

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

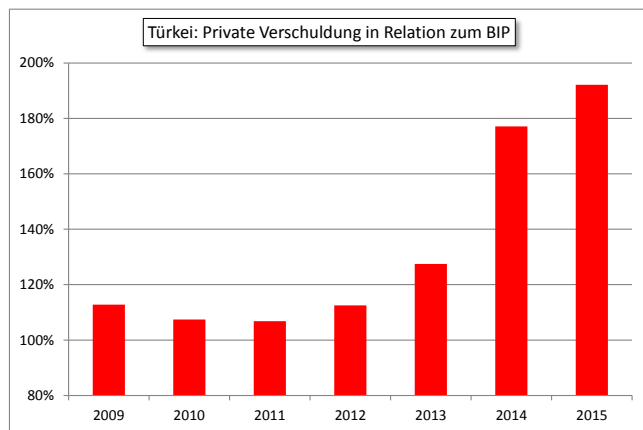
Türkei: Ein Brandherd für die Schwellenländermärkte?

In Deutschland hat der Wahlkampf begonnen – zunächst geht es dabei allerdings noch nicht um die Bundestagswahl, sondern um das Referendum in der Türkei. Immerhin rund 1,4 Millionen Türken in Deutschland stimmen am 16. April 2017 über die wesentliche politische Weichenstellung ab, ob das Land am Bosphorus von einem parlamentarischen System zu einer präsidentiellen Regierung mit einem Mächtigen Staatsoberhaupt wechselt oder nicht.

Die politischen Veränderungen in der Türkei sind jedoch bereits in den vergangenen Monaten seit dem missglückten Militärputsch beachtlich. Einige der Maßnahmen wie die Entlassungen von 130.000 Staatsbediensteten und die Inhaftierung von über 40.000 Personen wirken sich auch auf die Wirtschaft aus. Dazu kommt zudem die Abberufung einiger erfahrener Manager in staatlichen oder halbstaatlichen Unternehmen, die nicht immer sofort gleichwertig ersetzt werden können, Unternehmensenteignungen von unliebsamen Regierungskritikern und der 30-prozentige Rückgang an Touristenübernachtungen infolge der gestiegenen Angst vor Terroranschlägen.

Doch die wirtschaftlichen Folgen werden nach dem Referendum wohl noch deutlicher zutage treten. Vor allem die zunehmenden direkten Eingriffe der Regierung in die Wirtschaft verunsichern die Unternehmen und führen zu einer stark abnehmenden Investitionsneigung. Die Investitionsbereitschaft deutscher Unternehmen, immerhin die größten ausländischen Investoren, ist in der Türkei gemäß einer Studie des DIHK auf einem mehrjährigen Tiefpunkt angelangt.

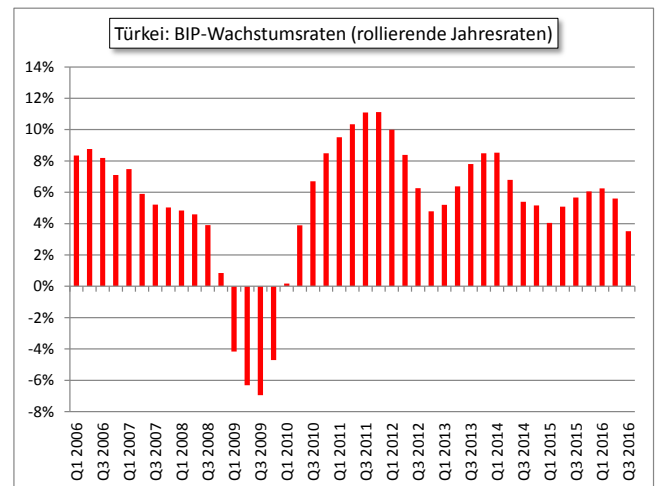
Zu den staatlichen Eingriffen gehört auch der Druck auf die Banken, die Kreditvergabe weiter auszuweiten. Dabei war gerade die Lockerung der Kreditvergabe in den vergangenen Jahren schon der große Wachstumstreiber in der Türkei. Die private Verschuldung ist von 2012 bis 2015 fast sprunghaft von 112% auf 192% des Bruttoinlandsprodukts gestiegen.



