Hinsehen auf eine wenig spektakulär anmutende Verringerung von 1,7 auf 1,6 Prozent.

Gerade in der jüngsten Zeit haben sich die Wachstumsperspektiven für die deutsche Wirtschaft wieder verbessert. Nachdem zu Jahresbeginn die Sorgen groß waren, dass ein möglicher Konjunkturreinbruch in China und in den USA auch Deutschland nachhaltig treffen könnte und im Sommer ähnliche Befürchtungen nach dem Brexit-Referendum aufkamen, hat sich die Wirtschaft doch als deutlich widerstandsfähiger als erwartet erwiesen. Dies ist nicht zuletzt auf den guten Zustand der Binnenkonjunktur zurückzuführen, die von der niedrigen Arbeitslosigkeit, den verhältnismäßig hohen Reallohnzuwächsen, den Ausgaben für die Zuwanderung und vom Bauboom profitiert, der von den niedrigen Zinsen unterfüttert wird. Aber selbst die Exporte haben sich in dem schwierigen weltwirtschaftlichen Um-

feld behaupten können und ebenfalls ihren Beitrag zum Wirtschaftswachstum geliefert.

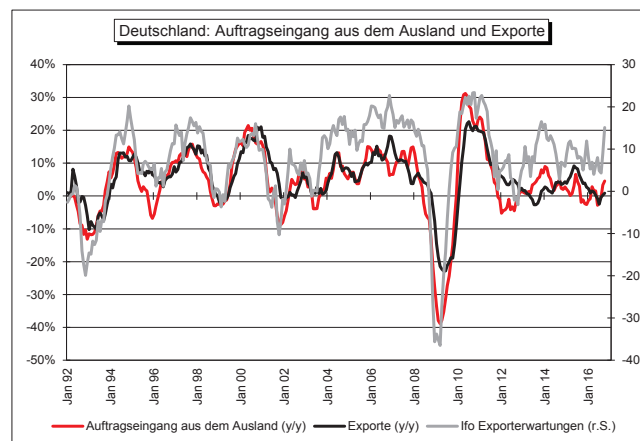


Für den Arbeitsmarkt zeichnet sich auch im nächsten Jahr eine positive Entwicklung ab. Zwar ist damit zu rechnen, dass die Zahl der Arbeitslosen im Jahresverlauf etwas ansteigen wird, doch ist dieser Effekt allein auf die Zunahme des Arbeitskräfteangebots in Folge der Migration zurückzuführen. Diese wird einerseits zu etwas mehr Beschäftigung, andererseits aber auch zu mehr Arbeitslosen führen. Der Stellenindex der Bundesagentur für Arbeit hat im Oktober 2016 einen neuen Rekordwert erreicht, sodass davon auszugehen ist, dass die potenzielle Aufnahme eines wachsenden Arbeitskräfteangebots in den Arbeitsmarkt als gut einzustufen ist. Von daher sollte die Arbeitslosenquote 2017 nur leicht zunehmen. Da die Beschäftigung, die mit 43,5 Millionen Personen so hoch ist wie niemals zuvor, im nächsten Jahr weiter zunehmen wird, dürfte der private Konsum auch 2017 ein wesentlicher Motor des wirtschaftlichen Wachstums in Deutschland bleiben.

Trotz aller Unsicherheiten haben sich die deutschen Ausfuhren auch in diesem Jahr bislang positiv entwickelt. Zwar haben sich die Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahr abgeschwächt, doch liegt dies vor allem an der hohen Ausgangsbasis des Jahres 2015 und der Tatsache, dass die Exporte damals insbesondere von der Schwäche des Euro profitiert haben. Unseres Erachtens nach haben sich die Perspektiven für die Ausfuhren zuletzt sogar wieder verbessert, was angesichts der politischen Entwicklungen der jüngsten Zeit zunächst überraschen mag. Denn sowohl der Brexit als auch die Wahl Donald Trumps vergrößern zumindest die gefühlten Unsicherheiten. Nicht zu vergessen, dass die USA Deutschlands größter und wichtigster Handelspartner ist, und Großbritannien auf Platz drei dicht dahinter liegt. Tatsächlich ist zu beobachten, dass sich die deutschen Ausfuhren in die USA und nach Großbritannien in den ersten acht Monaten des Jahres 2016 etwas abgeschwächt haben. Allerdings wurde dieser negative Effekt dadurch kompensiert, dass die Exporte in einige wichtige Schwellenländer wieder zugenommen haben.

