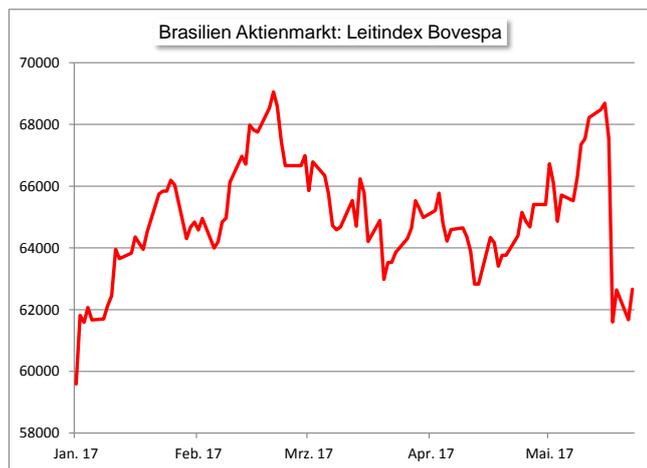


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Brasilien: Politisches Beben mitten in einer Phase der Hoffnung auf wirtschaftliche Erholung

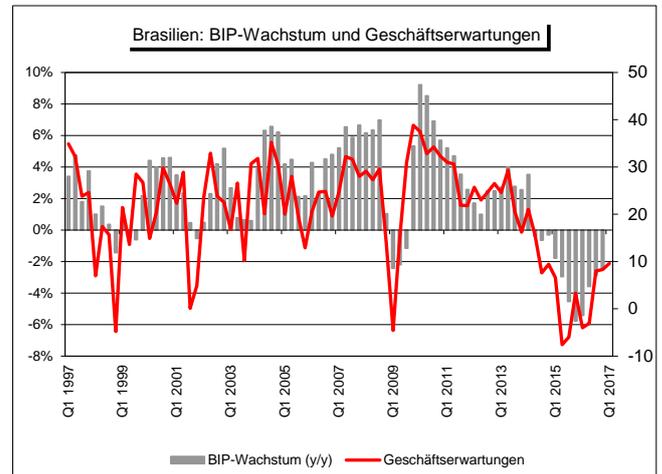
Mit einem Minus von 8,8% verzeichnete der brasilianische Aktienindex Bovespa am vergangenen Donnerstag den stärksten Tagesverlust seit der Finanzmarktkrise im Jahr 2008. Zeitweilig musste der Börsenhandel sogar ausgesetzt werden, da die Kursabschläge 10% überschritten. Eine nennenswerte Erholung blieb auch in den Folgetagen aus, obwohl die brasilianische Notenbank eine Liquiditätszufuhr zur Beruhigung der Märkte ankündigte. Verantwortlich für die gigantische Kapitalvernichtung ist eigentlich einer, der als große Hoffnung der Wirtschaft galt. Doch Präsident Michel Temer sah sich am vergangenen Donnerstag plötzlich mit Korruptionsvorwürfen konfrontiert, nachdem ein Gespräch von ihm abgehört worden war und an die Presse gelangte. Aus diesem Gespräch heraus lässt sich eine Einwilligung Temers zu Schweigegeldzahlungen an einen inhaftierten Parteifreund heraushören.



In der sozial-liberalen Koalition hatte sich Temer vorgenommen, innerhalb von zwei Jahren das korrupte und verkrustete politische und staatliche System aufzubrechen. Entlassungen, Privatisierung und eine Liberalisierung des Arbeitsmarkts sind nur einige Beispiele von seinen vielen Vorhaben, die brasilianische Wirtschaft aus einer tiefen Rezession herauszuführen. Doch ob daraus noch etwas wird, ist mehr als unwahrscheinlich. Zwar kämpft Temer um sein Amt, zumal es offensichtlich Manipulationen an der belastenden Aufzeichnung gab und seine Aussagen aus dem Kontext gerissen wurden. Doch ist seine Glaubwürdigkeit wohl so beschädigt, dass seine geplanten großen politischen Vorhaben mit harten Einschnitten für Teile der Bevölkerung nicht mehr durchzusetzen sind.