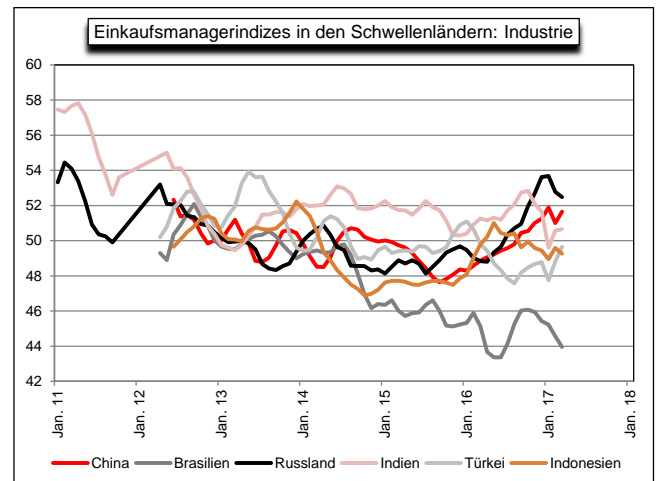
Die Schuldenausweitung betrifft dabei ganz besonders den Unternehmenssektor, der im Vergleich zu anderen Schwellenländern mittlerweile einer der am höchsten verschulde-

ten ist. Aber auch der Haushaltssektor hat sein Kreditvolumen vor allem für den Hauskauf stark ausweitet. Die Immobilienpreise stiegen in der Folge seit Ende 2010 bis Mitte 2016 nominal um 110%. Auch nach Abzug der Inflationsrate bleibt noch ein erhebliches Plus von 35%. Wichtige Indikatoren wie das Preis-zu-Einkommens-Verhältnis oder das Preis-zu-Mieten-Verhältnis haben bereits kritische Marken erreicht. Der Regierung scheint die Bedeutung des Immobiliensektors durchaus bewusst und hat zuletzt vor dem Hintergrund des Referendums den Immobilienboom durch staatlich subventionierte Kredite und durch eine weitere Lockerung der Kreditvergabebedingungen weiter angefacht. Mittlerweile reichen 20% Eigenkapital statt zuvor 25% für eine Kreditbewilligung aus.

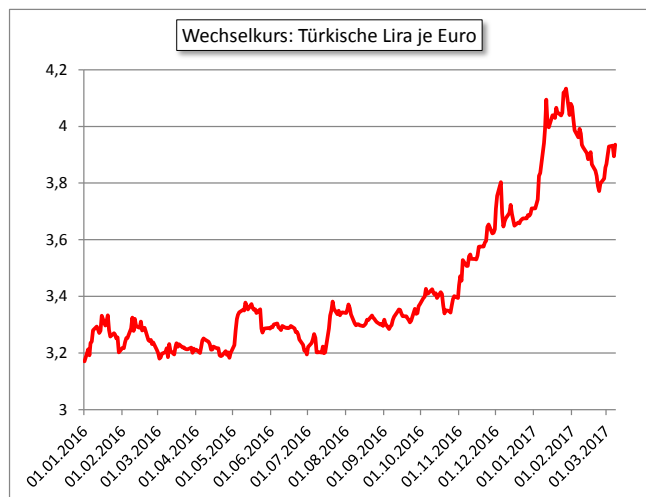
Mit dieser starken Schuldenauswertung relativiert sich das auf den ersten Blick sehr beeindruckende Wachstum der Türkei unter der Regierung Erdogans. Wachstumsraten von 4% bis über 10% lassen sich ohne eine weitere Kreditexpansion nicht beibehalten.



Schon im dritten Quartal 2016 hatte sich das Wirtschaftswachstum trotz stützender Maßnahmen der Regierung, wozu auch Steuervergünstigungen für Möbelkäufe oder die Schaffung temporärer staatlicher Arbeitsplätze gehörten, merklich abgeschwächt. Die Industrieunternehmen erwarten seit März 2016 mehrheitlich rückläufige Umsätze.