Wir gehen davon aus, dass diese positive Tendenz auch in den nächsten Monaten und im Jahr 2017 anhalten wird. Denn die Frühindikatoren (sowohl die der OECD, als auch die Einkaufsmanagerindizes) signalisieren, dass sich die wirtschaftliche Erholung in den Schwellenländern fortset-

zen wird und diese im Jahr 2017 stärker wachsen werden, als dies im Moment allgemein erwartet wird. Dies würde auch positive Rückwirkungen auf die Industrieländer haben, vor allem auf solche, die enge Handelsbeziehungen zu ihnen haben. Deutschland könnte von daher ein Hauptprofiteur dieser Entwicklung sein.



Die besseren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den Emerging Markets dürften der Hauptgrund dafür sein, dass sich die Exporterwartungen der deutschen Unternehmen zuletzt deutlich verbessert haben. So wurde im Oktober der höchste Wert seit Januar 2014 erreicht. Dass es sich bei dieser Entwicklung nicht allein um Hoffnungen handelt, zeigen die Ausfuhren nach Brasilien, Russland, Indien und China, die sich schon seit dem Frühjahr wieder im Aufwind befinden. Natürlich bleibt abzuwarten, ob Donald Trump seine im Wahlkampf getroffenen Aussagen des „America first“ und der Einführung von Zöllen und Handelsbeschränkungen in die Tat umsetzen wird oder nicht. Sollte dies der Fall sein, würden darunter auch die deutschen Ausfuhren leiden. Im Moment gehen wir aber davon aus, dass Trump keinen Handelskrieg anzetteln wird, der nur Verlierer kennen würde – auch in Amerika selbst.

