

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Droht der Weltwirtschaft eine neue Rezession?

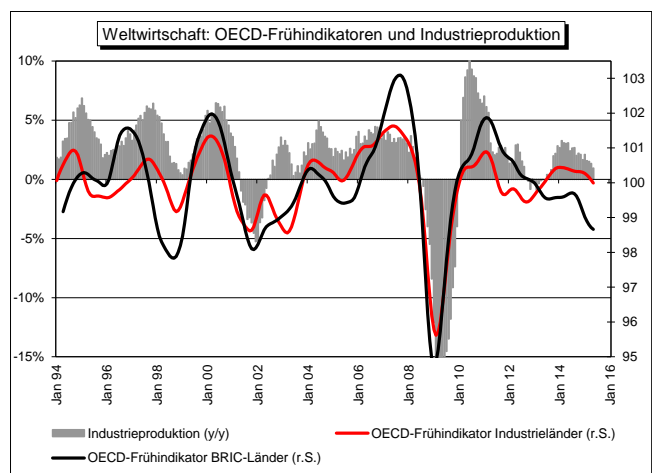
Kaum ist Griechenland aus den Schlagzeilen verschwunden, haben die Aktienmärkte gleich mit der nächsten Hürde zu kämpfen. So stellt sich die Frage, wie das jüngste chinesische Börsenbeben zu bewerten ist und welche Rückschlüsse daraus für die globalen Aktienmärkte und für die Lage der Weltwirtschaft zu ziehen sind. Beide Fragen hängen unmittelbar miteinander zusammen: Sollte nämlich China eine Rezession drohen, könnte dies unmittelbare und sehr negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben. Denn China als mittlerweile zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt hat das Potenzial, den Rest der Welt mit sich zu ziehen. Dies wäre denkbar schlecht für die weiteren Börsenperspektiven, da Bullenmärkte üblicherweise in Rezessionen „sterben“. Ist der Kurssturz an den chinesischen Aktienmärkten also ein Vorbote für weitere Kursturbulenzen in den nächsten Wochen oder im schlimmsten Fall sogar für den Beginn einer langanhaltenden Börsenbaisse, weil der Weltwirtschaft die Puste ausgeht?

Fakt ist, dass die globale Konjunktdynamik 2015 bislang enttäuscht und die ursprünglich in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllt hat. Dabei schienen die Voraussetzungen für ein stärkeres Wachstum der Weltwirtschaft in diesem Jahr so gut wie lange nicht zu sein: Vor allem an den gesunkenen Ölpreis knüpften sich große Hoffnungen, da er wie eine Steuerentlastung wirkt, von der Verbraucher und Unternehmen in sehr vielen Ländern profitieren sollten. Doch zumindest bisher hat dieser Effekt nicht zu der erhofften Konjunkturbelebung beigetragen. Im Gegenteil: Wie schon in den Vorjahren hat der Internationale Währungsfonds seine Prognose für das Wachstum der Weltwirtschaft reduzieren müssen, von ursprünglich 3,8% zu Jahresbeginn auf zunächst 3,5% und schließlich auf aktuell 3,3%. Die Erwartungen für 2016 belaufen sich dagegen unverändert auf ein globales Wachstum von 3,8%. Auch wenn der Trend bei den Wachstumsrevisionen unerfreulich ist, ist ein globales Wirtschaftswachstum von rund 3% sicherlich kein Indiz für eine Rezession. Allerdings muss man sich vor Augen halten, dass die Zahl selbst besser klingt als sie in Wirklichkeit ist. Dies liegt daran, dass angesichts der zunehmenden Weltbevölkerung ein Wirtschaftswachstum von etwa 2 bis 2,5% erforderlich ist, um die Pro-Kopf-Einkommen stabil zu halten. Insofern ist der Sicherheitsabstand zur Rezessionszone geringer als die Wachstumsrate von 3% suggeriert.