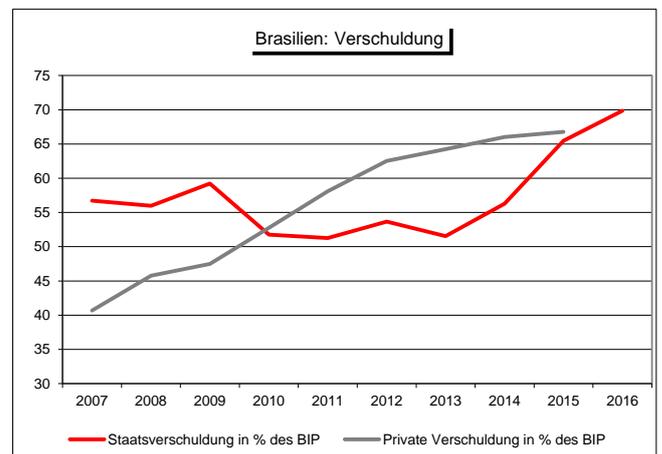
Dabei begann die wirtschaftliche Erholung der neuntgrößten Volkswirtschaft der Welt langsam Fahrt aufzunehmen. Der Einkaufsmanagerindex hatte sich seit seinem Amtsbeginn am 22. Mai 2016 von seinem Tief bei 43,4 Punkten auf 49,6 Punkte deutlich erholt und damit fast die 50-Punkte-Marke erreicht, ab der die brasilianische Wirtschaft wieder ein spürbar positives Wachstum verzeichnen würde. Der OECD-Frühindikator für Brasilien hatte sich sogar seit 20 Monaten verbessert, was wiederum ein Beleg dafür sein

kann, dass die wirtschaftliche Wende nicht allein Temer und seiner Regierung zu verdanken ist. Der Zusammenhang eines brasilianischen Frühindikators mit dem BIP-Wachstum zeigt jedoch, dass das jüngst erreichte Stimmungsniveau noch nicht ausreicht, um das Ende der Rezession zu proklamieren.



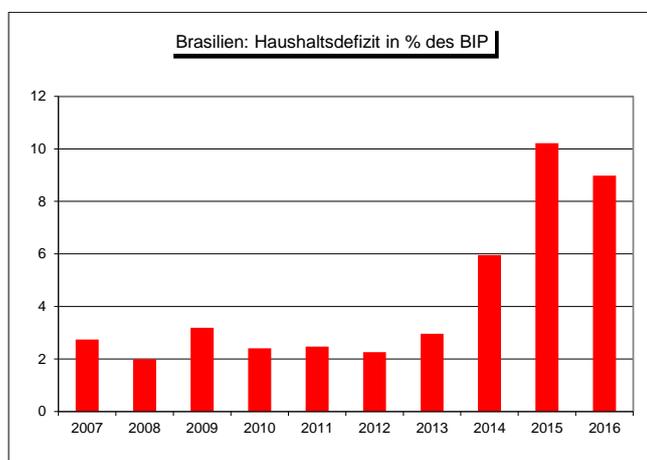
Die zukünftigen Perspektiven lassen sich am besten dadurch einschätzen, indem man die Ursachen der Rezession analysiert. Der offensichtlichste Grund ist die schwache Rohstoffpreisentwicklung. So sind die fünf wichtigsten Exportgüter Brasiliens alles Rohstoffe (Sojabohnen, Eisenerz, Erdöl, Zucker und Fleisch). Allerdings sind nicht bei all diesen Rohstoffen die Preise deutlich zurückgegangen. Außerdem hat Brasilien seinen Markt durch vergleichsweise hohe Zölle (hier belegt Brasilien einen der letzten Plätze weltweit) stark abgeschottet und gehört mit einer Exportquote inkl. Dienstleistungen von 12,5% zu einem der am wenigsten handelsoffenen Länder weltweit. Zum Vergleich hat Deutschland eine Exportquote von 46%. Daher taugen die gesunkenen Rohstoffpreise weder als Hauptgrund für den wirtschaftlichen Abschwung noch als alleiniger Hoffnungsträger für einen Aufschwung.