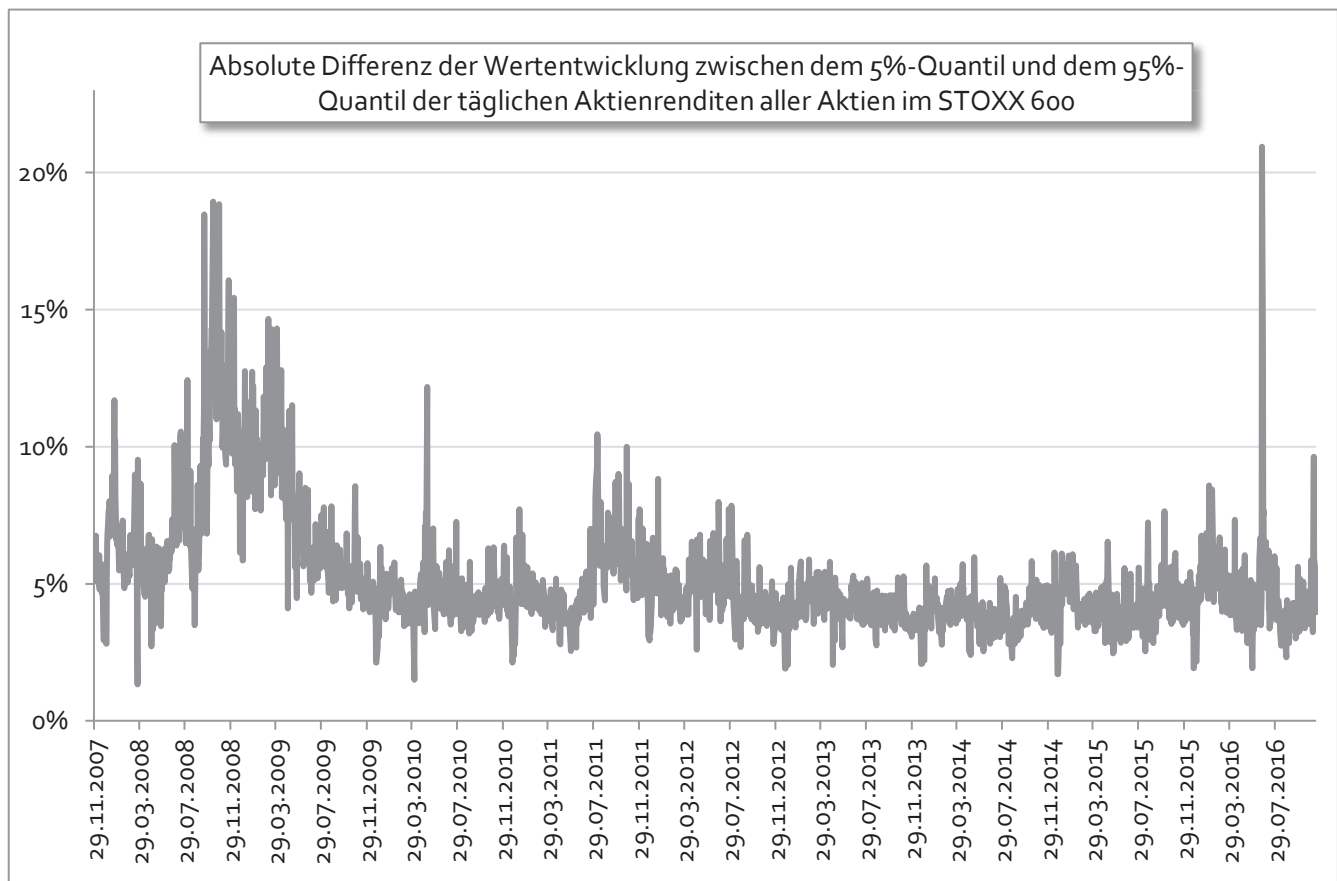
Sollte sich unsere Konjunktüreinschätzung bewahrheiten, werden auch deutsche Aktien von dieser Entwicklung profitieren. Nachdem die Gewinnrevisionen der Unternehmensanalysten lange Zeit negativ waren, hat auch hier der Trend gedreht. Mittlerweile gibt es im DAX nach Angaben von Factset nur noch drei Unternehmen, für die im nächsten Jahr ein Gewinnrückgang prognostiziert wird: BMW, Münchener Rück und Lufthansa. Insgesamt sollen die DAX-Gewinne 2017 um knapp zehn Prozent und 2018 um weitere acht Prozent zulegen. Die für die DAX-Entwicklung maßgeblichen Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate haben mittlerweile einen neuen Rekordwert erreicht, während der Index selbst immer noch fast 15 Prozent unter seinem im April 2014 erreichten Höchststand notiert. Auch wenn diese Prognosen – wie in den vergangenen Jahren üblich – zu optimistisch sein dürften, sollte der DAX im nächsten Jahr von daher die Marke von 12.000 Punkten ins Visier nehmen können. Angesichts der vor uns liegenden politischen Unsicherheiten (Italien-Referendum, Präsidentschaftswahl in Frankreich sowie Parlamentswahlen in den Niederlanden und Deutschland) wird dies aber nicht auf geradem Weg zu erreichen sein.

### Wochenausblick für die Zeit vom 21. November bis 25. November 2016

|                                            | Jul   | Aug   | Sep   | Okt   | Nov   | Dez | Veröffentlichung |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|------------------|
| D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash    | 53,8  | 53,6  | 54,3  | 55,0  | 54,5  |     | 23. November     |
| D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash     | 54,4  | 51,7  | 50,9  | 54,2  | 54,0  |     | 23. November     |
| D: Ifo-Geschäftsklimaindex                 | 108,3 | 106,3 | 109,5 | 110,5 | 110,2 |     | 24. November     |
| D: Ifo- Lageeinschätzung                   | 114,8 | 112,9 | 114,7 | 115   | 114,6 |     | 24. November     |
| D: GfK Konsumklima                         | 10,1  | 10    | 10,2  | 10    | 9,7   | 9,5 | 24. November     |
| D: Importpreise, m/m                       | 0,1%  | -0,2% | 0,1%  | 0,2%  |       |     | 24.-29. November |
| D: Importpreise, y/y                       | -3,8% | -2,6% | -1,8% | -1,3% |       |     | 24.-29. November |
| D: Einzelhandelsumsätze, m/m               | 0,5%  | 0,0%  | -1,5% | 0,3%  |       |     | 25.-30. November |
| E-19: Konsumentenvertrauen                 | -7,9  | -8,5  | -8,2  | -8    | -7,8  |     | 22. November     |
| E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash | 52,0  | 51,7  | 52,6  | 53,5  | 53,1  |     | 24. November     |
| E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash  | 52,9  | 52,8  | 52,2  | 52,8  | 52,6  |     | 24. November     |