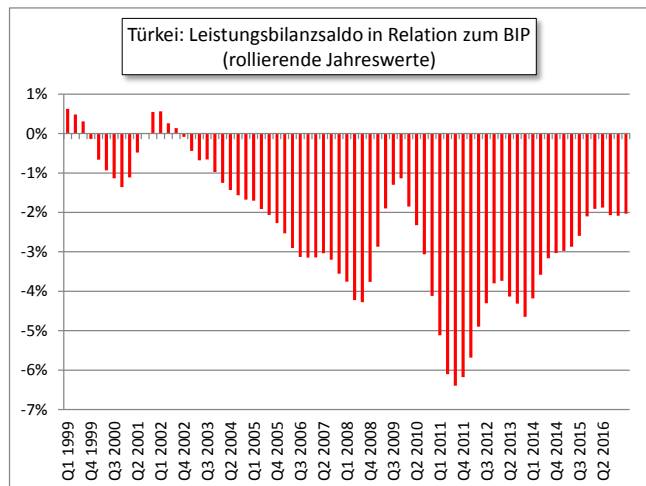


Zwar hellte sich die Stimmung unter den Einkaufsmanagern zuletzt wieder etwas auf, doch dürfte dies auch von der spürbaren Abwertung der Türkischen Lira gestützt worden sein. Denn dadurch stieg die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der türkischen Exportunternehmen. Insbesondere der sehr preissensible Textilsektor, der rund 10% der türkischen Exporte ausmacht, profitiert von der schwachen Lira. Wichtigste Exportbranche ist mit 14% Exportanteil jedoch der Automobilsektor gefolgt vom Maschinenbau (9%).

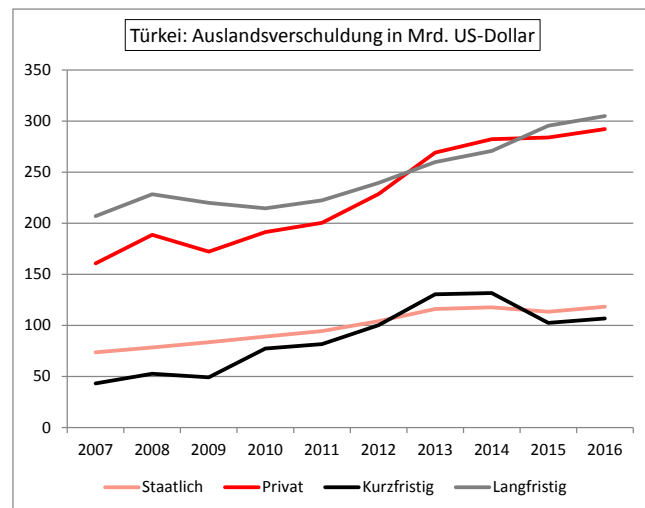


Die Abwertung der türkischen Lira um 24% gegenüber dem Euro seit Jahresbeginn 2016 hat aber nicht nur Vorteile für die Wirtschaft des Landes. Denn das verteuert die Rückzahlung von Auslandskrediten, die zumeist in US-Dollar oder in Euro denominated sind.

Die Türkei ist im Ausland mittlerweile hoch verschuldet. Seit 13 Jahren weist die türkische Leistungsbilanz ein Defizit aus, das in der Spitze sogar die kritische Marke von 5% des Bruttoinlandsprodukts übertroffen hat. Zwar war in den letzten Monaten der Kapitalimport weniger stark ausgeprägt, doch hat sich die Auslandsverschuldung insgesamt von 38% im Jahr 2008 auf rund 60% des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2016 ausgeweitet. Das größte Wachstum verzeichnete auch hier der private Sektor, während die Kennzahlen für den Staatssektor relativ solide aussehen. Das betrifft auch die Staatsverschuldung selbst, die eher moderate 40% des Bruttoinlandsprodukts ausmacht.



