

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

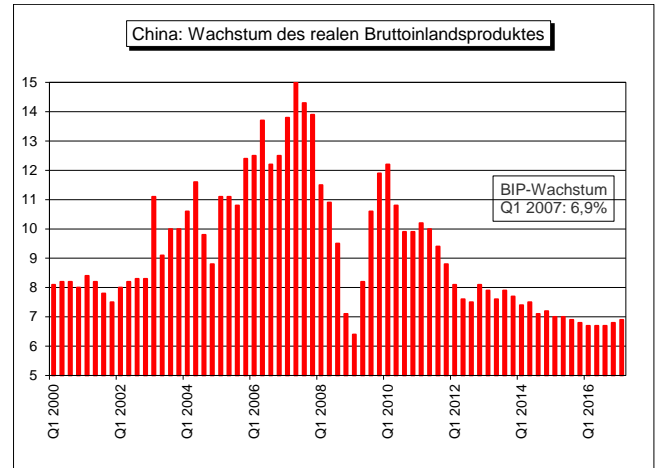
China zwischen Trump und der zunehmenden Erkenntnis der eigenen Möglichkeiten!

Gemäß der chinesischen Astrologie steht das laufende Jahr im Zeichen des Feuer-Hahns. Auch wenn dem geneigten mitteleuropäischen Leser beim Nachdenken über einen feurigen Gockel negative Assoziationen näher liegen, gehen chinesische Analysten mit Blick auf die Auswirkungen für Konjunktur und Börse mit einem „Hahnjahr“ eher positiv um. Sie erwarten eine Zeit der Initiative und des persönlichen Einsatzes, der Gewissenhaftigkeit, die am Ende belohnt wird. Ein Jahr konzentrierter Arbeit und Modernisierung mit guten Gelegenheiten für Projekte aller Art.

Unter einem solchen Sternzeichen lässt sich wahrscheinlich auch besser mit unberechenbaren amerikanischen Präsidenten verhandeln, von Gockel zu Gockel, ohne den Wurm aus dem Blick zu verlieren. Nach dem Getöse im US-Wahlkampf und der betonten Zurückhaltung des offiziellen Chinas gegenüber den Attacken seitens Trumps kommt man mit Blick auf die letzten Wochen nicht umhin, Erkenntnisgewinne bei Donald Trumps Einschätzung der Rolle Chinas festzustellen. Keine Rede mehr von Währungsmanipulationen, dafür aber eine „bedeutende Rolle bei der Lösung des Nordkorea-Problems“. Das Leistungsbilanzdefizit gegenüber dem Reich der Mitte? Kein Thema wenn es nur gelingt, den Enkel des großen Führers in Pjôngjang zu bändigen. Das hörte sich im Februar noch ganz anders an!

Neben vielen weltpolitischen Themen, für deren Lösung China mit seinem Sitz im Weltsicherheitsrat mehr und mehr an Bedeutung gewinnt, dürfte auch die besser als erwartet verlaufende konjunkturelle Erholung Ursache gesteigerter amerikanischer Aufmerksamkeit sein. Partei und Regierung haben im laufenden 13. Fünfjahrplan erst kürzlich zur alljährlichen Konsultativkonferenz in die große Halle des Volkes eingeladen und den Stand der Bemühungen zur Transformation des Landes diskutiert. Knapp 3000 Delegierte und rund 2000 sogenannte Berater haben Bilanz gezogen und die nächsten Schritte beschlossen. Neben der rituellen Beweihräucherung der führenden Rolle der Partei und ihrer Führungsfiguren war dort Erstaunliches zu hören. So wurde die Öffnung des Landes für Investoren aus aller Welt proklamiert und ein Gegenentwurf zum drohenden Protektionismus à la Trump versprochen. Die Administration unterstrich die Bedeutung des wirtschaftlichen Wachstums und gab sich ungewohnt liberal. Das hat ganz pragmatische Gründe: Zunehmend erlangt die Führung des Landes ihre Legitimation über anhaltende Wohlstandsgewinne, die sich im Dunstkreis von staatlicher Planung und Lenkung einerseits, aber auch wachsender marktwirtschaftlicher Elemente andererseits entwickeln. Die stimulierende Wirkung von Wettbewerb und Unternehmergeist haben die chinesischen Kommunisten längst erkannt. Nun fordern sie selbst ihre bisher in geschützten Biotopen agierenden Staatsunternehmen zu stärkeren Anstrengungen in dieser Hinsicht auf. Deren Innovationskraft und Wettbewerbsfähigkeit soll durch eine zunehmende Öffnung, aber auch