Die Ursachen für die enttäuschende Entwicklung der globalen Konjunktur sind schnell ausgemacht: So kämpfen viele Industrieländer immer noch mit den Nachwehen der Finanzkrise und dem starken Anstieg der Verschuldung im öffentlichen und zum Teil auch im privaten Sektor. Herkömmliche wirtschaftspolitische Instrumente, wie eine expansive Geld- und Fiskalpolitik, entfalten in einem solchen Umfeld ihre positiven Auswirkungen weniger stark als sonst üblich. Aufgrund der hohen Verschuldung besteht zum einen die Notwendigkeit des „Deleveraging“, also des Abbaus einer vormals zu hohen Kreditinanspruchnahme. Eine expansive Geldpolitik, also niedrige Zinsen, die die

Neukreditvergabe erleichtern, hilft dann nicht wirklich. Und zum anderen kann die Fiskalpolitik nicht so expansiv ausgerichtet werden wie es notwendig wäre, wenn die Staatsverschuldung bereits ein sehr hohes Niveau erreicht hat. Insofern hat sich das Wirtschaftswachstum in den entwickelten Volkswirtschaften seit dem Jahr 2010 auf knapp 2% verlangsamt, verglichen mit einem Wert von 2,7% in dem Zeitraum von 2000 bis zum Jahr 2007.

Aber der eigentliche Grund für die derzeit schwache Konjunktur und die anhaltenden Prognosesenkungen ist nicht in den Industrie- sondern in den Schwellenländern zu suchen. Während deren Wachstum zwischen 2000 und 2007 im Durchschnitt noch bei 6,6% lag, ist dieser Wert seit 2010 auf 5,4% gesunken. Besonders eklatant fallen dabei die geringeren Zuwachsraten in den sogenannten BRIC-Ländern (mit Ausnahme Indiens) auf: Während Russland zwischen 2000 und 2007 mit mehr als 7% pro Jahr gewachsen ist, verringert sich die Konjunktur zwischen 2010 und 2015 auf gut 1%. Auch in China läuft der Konjunkturmotor mittlerweile langsamer: Statt Wachstumsraten von mehr als 10% in den ersten Jahren nach dem Jahrtausendwechsel liegt man in dem Zeitraum von 2010 bis 2015 bei 8%, Tendenz weiter sinkend. Ähnliches gilt auch für Brasilien (3,6% vs. 2,5%) oder für Südafrika (4,3% vs. 2,4%). Diesen Trend hin zu geringeren Wachstumsraten in den Schwellenländern haben fast alle Volkswirte in den vergangenen Jahren unterschätzt, und er ist die Hauptursache für die kontinuierliche Anpassung der Wachstumsprognosen nach unten.



Angesichts der Tatsache, dass China mit einem Bruttoinlandsprodukt von rund 10 Billionen US-Dollar einen Anteil von gut 13% an der globalen Wirtschaftsleistung hat, fragen sich viele Anleger derzeit, ob die jüngsten Kursverluste an den chinesischen Börsen nicht doch ein Indiz dafür sein könnten, dass die wirtschaftliche Dynamik im Reich der Mitte schwächer ist, als es die offiziellen Konjunkturdaten und Wachstumsprognosen vermuten lassen. Denn schon häufig haben sich Aktienmarktentwicklungen auch als konjunktureller Frühindikator erwiesen. Wir haben in unserem Flash Report vom 16. Juli 2015 („China: Ernst, aber nicht ausweglos“) versucht, etwas Licht ins Dunkel zu bringen und sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die

Wachstumsraten zurückgehen und sich diese Entwicklung fortsetzen wird, es aber keine Hinweise für einen konjunkturellen Absturz gibt. Ob und wie stark sich die Kurs- und die damit verbundenen Vermögensverluste auf die chinesischen Privatanleger und deren Konsumverhalten auswirken, darüber lässt sich derzeit nur spekulieren. Wir gehen aber davon aus, dass die realwirtschaftlichen Auswirkungen gering bleiben.