Die Erfahrungen von Irland oder Spanien haben jedoch gezeigt, dass die Staatsverschuldung rasch ansteigen kann, wenn die Zahl der notleidenden Kredite stark ansteigt und den Bankensektor in Schieflage bringen, so dass der Staat die Banken mit Kapitalspritzen stützen muss. Insofern stellt die hohe Privatverschuldung zusammen mit der zuletzt sehr expansiven Kreditvergabe die Achillesferse der türkischen Wirtschaft dar. Ähnlich haben die Ratingagenturen ihre jüngsten Rating-Downgrades begründet. Mittlerweile stufen alle drei führenden Ratingagenturen türkische Anleihen im Junkbond-Bereich ein.



Wir sehen daher eine wachsende Gefahr, dass es in absehbarer Zeit zu einer Zahlungsbilanzkrise kommt. Im Moment profitiert die Türkei noch von der starken konjunkturellen Entwicklung der Weltwirtschaft und der verzweifelten Suche der Anleger nach Rendite im Niedrigzinsumfeld. Doch steht die Türkei ganz oben auf der Liste der Krisenkandidaten, wenn die Stimmung sich drehen sollte, denn die Kreditexpansion ist weitgehend ausgereizt. Dies würde auch die deutsche Wirtschaft treffen, denn immerhin gehen rund 2% der deutschen Exporte in das Land am Bosphorus.

Allerdings glauben wir nicht, dass die Türkei das Potenzial hat, einen Flächenbrand unter den Schwellenländern auszulösen. Zum einen ist die Türkei ein politischer und wirtschaftlicher Sonderfall. Zum anderen haben sich die meisten Schwellenländer ökonomisch deutlich stabiler aufgestellt. Vor allem die Devisenreservebestände wurden merklich aufgestockt. Für eine weitgehend unabhängige Einstufung der Türkei spricht, dass sich die Türkische Lira und die Renditen türkischer Anleihen von anderen Schwellenländern relativ eigenständig entwickeln.

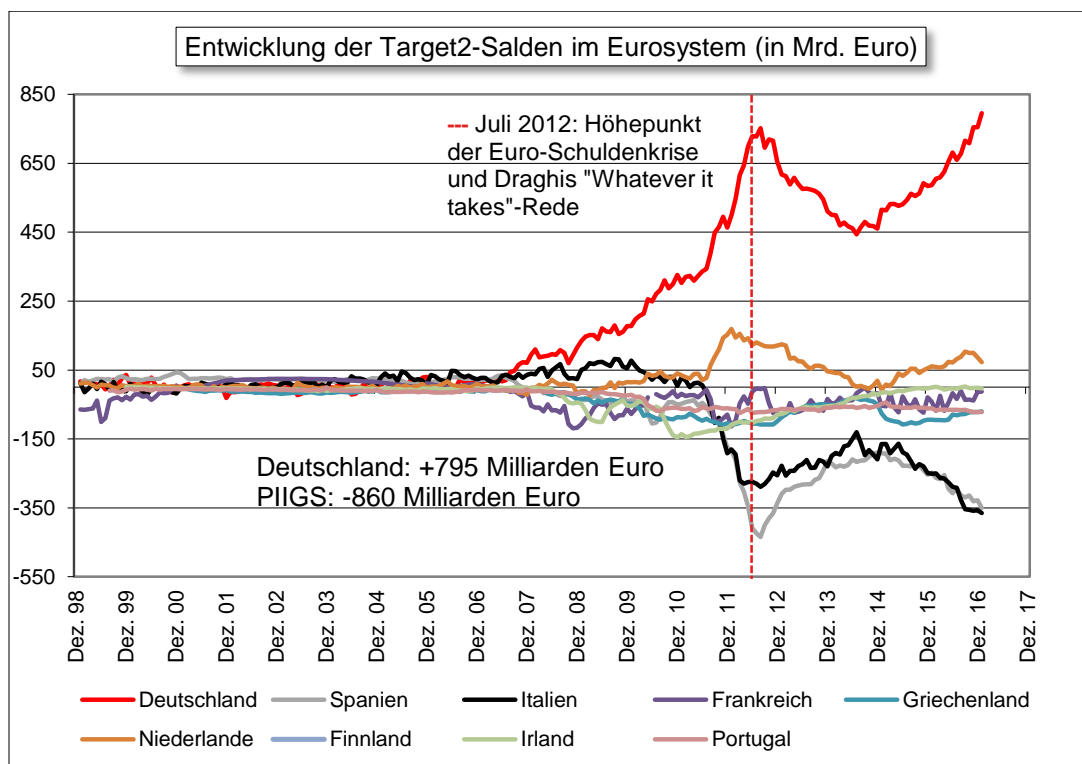
Wir empfehlen, Investitionen in türkische Anleihen oder Aktien zu meiden und bei Schwellenländerinvestments auf ein geringes Gewicht der Türkei zu achten. Die positiven ökonomischen Daten und die Erholung der Rohstoffpreise machen jedoch Schwellenländerinvestments insgesamt weiterhin attraktiv. Die Konjunkturdaten zeigen vor allem in den großen Volkswirtschaften China, Indien und Russland nach wie vor eine spürbare Expansion der wirtschaftlichen Aktivität an.