durch schmerzhaft Anpassungen andererseits gestärkt werden.



Die Reformen innerhalb der letzten Jahre haben bereits Erstaunliches und vielfach nicht Beachtetes geschaffen. So ist die Wirtschaftsleistung pro Kopf seit dem Jahr 2000 um den Faktor fünf gestiegen. Moderne Hochgeschwindigkeitszüge verkehren auf einem wachsenden Netz von mehr als 20.000 Kilometern und der Ausbau des Autobahnsystems geht nach der Freigabe von 130.000 km unvermindert weiter. Aktuell wird jedes vierte Automobil der Erde im Reich der Mitte produziert, viele davon auch dort verkauft. Die Einordnung als Entwicklungsland wird der Volksrepublik schon lange nicht mehr gerecht. Zu stark war die Entwicklung der Einkommen und der Kaufkraft nach Jahren der Fokussierung auf die Stärkung der Binnennachfrage. Diese Entwicklung hat ganz im Sinne der führenden Kräfte für relative Ruhe im Lande gesorgt und das Modell insgesamt zunächst nicht in Frage gestellt. Auf dem erreichten Niveau stößt die Methode jedoch zunehmend an ihre Grenzen. Als Werkbank der Welt und Produzent billiger Massenware wird China auf Dauer nicht seine ehrgeizigen Ziele für die Entwicklung des Wohlstandes der eigenen Bevölkerung erfüllen können. Die Wirtschaft insgesamt muss in den Zukunftsbranchen zulegen, globaler aufgestellt werden und innovative Produkte entwickeln.

Dies lässt bereits heute in Japan, Westeuropa und den USA die Alarmglocken läuten, da China mit einem Füllhorn staatlicher Mittel Industriepolitik betreibt und den Wettbewerb verzerrt. Mehr noch, ausländische Anbieter werden diskriminiert, der Patentschutz untergraben und gezielt weltweit Aufkäufe und Beteiligungen getätigt, um schneller voran zu kommen. Der laufende Fünfjahrplan richtet den Fokus in diesem Sinne auf zehn sogenannte Zukunftssektoren. In allen diesen Bereichen sollen globale Marktführer chinesischer Prägung entstehen und im Wettbewerb der nächsten Jahrzehnte dominante Stellungen einnehmen. Neben den wenig modern anmutenden Branchen Eisenbahnbau, Schiffbau und Agrartechnik gehören zu den ausgewählten Zweigen die Automobiltechnik, Raumfahrt und Flugzeugtechnologie, Biotechnologie und Medizintechnik aber auch Roboter- und Automatisierungstechnologien.

Dabei soll ein zunehmender Anteil der Produkte und Dienstleistungen bis 2025 in China produziert werden.

Im Umkehrschluss bedeutet dies für ausländische Unternehmen, die sich einen Marktzugang in China erkämpfen wollen, immer höhere Hürden, die oftmals nur durch Technologietransfers überwunden werden können. Ausländische Firmen fühlen sich deshalb von Jahr zu Jahr weniger willkommen im bevölkerungsreichsten Land der Welt. Vielleicht ist China bisher auch deshalb so gelassen mit den Vorhaltungen des neuen amerikanischen Präsidenten und seinen protektionistischen Drohungen umgegangen, weil es selbst zunehmend protektionistisch unterwegs ist. Inoffiziell gilt schon lange die Devise, Importe durch inländische Angebote zu verdrängen. Die ehemals eingeladenen Anbieter von Hochgeschwindigkeitszügen aus Europa und Japan können ein Lied davon singen, wie schnell der Technologietransfer abläuft und am Ende zu einer nahezu vollständigen Verdrängung aus dem Markt führt. Andere dürften folgen.