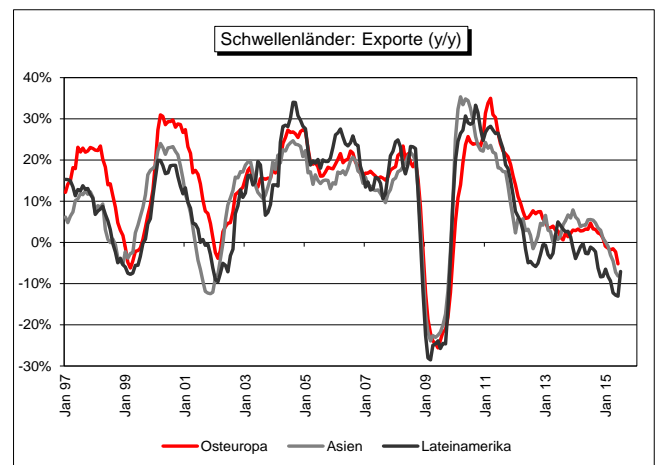
Dass sich die chinesische Wirtschaft nicht in einem starken Abwärtstrend befindet, darauf deuten unseres Erachtens nach sowohl Wirtschaftsdaten aus anderen Ländern als auch die aktuellen Quartalszahlen börsennotierter Unternehmen in den USA und in Europa hin, die wir als „Crosscheck“ verwenden. In den USA, die mit einem Bruttoinlandsprodukt von rund 17 Billionen US-Dollar die größte Volkswirtschaft der Welt sind (Anteil von 22% an der globalen Wirtschaftsleistung), läuft die Konjunktur etwas schwächer als im Vorjahr, weil der gesunkene Ölpreis dazu führt, dass die Ölindustrie weniger investiert und der starke US-Dollar die Exporte bremst. Dank der Erholung am Arbeitsmarkt und des niedrigen Zinsniveaus entwickeln sich aber sowohl der private Verbrauch als auch die Bauinvestitionen gut. Für das Gesamtjahr erwarten wir eine Wachstumsrate von rund 2%, während der IWF 2,5% prognostiziert. Das moderate wirtschaftliche Wachstum spiegelt sich auch in den Unternehmensergebnissen für das 2. Quartal wider: 75% der Unternehmen haben die Gewinnerwartungen übertroffen, 55% die Umsatzerwartungen.

In Japan (BIP von rund 4 Billionen US-Dollar, Anteil von 6% an der Weltwirtschaft) zeichnet sich für 2015 ein moderates Wirtschaftswachstum von 1% ab. Das ist zwar nicht sonderlich viel, doch immerhin etwas mehr als im Vorjahr. Zudem gibt es einige ermutigende Anzeichen, dass die Konjunktur derzeit dabei ist, einen Gang hochzuschalten: So ist der von der Citibank erhobene Economic Surprise Index in Japan so positiv wie in keinem anderen der beobachteten Länder, und gleichzeitig hat sich auch der japanische Einkaufsmanagerindex zuletzt erholt. Dabei profitiert das Land vor allem von der Schwäche seiner Währung. Die japanischen Exporte wachsen derzeit mit einer Rate von gut 8% gegenüber dem Vorjahr, wobei die Ausfuhren nach China zuletzt mit 6% im Plus lagen. Auch in Japan ist es im Laufe der aktuellen Berichtssaison bislang rund zwei Dritteln der Unternehmen gelungen, die Ertragsersparungen zu übertreffen.

In der Eurozone haben sich die Konjunkturperspektiven für 2015 ebenfalls aufgehellt. Die deutsche Wirtschaft (Anteil am globalen BIP von 5%) wird in diesem Jahr ähnlich stark wachsen wie 2014, also mit knapp 2%. Angesichts eines Wachstumspotenzials, das nur bei 1 bis 1,25% liegt, bedeutet dies, dass wir uns derzeit im konjunkturellen Boom befinden. Viel mehr Wachstum geht nicht, zumindest nicht dauerhaft. Die Sorgen vor einer starken Abkühlung Chinas haben zuletzt auch den Börsenkursen deutscher Unternehmen zugesetzt, vor allem die Autobauer VW und BMW, aber auch das Chemieunternehmen BASF sind unter Druck geraten. Das Wachstum der deutschen Ausfuhren nach China ist zuletzt zwar zum Erliegen gekommen, allerdings hat sich der Ifo Geschäftsklimaindex, der wichtigste deut-