Vielmehr sind die Probleme im Binnenmarkt zu suchen. Der wesentliche Teil des brasilianischen Wirtschaftswunders der 2000er Jahre wurde nicht durch Produktivitätsfortschritte, sondern durch eine Kreditexpansion erzeugt.

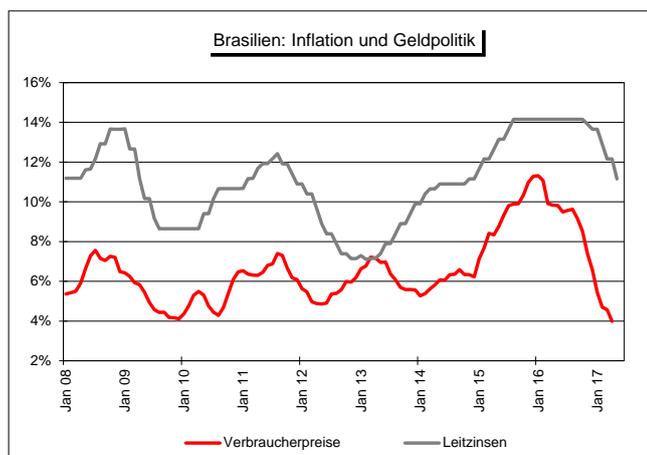


Eine Liberalisierung der Kreditvergabe und ein allgemein erleichterter Zugang zu Kapital führten zu einer deutlichen Ausweitung der privaten Verschuldung. Allein vom Jahr 2003 bis zum Jahr 2014 erhöhte sich die Verschuldung der Unternehmen und privaten Haushalte von knapp 28% auf über 64% des Bruttoinlandsprodukts.

Als diese Kreditexpansion ausgereizt war, begann das Wirtschaftswachstum nachzulassen. Die Regierung unter Präsidentin Dilma Roussef reagierte mit einem massiven staatlichen Stützungsprogramm. Doch die höheren Staatsausgaben und Subventionen führten alsbald zu zwei negativen Begleiterscheinungen. Zum einen stieg das Niveau der Staatsverschuldung von rund 52% des Bruttoinlandsprodukts auf beinahe 70% massiv an und erreichte damit ein für ein Schwellenland nicht mehr nachhaltiges Niveau. Das Haushaltsdefizit überschritt zudem im Jahr 2015 die Marke von 10% des BIP. Die notwendigen Sparmaßnahmen zur Reduktion des Defizits bremsten die Wirtschaft endgültig.



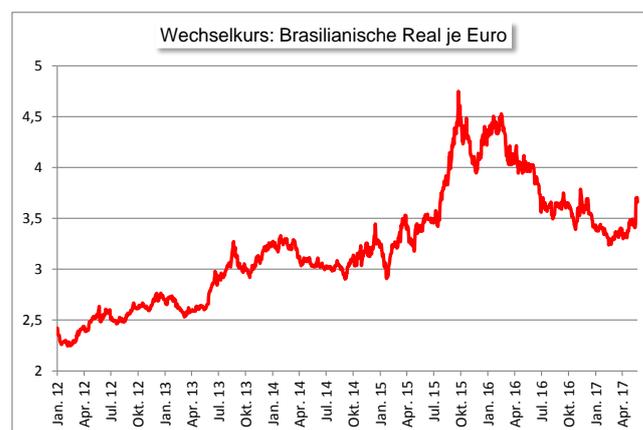
Zum anderen begann die Inflationsrate Anfang 2015 durch die Überhitzung der Wirtschaft stark anzuziehen. Daraufhin sah sich die brasilianische Notenbank gezwungen, die ohnehin schon hohen Leitzinsen weiter anzuheben, was die Wirtschaftsdynamik zusätzlich abwürgte.