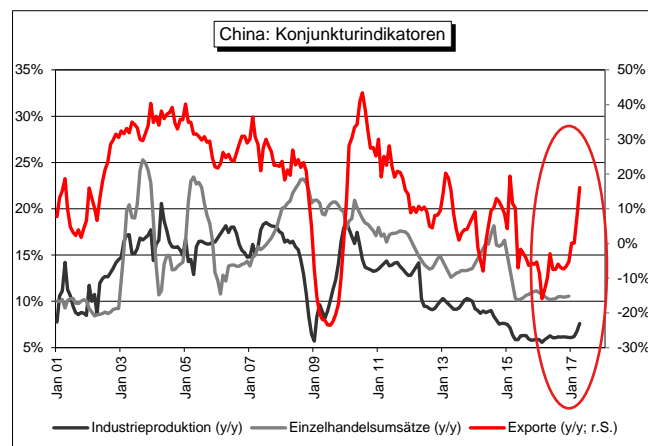
Nun sollten die Industrieländer und ihre aktuellen Weltmarktchampions angesichts von Parteiprogrammen nicht in Angst und Ehrfurcht erstarren. Ein Blick in die Historie der Weltwirtschaft zeigt, dass die von China propagierte Politik der Importsubstitution nur in seltenen Fällen zu innovativen Unternehmen geführt hat. Planwirtschaft sorgt stattdessen regelmäßig für unnötige Kapazitäten, Verschwendung und Vetternwirtschaft. Deshalb ist Einigkeit im Rahmen der internationalen Organisationen eine gute Basis dafür Xi Jinping, den Generalsekretär der Kommunistischen Partei, beim Wort zu nehmen, wenn er sich auf dem letzten World Economic Forum für ein offenes und multilaterales Wirtschaftssystem ausspricht.

Was kann man im gegenwärtig herausfordernden Umfeld für Wachstum in China erwarten und welche Chancen und Risiken bieten Anlagen im Reich der Mitte? Neben dem Zweifel an der Richtigkeit und Vergleichbarkeit von makroökonomischen Kennziffern werden auch von renommierten Adressen immer wieder handwerkliche Fehler bei der Beurteilung der Lage Chinas wiederholt. So kann man die höhere Staatsverschuldung dort natürlich nicht wie in den freien Volkswirtschaften mit der Privatverschuldung kombinieren. Die Gelder fließen in staatliche Unternehmen und nicht an die Privatwirtschaft. Darüber hinaus hat China immer noch ein mehr als drei mal so hohes Wachstum wie die Vereinigten Staaten und die von der Lage der Weltwirtschaft immer unabhängiger werdende Entwicklung des Binnenmarktes gewinnt zunehmend an Konturen.

In den vergangenen zehn Jahren haben sich in China die Durchschnittsgehälter real verdreifacht, während sie in den USA seit Anfang der 90er Jahre stagnieren. Die Sparquote liegt traditionell auf einem deutlich höheren Niveau verglichen mit den entwickelten Staaten. Trotz eines unzweifelhaft höheren Kreditwachstums und einer Vielzahl von ungelösten Problemen im Finanz- und Immobiliensektor kann sich China also die höhere Verschuldung eher leisten als viele der Industrieländer die naserümpfend mit dem Finger auf die kommende Supermacht zeigen. Deshalb konnten auch die zwischenzeitlich rigideren Kreditvergabe-richtlinien wieder gelockert werden. Da inzwischen in

China viel Liquidität nach profitabler Anlage sucht und die inländischen Alternativen oft als weniger attraktiv eingeschätzt werden, ist bereits viel Geld ins Ausland geflossen. Diese Kapitalexporte dürften der wahre Grund für die Schwäche der chinesischen Währung und die Abnahme der Devisenreserven sein. Am Immobilienmarkt scheint nun das Schlimmste ausgestanden und die Aktienmärkte stabilisierten sich seit einigen Monaten. Die Zuspitzung des Nordkorea-Konfliktes hat in den letzten Tagen allerdings zu Rückschlägen geführt.