sche Frühindikator, zuletzt wieder verbessert. Dabei wurden die Exporterwartungen zwar etwas verhaltener als in den Vormonaten, aber immer noch als überwiegend positiv eingeschätzt. Auch in den anderen europäischen Ländern erholt sich die Konjunktur in diesem Jahr. In Frankreich und in Italien wird das Wirtschaftswachstum mit rund 1% moderat ausfallen, aber besser als im Vorjahr. Spanien ist die europäische Volkswirtschaft, die zusammen mit Irland in diesem Jahr das konjunkturelle Spitzenduo bildet. Im 2. Quartal 2015 ist Spanien so stark gewachsen wie seit acht Jahren nicht mehr; im Gesamtjahr ist wie auch in Irland ein Wirtschaftswachstum von 3% oder sogar etwas mehr wahrscheinlich. Auch in der Eurozone läuft die aktuelle Berichtssaison gut, vor allem die Unternehmensumsätze haben sich deutlich verbessert.

Weniger gut sind dagegen die konjunkturellen Aussichten für die Schwellenländer. Sowohl Brasilien, das 2014 mit einem BIP von 2,4 Billionen US-Dollar die siebtgrößte Volkswirtschaft der Welt war (Anteil von 3%), als auch Russland (neuntgrößte Volkswirtschaft der Welt mit einem Anteil von knapp 2,5%) befinden sich 2015 in einer Rezession. Und auch für 2016 zeichnet sich bislang keine wirkliche Verbesserung ab. Keine Rezession, aber weniger Wachstum als in den vergangenen Jahren ist unsere Wachstumsprognose für die meisten übrigen Schwellenländer, die in den vergangenen Jahren insbesondere von einem Boom bei den Exporten profitiert haben. Doch da der Welthandel derzeit nur stagniert, sind die Ausfuhren in fast allen Ländern deutlich zurückgegangen.



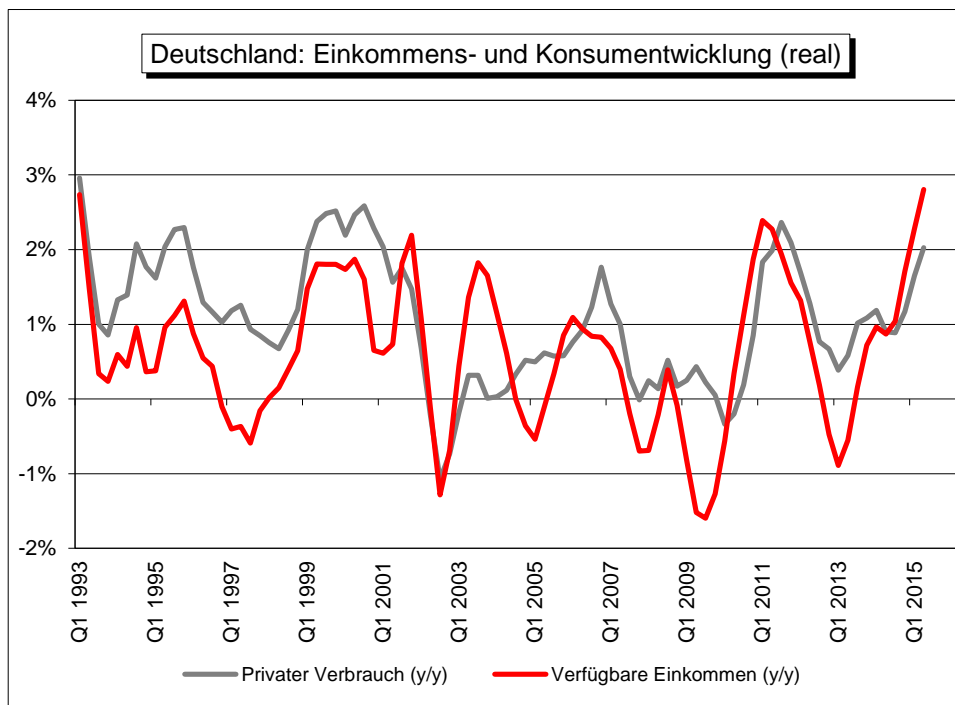
Dennoch – und das ist das aus unserer Sicht für die Anleger erfreuliche Fazit – ist die Weltwirtschaft trotz aller Probleme nicht in einer Situation, in der eine neue Rezession ein absehbares oder wahrscheinliches Szenario ist. In der Vergangenheit wurden Rezessionen entweder durch exogene Schocks, wie einen Ölpreisanstieg oder eine Finanzkrise, oder (in den meisten Fällen) durch eine zu restriktive Geldpolitik der Notenbanken ausgelöst. Angesichts der sehr verhaltenen Konjunkturdynamik ist die Gefahr, dass die Notenbanken den Aufschwung mit zu hohen Zinsen abwürgen könnten, so gut wie ausgeschlossen. Dies ist vielleicht der Vorteil dieser anhaltenden Wachstumsschwäche: Da sich kein Inflationsdruck aufbaut, bleibt die Geldpolitik expansiv – so dass sich dieser Zyklus noch eine ganze Zeit lang fortsetzen kann.