Ein großes Wachstumshemmnis Brasiliens bleibt das schwache Bildungssystem. Gemäß der Pisa-Studie erreichen brasilianische Schüler sowohl in den naturwissenschaftlichen Fächern als auch in Mathematik und Lesen nur hintere Plätze. Eine signifikante Verbesserung ist ebenfalls nicht erkennbar. Hierdurch unterscheidet sich Brasilien von

den drei anderen BRIC-Staaten. Selbst innerhalb der latein-amerikanischen Staaten erreicht Brasilien nur unterdurchschnittliche Werte. Belastend auf die Schulqualität wirkt zum Beispiel, dass knapp 44% der Schüler neben der Schule noch arbeiten, eine der höchsten Quoten weltweit. Entsprechend schwach ist das Produktivitätswachstum und der technologische Fortschritt im Land ausgeprägt. Brasilien ist daher auch keineswegs vergleichbar mit China. Die langfristigen Wachstumsaussichten sind als eher mäßig einzustufen, falls sich die Politik in Bezug auf Bildungs- und Infrastrukturinvestitionen nicht grundlegend wandelt.

Für die nahe Zukunft liegt jedoch in der rezessionsbedingt rückgängigen Inflationsrate eine große Chance einer wirtschaftlichen Erholung, da die Zentralbank Freiräume für Zinssenkungen erhält. Schon zuletzt konnten die Leitzinsen um drei Prozentpunkte reduziert werden. Viel hängt hierbei jedoch an der Glaubwürdigkeit der Stabilisierungspolitik der Regierung. Denn ein Regierungswechsel könnte dazu führen, dass die Haushaltsdisziplin wieder in Frage gestellt wird und dass der Brasilianische Real erneut abstürzt. Die Folge wäre ein Wiederanstieg der Inflation.



Ein politisch geschwächter Präsident Temer wäre jedoch auch keine positive Perspektive. Denn dann wären notwendige Reformen kaum realisierbar. So stockte zuletzt bereits die Reform des Sozialversicherungssystems. S&P kündigte entsprechend eine Ratingherabstufung von BB in ein noch tieferes Ramschniveau an, falls sich die politischen Unruhen nicht legen sollten.

Die ungeklärte Situation ist für den Kapitalmarkt besonders ungünstig. Solange ein Rücktritt Temers mit einem Bruch der bestehenden Koalition im Raum steht, wird es nicht zu einer Markterholung kommen. Dagegen wäre eine Klärung der Lage, selbst wenn es zu Neuwahlen käme, wohl ein Befreiungsschlag. Denn der kurzfristige Erholungstrend der Wirtschaft dürfte sich auch ohne handlungsfähige Regierung zunächst fortsetzen und somit schon für Kurspotenzial bei brasilianischen Aktien und Anleihen sorgen.

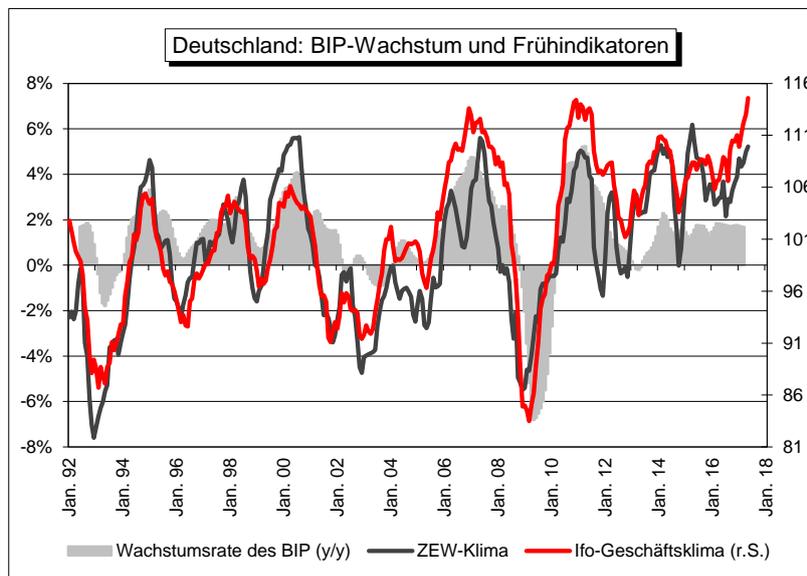
Mutige Investoren kaufen daher schon heute brasilianische Aktien und Staatsanleihen, während vorsichtigere Anleger zunächst abwarten, bis Temer zurücktritt oder durch eine neue Analyse des Aufzeichnungsbandes entlastet wird. Insgesamt bietet der politische Skandal jedoch eine Kaufgelegenheit für brasilianische Wertpapiere. Ein langfristiges Investment ist dies aufgrund der strukturellen Schwächen der Volkswirtschaft jedoch nicht.