Frühindikatoren wie das Eisenbahnfrachtvolumen, die Elektrizitäts- und Stahlproduktion legen zu und können als positive Vorboten wirtschaftlicher Prosperität gewertet werden. Die Einkaufsmanagerindizes und der OECD-Frühindikator signalisieren ebenfalls konjunkturellen Rückenwind. Das robuste Gewinnwachstum der Unternehmen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, korrespondiert mit einer vergleichsweise günstigen Bewertung sowohl im Vergleich mit der eigenen Historie als auch im Vergleich mit alternativen Anlageregionen.



Das Land profitiert erkennbar vom Aufschwung der angrenzenden asiatischen Volkswirtschaften und steigerte seine Exporte im 1. Quartal um mehr als 8%. Die Importe stiegen sogar noch stärker, alleine Japans Ausfuhr Richtung China kletterte um 28%. Das produzierende Gewerbe legte mit einem Plus von 6,5% im ersten Quartal das stärkste Wachstum seit Ende 2014 vor. Neben der Industrie überraschte dabei auch das Wachstum des Groß- und Einzelhandels. Das BIP-Wachstum blieb mit einem Plus von 6,9% am oberen Rand der Erwartungen und wird immer stärker auch vom Konsum und den Dienstleistungen für die eigene Bevölkerung getrieben. Das kann man immer stärker auch im Ausland konstatieren. Inzwischen überschwemmen kaufkräftige chinesische Touristen Tokio und andere asiatische Metropolen. Wer seinen Umsatz steigern will, sorgt dort für sprachkundiges Personal. Kurz- bis mittelfristig überwiegen also nach wie vor die Chancen auch für die Aktieninvestoren. Allerdings sollte diese Einschätzung bis zum Beginn des „Jahres des Hundes“ am 18. Februar 2018 immer wieder überprüft werden. Neben vielen guten Eigenschaften wird diesem Tierkreiszeichen auch ein hohes Maß an Pessimismus und Ängstlichkeit nachgesagt. Nichts was man an der Börse gebrauchen kann.

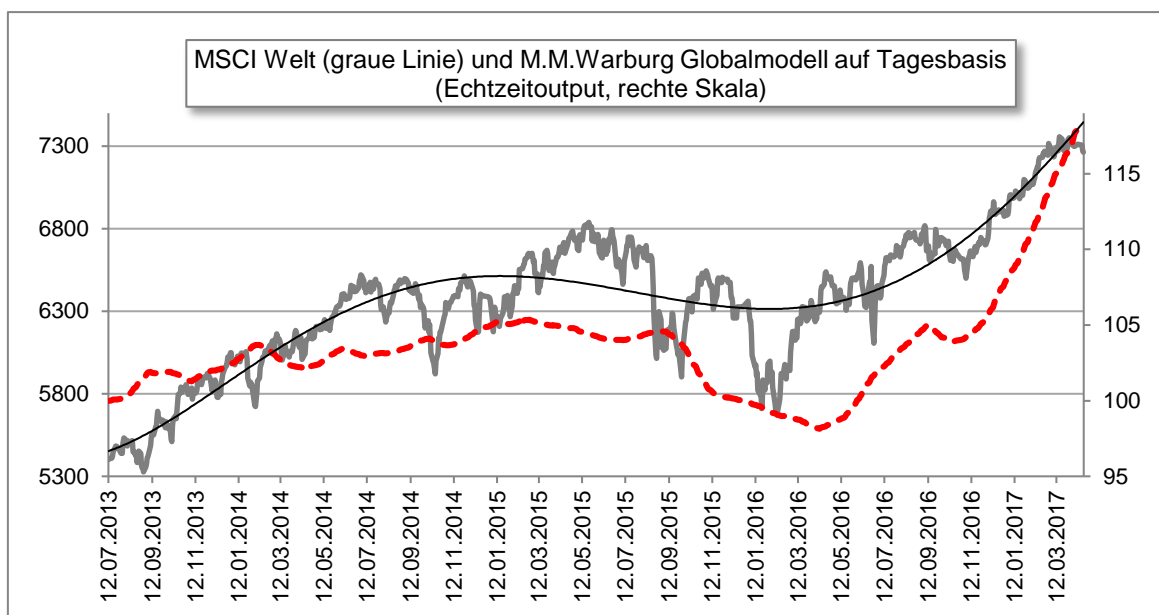
Dr. Frank Geilfuß, Bankhaus Löffelbecker