Wochenausblick für die Zeit vom 3. bis 7. August 2015

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	52,8	52,1	51,1	51,9	51,5		3. August
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,4	54,0	53,0	53,8	53,7		5. August
D: Auftragseingänge, m/m	0,9%	1,4%	-0,2%	-0,3%			6. August
D: Auftragseingänge, y/y	1,9%	0,5%	4,8%	4,7%			6. August
D: Handelsbilanz, Mrd. Euro	20,7	24,0	22,8	24,0			7. August
D: Industrieproduktion, m/m	-0,5%	0,8%	0,0%	-0,1%			7. August
D: Industrieproduktion, y/y	-0,1%	0,6%	2,2%	1,6%			7. August
E-19: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	52,2	52,0	52,2	52,5	52,2		3. August
E-19: Produzentenpreise, m/m	0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%			4. August
E-19: Produzentenpreise, y/y	-2,3%	-2,2%	-2,0%	-2,2%			4. August
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,2	54,1	53,8	54,4	53,7		5. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Konsum stützt deutsche Wirtschaft



Die Ampel für den deutschen Konsum steht auf grün! Gleich mehrere Faktoren wirken sich positiv auf den privaten Verbrauch aus. Gemessen am GfK-Konsumklima lag die Stimmung der deutschen Konsumenten in den letzten drei Monaten bei knapp über 10 Punkten und damit deutlich über dem langjährigen Mittel von 5,2 Punkten. Auch die harten Fakten stützen die Kauflaune: Gestützt durch eine niedrige Inflationsrate und höhere Lohnabschlüsse lagen die real verfügbaren Einkommen zuletzt um 2,8% über dem Vorjahresniveau. Ähnlich gute Zahlen gab es letztmals im Jahr 1992 zu verzeichnen, vor mehr als zwanzig Jahren. Und auch der Arbeitsmarkt in Deutschland zeigt sich weitgehend stabil. Wie das Arbeitsministerium am Donnerstag mitteilte, nahm die Zahl der Arbeitslosen zwar im Juli saisonbereinigt um 9.000