Wochenausblick für die Zeit vom 13. März bis 17. März 2017

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,2%	0,1%	0,7%	-0,6%	0,6%		14. März
D: Konsumentenpreise, y/y - final	0,8%	0,8%	1,7%	1,9%	2,2%		14. März
D: ZEW Konjunkturerwartungen	6,2	13,8	13,8	16,6	10,4	11,8	14. März
D: ZEW Lageeinschätzung	59,5	58,8	63,5	77,3	76,4	76,0	14. März
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,2%	1,5%	-1,6%	1,8%			14. März
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,0%	3,0%	1,8%	0,9%			14. März
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	0,5%	0,6%	1,1%	1,8%	2,0%		16. März
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%		16. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ungleichgewichte in der Eurozone nehmen weiter zu



Seit dem Sommer 2012, dem (vorläufigen) Höhepunkt der Euro-Schuldenkrise, sind die sogenannten Target2-Salden zu einem Maß für den „Krisenmodus“ in der Eurozone geworden. Denn über positive oder negative Werte kann indirekt eine Aussage über Kapitalzu- und -abflüsse in den Ländern der Eurozone getroffen werden. Seit Mitte 2014 laufen die Target2-Salden zwischen den Schuldner- und Gläubigerländern wieder stärker auseinander, zuletzt mit zunehmendem Tempo. Im Januar sind die Target2-Forderungen der Bundesbank auf ein Rekordhoch von 795 Mrd. Euro gewachsen, während die Schulden Italiens auf ein Rekordniveau von mehr als 365 Mrd. Euro gestiegen sind. Für diese Entwicklung gibt es zwei Gründe. Zum einen sorgen die vielen politischen Themen, wie der Brexit und die Wahlen in den Niederlanden, Frankreich, Deutschland und Italien mit Beteiligung Eurokritischer Parteien für zunehmende Unsicherheiten und einen zunehmenden Vertrauensverlust am Interbankenmarkt. Das zwingt die Peripherie-Staaten dazu, weitere Target2-Schulden

aufzubauen. Zum anderen wird aber auch das QE-Programm der EZB immer wieder als Grund für die immer weiter steigende Saldendifferenz genannt. Die Wahrheit liegt wahrscheinlich irgendwo in der Mitte. Zwar führt beispielsweise der relativ große italienische Bondmarkt mit vielen ausländischen Investoren – die ihre Konten oft bei der Deutschen Bundesbank haben – dazu, dass wenn die EZB die italienischen Papiere kauft, die Salden weiter auseinanderlaufen. Aber es bedeutet auch, dass in dem skizzierten Beispiel die ausländischen Investoren von ihrem Erlös keine neuen Peripherieanleihen kaufen, die im Vergleich zu Deutschen Staatsanleihen immer noch eine auskömmliche Rendite abwerfen. Das heißt zumindest unterbewusst wird das Thema Eurokrise 2.0 doch gespielt. Wir gehen daher davon aus, dass sollten die kurz bevorstehenden Wahlen in den Niederlanden und Frankreich gut ausgehen, auch die Target2-Salden wieder etwas hereinlaufen werden.