Wochenausblick für die Zeit vom 24. April bis 28. April 2017

	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	111,0	109,9	111,1	112,3	112,0		24. April
D: Ifo-Geschäftserwartungen	105,6	103,2	104,2	105,7	105,2		24. April
D: Ifo-Lageeinschätzung	116,8	117	118,4	119,3	119,0		24. April
D: GfK Konsumklima	9,8	9,9	10,2	10,0	9,8	10,0	27. April
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,7%	-0,6%	0,6%	0,2%	0,2%		27. April
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,7%	1,9%	2,2%	1,6%	2,2%		27. April
D: vorl. Kerninflationsrate, y/y	1,5%	1,2%	1,3%	1,1%	1,2%		27. April
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,6%	-1,0%	1,8%	0,5%			28. April
E-19: Geschäftsklima	0,77	0,76	0,82	0,82	0,80		27. April
E-19: Wirtschaftsvertrauen	107,8	107,9	108	107,9	107,5		27. April
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,1	-4,8	-6,2	-5,0	-3,8		27. April
E-19: Industrier vertrauen	0	0,8	1,3	1,2	1,1		27. April
E-19: M3, y/y	5,0%	4,8%	4,7%	4,9%			28. April
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,1%	1,8%	2,0%	1,5%	1,8%		28. April
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%	0,9%		28. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Und die fundamentalen Daten bestimmen doch die Märkte!



„Und sie dreht sich doch“ waren angeblich die gemurmelten Worte von Galileo Galilei, als er das Inquisitionsgericht verlies, in dem er dem kopernikanischen Weltbild abschwören musste. Egal ob die Geschichte nun stimmt oder nicht – manchmal möchte man als Volkswirt in der heutigen Zeit diesen Satz abwandeln und ausrufen: „Und die fundamentalen Daten bestimmen doch die Märkte!“ Denn genau dieser Sachverhalt wurde in den letzten Jahren zunehmend von vielen Marktteilnehmern bestritten, da temporär viele politische Ereignisse und geldpolitische Entscheidungen den Verlauf der Märkte zu dominieren schienen. Trotzdem können wir auch mit Blick auf die letzten Jahre schon fast „beweisen“, dass sich die Märkte zu keinem Zeitpunkt massiv von Fundamentaldaten entfernt haben. Um dies zu zeigen, haben wir im

Chart der Woche sowohl den MSCI Welt (und damit den globalen Aktienmarkt) als auch unseren globalen Konjunkturindex aufgeführt. Bei dem Konjunkturindex handelt es sich nicht um eine zurückgerechnete Zeitreihe, die im Nachhinein optimiert wurde, sondern um den täglichen, historischen Echtzeitoutput unseres Modells. Man kann sehr gut erkennen, dass die generelle Richtung des Aktienmarktes der generellen Richtung der wirtschaftlichen Entwicklung folgt. Natürlich gibt es immer wieder Übertreibungen, Verwerfungen und abwegige, im Nachhinein offensichtlich ineffiziente Reaktionen von Märkten auf Ereignisse ohne fundamentalen Hintergrund. Eine ernsthafte Entkopplung von Fundamentaldaten hat aber zu keinem Zeitpunkt stattgefunden.