Wochenausblick für die Zeit vom 29. Mai bis 2. Juni 2017

	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Veröffentlichung
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,7%	-0,6%	0,6%	0,2%	0,0%	0,2%	30. Mai
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,7%	1,9%	2,2%	1,6%	2,0%	1,9%	30. Mai
D: vorl. Kerninflationsrate, y/y	1,5%	1,2%	1,3%	1,1%	1,6%	1,4%	30. Mai
D: Importpreise, m/m	1,9%	0,9%	0,7%	-0,5%	0,2%		31. Mai
D: Importpreise, y/y	3,5%	6,0%	7,4%	6,1%	6,4%		31. Mai
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,5%	-1,0%	1,1%	0,1%	0,4%		31. Mai
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-20	-27	-16	-29	-15	-10	31. Mai
D: Arbeitslosenquote	6,0	5,9	5,9	5,8	5,8	5,7%	31. Mai
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	55,6	56,4	56,8	58,3	58,2	59,4	1. Juni
E-19: M3, y/y	5,0%	4,8%	4,7%	5,4%	4,9%		29. Mai
E-19: Geschäftsklima	0,77	0,76	0,82	0,83	1,09	1,11	30. Mai
E-19: Wirtschaftsvertrauen	107,8	108	108	108	109,6	110,0	30. Mai
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,1	-4,8	-6,2	-5	-3,6	-3,3	30. Mai
E-19: Industrier vertrauen	0	0,8	1,3	1,3	2,6	2,8	30. Mai
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,1%	1,8%	2,0%	1,5%	1,9%	1,6%	31. Mai
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%	1,2%	1,2%	31. Mai
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	9,6	9,6	9,5	9,5	9,4%		31. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. , final	54,9	55,2	55,4	56,2	56,7	57,0	1. Juni
E-19: Produzentenpreise m/m	0,8%	1,1%	0,0%	-0,3%	0,3%		2. Juni
E-19: Produzentenpreise y/y	1,6%	3,9%	4,5%	3,9%	4,6%		2. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Kann es noch besser werden?



Die deutsche Wirtschaft zeigt sich weiter in blendender Verfassung. Die am Montag veröffentlichten Details zum Wirtschaftswachstum im ersten Quartal sprechen hier eine eindeutige Sprache: Im Vergleich zum letzten Quartal 2016 konnte die Wirtschaft 0,6% zulegen – saison- und kalenderbereinigt im Jahresvergleich 1,7%. Dabei ist die Verteilung des Wachstums deutlich ausgewogener geworden. Während der private und staatliche Konsum etwas an Bedeutung verloren, konnten die Investitionen der Unternehmen und der Außenhandel im ersten Quartal einen deutlich höheren Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten. Auch für das zweite Quartal könnten die Rahmenbedingungen besser nicht sein: Der ifo-Index kletterte gestern auf den höchste Stand seit Beginn der Daten-

erhebung im Jahr 1991, das heute veröffentlichte GfK-Verbrauchervertrauen ist auf den höchsten Stand seit fast 16 Jahren geklettert und auch die Erstschätzungen für die Einkaufsmangerindizes konnten sich noch einmal verbessern. Das Problem dieser insgesamt sehr guten Zahlen ist natürlich, dass bei vielen ganz natürlich die Frage aufkommt, ob es denn überhaupt noch besser werden kann. Wir denken schon. Das deutsche Wirtschaftswachstum gewinnt zunehmend an Breite und die Frühindikatoren signalisieren, dass sowohl die Unternehmen als auch die Verbraucher nicht nur die aktuelle Lage, sondern auch die kommenden sechs Monate sehr positiv beurteilen. Das sollte sich wiederum auch in positiven realwirtschaftlichen Zahlen widerspiegeln.