Personen zu, doch die ebenfalls saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb unverändert bei 6,4%. Wir rechnen damit, dass sich die bereits gute Lage am Arbeitsmarkt nach den Sommermonaten nochmals moderat verbessern wird. Damit sind praktisch alle Voraussetzungen dafür erfüllt, dass der private Konsum überdurchschnittlich zulegt und zum wichtigsten Wachstumstreiber der deutschen Wirtschaft wird. Wir halten es zudem für wahrscheinlich, dass die Politik der EZB verstärkte Wirkung bei den Konsumenten entfalten wird: Angesichts der niedrigen Verzinsung konservativer Anlagen dürfte die Sparquote in Deutschland von derzeit rund 10% zukünftig sinken.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	30.07.2015	23.07.2015	29.06.2015	29.04.2015	31.12.2014
Aktienmärkte	18:06	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	17736	0,0%	0,8%	-1,7%	-0,5%
S&P 500	2106	0,2%	2,4%	0,0%	2,3%
Nasdaq	5112	-0,7%	3,1%	1,8%	7,9%
DAX	11257	-2,2%	1,6%	-1,5%	14,8%
MDAX	20565	-0,9%	3,8%	1,1%	21,4%
TecDAX	1762	-3,0%	6,9%	9,8%	28,5%
EuroStoxx 50	3584	-1,4%	3,3%	-0,9%	13,9%
Stoxx 50	3439	0,0%	3,2%	-0,4%	14,5%
SMI (Swiss Market Index)	9398	0,2%	6,0%	3,2%	4,6%
Nikkei 225	20523	-0,8%	2,1%	2,3%	17,6%
Brasilien BOVESPA	49833	0,1%	-6,0%	-9,9%	-0,3%
Russland RTS	868	-1,9%	-6,5%	-15,9%	9,7%
Indien BSE 30	27705	-2,3%	0,2%	1,8%	0,7%
China Shanghai Composite	3706	-10,1%	-8,6%	-17,2%	14,6%
MSCI Welt (in €)	1761	0,6%	3,3%	-1,2%	14,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	900	-1,8%	-4,3%	-14,4%	4,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	154,40	127	263	-333	-147
Bobl-Future	130,35	35	90	128	7
Schatz-Future	111,31	3	5	11	22
3 Monats Euribor	-0,02	0	-1	-2	-10
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,02	-1	-4	-1	0
3 Monats \$ Libor	0,30	0	1	2	4
Fed Funds Future, Dez 2015	0,31	-1	2	-3	0
10-jährige US Treasuries	2,27	-1	-6	24	10
10-jährige Bunds	0,65	-5	-15	37	11
10-jährige JGB	0,41	0	-1	11	8
US Treas 10Y Performance	558,95	0,1%	0,7%	-1,6%	0,2%
Bund 10Y Performance	573,48	0,3%	1,3%	-3,5%	-0,7%
REX Performance Index	471,33	0,1%	0,6%	-0,8%	-0,1%
Hypothekenzinsen USA	4,04	0	2	39	21
IBoxx AA, €	1,25	-3	-13	40	36
IBoxx BBB, €	1,96	-1	-18	47	17
ML US High Yield	7,25	10	43	87	30
JPM EMBI+, Index	699	-0,1%	0,3%	-2,5%	1,1%
Wandelanleihen Exane 25	6852	0,0%	1,4%	-1,1%	6,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	403,14	-1,0%	-5,6%	-6,1%	-9,9%
MG Base Metal Index	259,13	-1,5%	-5,3%	-13,5%	-14,7%
Rohöl Brent	54,25	-3,5%	-13,1%	-15,4%	-5,4%
Gold	1090,60	-0,2%	-7,5%	-10,0%	-8,1%
Silber	14,85	1,0%	-5,5%	-10,9%	-5,7%
Aluminium	1624,75	2,0%	-2,2%	-14,1%	-11,0%
Kupfer	5316,50	1,2%	-8,1%	-13,7%	-16,5%
Eisenerz	54,50	6,9%	-10,7%	-9,2%	-24,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1104	0,2%	35,8%	85,5%	41,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0916	-0,8%	-1,9%	-0,8%	-10,1%
EUR/ GBP	0,7006	-0,9%	-1,1%	-2,9%	-9,7%
EUR/ JPY	135,75	-0,3%	-0,8%	3,5%	-6,5%
EUR/ CHF	1,0580	0,6%	2,0%	0,8%	-12,0%
USD/ JPY	123,94	0,0%	1,1%	4,1%	3,5%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.