	Stand	Veränderung zum			
	20.04.2017 17:15	05.04.2017 -1 Woche	10.03.2017 -1 Monat	11.01.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20487	-0,8%	-2,0%	2,7%	3,7%
S&P 500	2347	-0,3%	-1,1%	3,1%	4,8%
Nasdaq	5867	0,0%	0,1%	5,4%	9,0%
DAX	12035	-1,5%	0,6%	3,3%	4,8%
MDAX	24030	0,1%	3,0%	7,4%	8,3%
TecDAX	2016	-1,3%	2,4%	9,1%	11,3%
EuroStoxx 50	3448	-0,7%	0,9%	4,2%	4,8%
Stoxx 50	3117	-1,3%	0,5%	2,4%	3,5%
SMI (Swiss Market Index)	8560	-0,9%	-1,3%	1,6%	4,1%
FTSE 100	7119	-2,9%	-3,0%	-2,3%	-0,3%
Nikkei 225	18748	-0,6%	-4,4%	-3,2%	-1,9%
Brasilien BOVESPA	63885	-1,4%	-1,2%	2,3%	6,1%
Russland RTS	1079	-6,4%	2,2%	-6,6%	-6,4%
Indien BSE 30	29422	-1,8%	1,6%	8,4%	10,5%
China Shanghai Composite	3173	-3,0%	-1,3%	1,1%	2,2%
MSCI Welt (in €)	1835	-1,4%	-2,0%	0,7%	2,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	953	-2,5%	1,4%	4,9%	8,2%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,76	36	375	-72	-139
Bobl-Future	132,23	-5	104	-118	-140
Schatz-Future	112,38	0	10	13	9
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-1	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,28	0	-8	1	0
3 Monats \$ Libor	1,16	0	3	13	16
Fed Funds Future, Dez 2017	1,21	-3	-6	10	0
10-jährige US Treasuries	2,24	-12	-34	-13	-21
10-jährige Bunds	0,24	-2	-25	8	14
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	-5	-6	-4	-3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,20	2	-17	6	1
US Treas 10Y Performance	576,94	0,6%	2,4%	0,7%	1,3%
Bund 10Y Performance	617,58	0,5%	2,8%	1,2%	0,8%
REX Performance Index	485,42	0,1%	0,5%	0,4%	0,0%
IBOXX AA, €	0,62	-5	-22	-12	-6
IBOXX BBB, €	1,40	-4	-22	-14	-10
ML US High Yield	6,15	-1	-14	-13	-30
JPM EMBI+, Index	806	0,2%	2,0%	3,6%	4,4%
Wandelanleihen Exane 25	7081	0,1%	1,5%	1,9%	2,4%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	418,91	0,5%	0,6%	-2,1%	-0,4%
MG Base Metal Index	299,09	-1,8%	0,9%	2,7%	6,9%
Rohöl Brent	52,83	-2,9%	1,8%	-4,1%	-6,8%
Gold	1282,64	2,8%	6,9%	8,7%	10,8%
Silber	18,27	0,2%	7,9%	9,8%	13,8%
Aluminium	1905,25	-2,2%	2,0%	8,1%	11,8%
Kupfer	5739,75	-2,1%	0,4%	0,9%	3,9%
Eisenerz	73,50	-8,7%	-14,5%	-7,5%	-8,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1278	4,5%	17,7%	43,0%	33,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0763	0,8%	1,5%	2,5%	2,1%
EUR/ GBP	0,8388	-1,8%	-4,2%	-3,3%	-1,7%
EUR/ JPY	117,46	-0,9%	-4,1%	-3,8%	-4,8%
EUR/ CHF	1,0708	0,0%	-0,3%	-0,1%	-0,3%
USD/ CNY	6,8816	-0,2%	-0,4%	-0,8%	-1,0%
USD/ JPY	109,62	-1,0%	-4,5%	-5,0%	-6,2%
USD/ GBP	0,7794	-2,8%	-5,2%	-6,0%	-3,7%

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 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.