	Stand	Veränderung zum			
	24.05.2017 16:28	04.05.2017 -1 Woche	10.04.2017 -1 Monat	10.02.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20976	0,1%	1,5%	3,5%	6,1%
S&P 500	2400	0,4%	1,8%	3,6%	7,2%
Nasdaq	6129	0,9%	4,2%	6,9%	13,9%
DAX	12639	-0,1%	3,6%	8,3%	10,1%
MDAX	25042	0,1%	3,5%	8,7%	12,9%
TecDAX	2247	4,9%	9,2%	20,1%	24,0%
EuroStoxx 50	3589	-1,1%	3,1%	9,7%	9,1%
Stoxx 50	3239	0,4%	2,5%	6,6%	7,6%
SMI (Swiss Market Index)	9041	0,7%	4,9%	6,9%	10,0%
FTSE 100	7511	3,6%	2,2%	3,5%	5,1%
Nikkei 225	19900	2,3%	5,9%	2,7%	4,1%
Brasilien BOVESPA	63406	-2,2%	-1,9%	-4,1%	5,3%
Russland RTS	1087	0,6%	0,3%	-6,6%	-5,6%
Indien BSE 30	30302	0,6%	2,5%	6,9%	13,8%
China Shanghai Composite	3064	-2,0%	-6,3%	-4,2%	-1,3%
MSCI Welt (in €)	1907	-1,3%	-2,4%	-0,2%	2,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1004	0,1%	-0,9%	2,6%	9,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	160,90	0	-209	-301	-325
Bobl-Future	131,61	9	-94	-219	-202
Schatz-Future	112,15	-4	-32	-26	-15
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,29	2	0	-5	0
3 Monats \$ Libor	1,18	0	3	14	18
Fed Funds Future, Dez 2017	1,29	4	5	19	0
10-jährige US Treasuries	2,28	-7	-8	-14	-16
10-jährige Bunds	0,40	1	19	8	30
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	3	0	-4	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,12	-4	12	8	8
US Treas 10Y Performance	572,11	-0,5%	-0,3%	0,3%	0,5%
Bund 10Y Performance	605,59	-0,2%	-1,9%	-0,8%	-1,2%
REX Performance Index	482,25	-0,1%	-0,8%	-0,6%	-0,6%
IBOXX AA, €	0,75	1	12	4	7
IBOXX BBB, €	1,38	-2	-2	-17	-12
ML US High Yield	6,09	-2	-6	-8	-37
JPM EMBI+, Index	816	0,0%	1,3%	2,5%	5,6%
Wandelanleihen Exane 25	7223	-0,3%	2,2%	4,5%	4,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	406,23	0,7%	-2,7%	-6,1%	-3,4%
MG Base Metal Index	287,46	-0,5%	-3,9%	-5,2%	2,7%
Rohöl Brent	54,25	10,4%	-3,0%	-4,6%	-4,3%
Gold	1253,31	1,9%	0,1%	1,8%	8,3%
Silber	16,22	-0,2%	-9,5%	-9,8%	1,1%
Aluminium	1859,50	-2,5%	-2,7%	-0,4%	9,1%
Kupfer	5475,25	-0,8%	-4,2%	-10,0%	-0,9%
Eisenerz	60,00	-5,5%	-18,4%	-30,2%	-25,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	949	-5,5%	-22,9%	35,2%	-1,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1192	2,4%	5,8%	5,3%	6,2%
EUR/ GBP	0,8640	1,9%	1,3%	1,5%	1,2%
EUR/ JPY	125,25	1,6%	6,4%	3,8%	1,5%
EUR/ CHF	1,0919	0,7%	2,2%	2,3%	1,7%
USD/ CNY	6,8887	-0,1%	-0,2%	0,1%	-0,9%
USD/ JPY	114,29	1,6%	3,0%	0,9%	-2,2%
USD/ GBP	0,7720	-0,3%	-4,1%	-3,6%	-4,6%

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.