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Trump-Wahl geht mit hoher Diffusion von Aktien einher



Am Aktienmarkt lassen sich Unsicherheiten gut an der Volatilität ablesen. Steigt die Volatilität in Form hoher und steigender Kursschwankungen, ist dies ein untrügliches Zeichen für eine zunehmende Unsicherheit. Eine weitere Möglichkeit, die Stimmungslage von Investoren anhand von Kursverläufen zu ergründen besteht darin, die sog. „Diffusion“ von Aktien zu analysieren. Dabei geht es darum zu überprüfen, inwieweit Aktien ein „Eigenleben“ aufweisen und sich nicht wie in einer Kohorte mehr oder weniger parallel, sondern unterschiedlich entwickeln. Eine hohe Eigendynamik gab es nach der

Lehman-Insolvenz, zum Höhepunkt der Eurokrise und auch nach dem Brexit. In den letzten Tagen ist diese Diffusion wiederum extrem hoch gewesen; in den letzten zehn Jahren gab es nur wenige Zeiträume, in denen das „Eigenleben“ von Aktien noch höher war. Der Grund liegt in der Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten. Offensichtlich tun sich Anleger schwer, diesen Sachverhalt einzuordnen. Jedenfalls hat der Ausgang der Wahl global zu erheblichen Umschichtungen in Portfolios geführt – anders ist diese sehr hohe Diffusion nicht zu erklären.