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	09.03.2017 15:13	23.02.2017 -1 Woche	01.02.2017 -1 Monat	01.12.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Dow Jones	20856	0,2%	4,9%	8,7%	5,5%
S&P 500	2363	0,0%	3,7%	7,8%	5,5%
Nasdaq	5904	1,2%	4,6%	12,4%	9,7%
DAX	11962	0,1%	2,6%	13,6%	4,2%
MDAX	23203	-1,7%	2,8%	12,4%	4,6%
TecDAX	1944	1,7%	5,1%	14,7%	7,3%
EuroStoxx 50	3395	1,8%	4,2%	12,0%	3,2%
Stoxx 50	3085	-0,2%	2,7%	9,3%	2,5%
SMI (Swiss Market Index)	8605	0,4%	3,3%	10,6%	4,7%
FTSE 100	7290	0,3%	2,6%	8,0%	2,1%
Nikkei 225	19394	0,1%	1,3%	4,8%	1,5%
Brasilien BOVESPA	64491	-4,4%	-0,5%	8,4%	7,1%
Russland RTS	1056	-7,8%	-9,5%	0,8%	-8,3%
Indien BSE 30	28929	0,1%	2,8%	8,9%	8,6%
China Shanghai Composite	3217	-1,1%	1,8%	-1,7%	3,6%
MSCI Welt (in €)	1835	-0,9%	4,0%	7,5%	4,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	935	-2,2%	4,1%	9,1%	7,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	159,97	-567	-164	-29	-418
Bobl-Future	131,69	-296	-121	35	-194
Schatz-Future	112,34	-31	10	0	5
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-2	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,23	3	2	3	0
3 Monats \$ Libor	1,09	4	6	15	9
Fed Funds Future, Dez 2017	1,21	7	10	18	0
10-jährige US Treasuries	2,58	19	10	12	13
10-jährige Bunds	0,42	18	-5	14	31
10-jährige Staatsanl. Japan	0,09	1	-1	6	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,05	21	4	5	15
US Treas 10Y Performance	568,95	-0,6%	0,2%	0,1%	-0,1%
Bund 10Y Performance	612,74	-0,5%	1,8%	1,5%	0,0%
REX Performance Index	484,19	-0,6%	0,5%	0,2%	-0,2%
IBoxx AA, €	0,68	7	-16	-10	0
IBoxx BBB, €	1,49	5	-16	-18	-1
ML US High Yield	5,99	-3	-25	-84	-47
JPM EMBI+, Index	797	-0,3%	1,7%	5,5%	3,2%
Wandelanleihen Exane 25	6985	-0,3%	1,5%	4,5%	1,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	429,79	0,4%	-0,7%	2,0%	2,2%
MG Base Metal Index	309,88	1,4%	2,8%	4,8%	10,8%
Rohöl Brent	52,53	-7,4%	-7,2%	-3,3%	-7,4%
Gold	1208,02	-3,3%	0,4%	3,4%	4,4%
Silber	18,43	1,7%	5,6%	11,6%	14,8%
Aluminium	1942,50	4,4%	7,3%	12,9%	14,0%
Kupfer	6003,00	2,7%	1,1%	3,7%	8,7%
Eisenerz	91,00	-3,7%	9,0%	17,4%	13,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1045	22,1%	33,0%	-12,6%	8,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0611	0,4%	-1,7%	-0,2%	0,7%
EUR/ GBP	0,8703	3,1%	2,3%	3,5%	2,0%
EUR/ JPY	121,79	2,1%	-0,4%	0,3%	-1,3%
EUR/ CHF	1,0746	0,8%	0,6%	-0,2%	0,1%
USD/ CNY	6,9070	0,5%	0,3%	0,3%	-0,7%
USD/ JPY	113,74	1,0%	0,4%	-0,3%	-2,7%
USD/ GBP	0,8203	2,9%	3,7%	3,5%	1,4%

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.