| Finanzmärkte im Überblick      |                              |                        |                        |                         |                   |
|--------------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------|
|                                | Stand<br>17.11.2016<br>17:06 | 03.11.2016<br>-1 Woche | 07.10.2016<br>-1 Monat | 09.08.2016<br>-3 Monate | 31.12.2015<br>YTD |
| <b>Aktienmärkte</b>            |                              |                        |                        |                         |                   |
| Dow Jones                      | 18855                        | 5,2%                   | 3,4%                   | 1,7%                    | 8,2%              |
| S&P 500                        | 2181                         | 4,4%                   | 1,2%                   | -0,1%                   | 6,7%              |
| Nasdaq                         | 5251                         | 3,8%                   | -0,8%                  | 0,5%                    | 4,9%              |
| DAX                            | 10672                        | 3,4%                   | 1,7%                   | -0,2%                   | -0,7%             |
| MDAX                           | 20550                        | -0,5%                  | -3,4%                  | -4,8%                   | -1,1%             |
| TecDAX                         | 1723                         | 1,2%                   | -3,9%                  | -0,4%                   | -5,9%             |
| EuroStoxx 50                   | 3033                         | 2,0%                   | 1,1%                   | 0,1%                    | -7,2%             |
| Stoxx 50                       | 2829                         | 2,9%                   | -0,1%                  | -1,8%                   | -8,7%             |
| SMI (Swiss Market Index)       | 7951                         | 4,1%                   | -2,1%                  | -3,4%                   | -9,8%             |
| FTSE 100                       | 6790                         | 0,0%                   | -3,6%                  | -0,9%                   | 8,8%              |
| Nikkei 225                     | 17863                        | 4,2%                   | 5,9%                   | 6,5%                    | -6,2%             |
| Brasilien BOVESPA              | 60633                        | -1,8%                  | -0,8%                  | 5,1%                    | 39,9%             |
| Russland RTS                   | 996                          | 2,5%                   | -0,6%                  | 4,4%                    | 31,6%             |
| Indien BSE 30                  | 26228                        | -4,4%                  | -6,5%                  | -6,6%                   | 0,4%              |
| China Shanghai Composite       | 3209                         | 2,5%                   | 6,8%                   | 6,0%                    | -9,3%             |
| MSCI Welt (in €)               | 1698                         | 5,6%                   | 3,5%                   | 2,0%                    | 4,2%              |
| MSCI Emerging Markets (in €)   | 847                          | -0,8%                  | -3,4%                  | -2,3%                   | 8,8%              |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |                              |                        |                        |                         |                   |
| Bund-Future                    | 160,82                       | -128                   | -309                   | -662                    | 290               |
| Bobl-Future                    | 130,84                       | -29                    | -85                    | -280                    | 17                |
| Schatz-Future                  | 112,04                       | 5                      | -6                     | 2                       | 52                |
| 3 Monats Euribor               | -0,31                        | 0                      | -1                     | -1                      | -18               |
| 3M Euribor Future, Dez 2016    | -0,31                        | -1                     | -1                     | 3                       | 0                 |
| 3 Monats \$ Libor              | 0,89                         | 1                      | 1                      | 7                       | 27                |
| Fed Funds Future, Dez 2016     | 0,50                         | 1                      | 1                      | 3                       | 0                 |
| 10-jährige US Treasuries       | 2,24                         | 43                     | 51                     | 70                      | -3                |
| 10-jährige Bunds               | 0,27                         | 19                     | 32                     | 41                      | -36               |
| 10-jährige Staatsanl. Japan    | 0,01                         | 7                      | 7                      | 9                       | -24               |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz  | -0,11                        | 23                     | 40                     | 40                      | -3                |
| US Treas 10Y Performance       | 582,91                       | -2,3%                  | -2,7%                  | -4,2%                   | 3,3%              |
| Bund 10Y Performance           | 613,42                       | -0,2%                  | -1,3%                  | -2,2%                   | 6,0%              |
| REX Performance Index          | 482,34                       | -0,6%                  | -1,2%                  | -1,7%                   | 1,7%              |
| IBOXX AA, €                    | 0,59                         | 2                      | 13                     | 22                      | -69               |
| IBOXX BBB, €                   | 1,46                         | 4                      | 14                     | 25                      | -81               |
| ML US High Yield               | 6,76                         | -1                     | 27                     | -16                     | -213              |
| JPM EMBI+, Index               | 793                          | -0,5%                  | -2,4%                  | -1,6%                   | 12,6%             |
| Wandelanleihen Exane 25        | 6709                         | -0,3%                  | -0,2%                  | -1,1%                   | -3,6%             |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |                              |                        |                        |                         |                   |
| CRB Index                      | 420,31                       | 0,0%                   | 0,9%                   | -0,6%                   | 10,8%             |
| MG Base Metal Index            | 280,17                       | 4,9%                   | 8,1%                   | 9,9%                    | 20,6%             |
| Rohöl Brent                    | 46,87                        | 1,0%                   | -10,5%                 | 3,3%                    | 31,3%             |
| Gold                           | 1228,90                      | -5,4%                  | -2,0%                  | -8,3%                   | 15,7%             |
| Silber                         | 18,70                        | 2,2%                   | 8,5%                   | -5,7%                   | 35,0%             |
| Aluminium                      | 1752,75                      | 1,5%                   | 4,9%                   | 7,6%                    | 16,8%             |
| Kupfer                         | 5399,00                      | 9,1%                   | 13,5%                  | 13,2%                   | 14,7%             |
| Eisenerz                       | 72,00                        | 9,1%                   | 26,3%                  | 16,1%                   | 64,4%             |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 1145                         | 34,9%                  | 24,3%                  | 81,5%                   | 139,5%            |
| <b>Devisenmärkte</b>           |                              |                        |                        |                         |                   |
| EUR/ USD                       | 1,0676                       | -3,5%                  | -4,2%                  | -3,6%                   | -1,9%             |
| EUR/ GBP                       | 0,8579                       | -3,7%                  | -4,4%                  | 0,3%                    | 16,4%             |
| EUR/ JPY                       | 116,68                       | 2,1%                   | 1,1%                   | 3,0%                    | -11,0%            |
| EUR/ CHF                       | 1,0716                       | -0,7%                  | -2,1%                  | -1,7%                   | -1,1%             |
| USD/ CNY                       | 6,8750                       | 1,6%                   | 3,0%                   | 3,3%                    | 5,9%              |
| USD/ JPY                       | 105,67                       | 2,6%                   | 2,7%                   | 3,7%                    | -12,2%            |
| USD/ GBP                       | 0,8037                       | 0,1%                   | 0,1%                   | 4,4%                    | 18,5%             |

|                           |                  |                            |
|---------------------------|------------------|----------------------------|
| Carsten Klude             | +49 40 3282-2572 | cklude@mmwarburg.com       |
| Dr. Christian Jasperneite | +49 40 3282-2439 | cjasperneite@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. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.