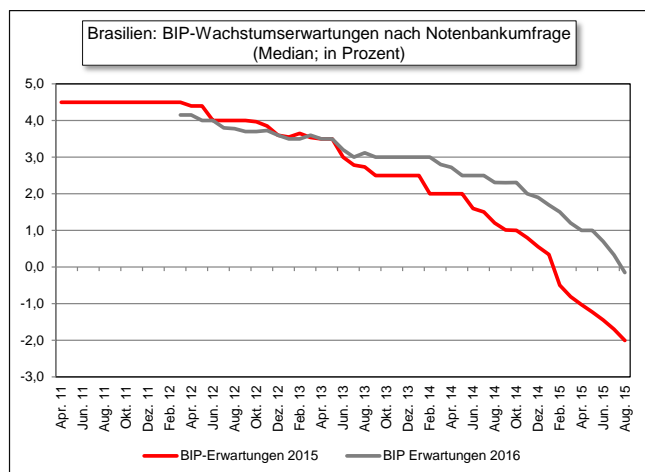


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Brasilien: Katerlaune am Zuckerhut

Die aktuelle Diskussion um den Zustand der Schwellenländer dreht sich bislang vor allem um China. Doch der Glanz vergangener Zeiten droht auch in anderen Ländern zu verblassen, insbesondere in Brasilien haben sich die konjunkturellen Aussichten zuletzt kräftig eingetrübt. Den bisherigen Indikationen zufolge dürfte die brasilianische Wirtschaft im zweiten Quartal 2015 zurück in die Rezession gefallen sein. Und für den weiteren Jahresverlauf kündigt sich noch mehr Ungemach an: Einer Notenbankumfrage zufolge wird damit gerechnet, dass die Wirtschaft im laufenden Jahr um rund 2% schrumpft und auch 2016 weiter mit rezessiven Tendenzen zu kämpfen hat. Bislang sieht es nicht danach aus, dass der Abwärtstrend in den Umfragen ein Ende finden könnte.



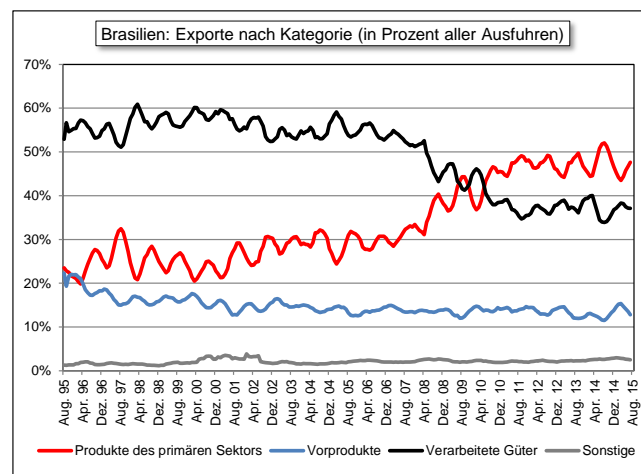
Neben der sich abzeichnenden wirtschaftlichen Misere befindet sich Brasilien auch politisch in einem schwierigen Fahrwasser. Die Zustimmungswerte für Präsidentin Dilma Rousseff erreichten zuletzt neue Tiefststände, mehrere Hunderttausend Menschen forderten in Großdemonstrationen ihre Ablösung. Ein zentrales Motiv der Proteste war der Korruptionsskandal um den halbstaatlichen Öl- und Gaskonzern Petrobras. Dieser soll überteuerte Bauaufträge vergeben und dafür Schmiergelder kassiert haben. Gegen dutzende Spitzenpolitiker laufen Ermittlungen wegen mutmaßlicher Verwicklung in den Fall. Pikant: Die Staatschefin selbst saß dem Konzern von 2003 bis 2010 vor, und auch Rousseffs Partei könnte rund 185 Millionen Euro an Schmiergeldern erhalten haben. Rousseff selbst bestreitet allerdings, Kenntnis von den Vorgängen gehabt zu haben.

Der Verlust des politischen Handlungsspielraums erreicht seinen vorläufigen Höhepunkt zur Unzeit. Denn die Schwierigkeiten der brasilianischen Wirtschaft erstrecken sich sowohl auf die Nachfrage- als auch auf die Angebotsseite. Zu allem Überflus ist der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum der Regierung und der Notenbank stark eingeschränkt. So muss die Regierung in den wirtschaftlichen Abschwung hinein ihr überbordendes Defizit reduzieren, um dem Vertrauensverlust internationaler Investoren zu begegnen. Die geldpolitischen Möglichkeiten der Notenbank sind durch die hohe Inflationsrate und dro-

hende Kapitalabflüsse begrenzt. Im Folgenden erläutern wir unsere Einschätzung zu diesen Bereichen etwas detaillierter.

Schwache Nachfrage

Teilweise ist die Schwäche der brasilianischen Wirtschaft auf externe Faktoren zurückzuführen. So ist der Preis für viele Rohstoffe zuletzt stark gefallen: Der CRB-Index, der 19 Rohstoffe umfasst, verbilligte sich allein seit Jahresbeginn um 11,4%, der MG Base Metal Index, der die wichtigsten Nichtedelmetalle enthält, fiel um 19,3%. Auch der Preis für Rohöl ist weiter rückläufig und notiert sowohl für die Sorte Brent als auch für die US-Sorte WTI auf dem niedrigsten Stand seit 2009. Dies trifft die brasilianischen Produzenten überdurchschnittlich stark. So stammten zuletzt rund 50% aller Ausfuhren aus dem primären Sektor, also der Land- und Forstwirtschaft und dem Bergbau, die durch die fallenden Preise belastet werden. Auch ein Großteil der Vorprodukte, die insgesamt für rund 13% der Ausfuhren stehen, sind letztlich dem Bereich der Landwirtschaft und der Rohstoffe zuzuordnen. Hierin befinden sich etwa Roh-Rohrzucker und Kakaobutter sowie vorverarbeitete Metalle. Der Preisverfall im Rohstoffbereich trifft den Außenhandel daher stark.

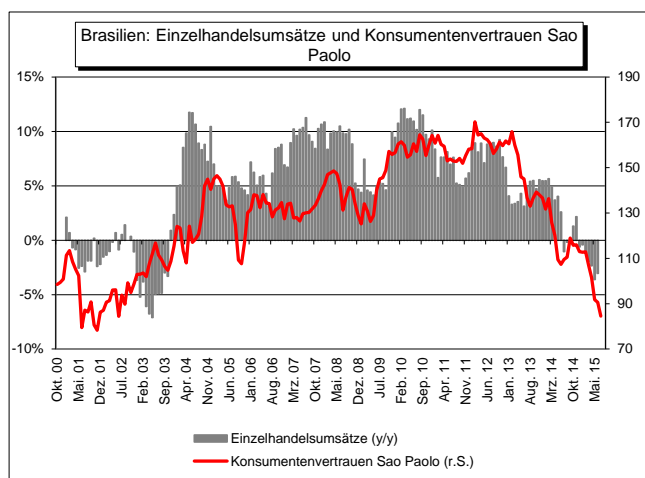


Erst wenn sich die Preise bei den Rohstoffen stabilisieren wären aus unserer Sicht wieder nennenswert positive Impulse für den Außenhandel zu erwarten. Angesichts der schwachen Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft zeichnet sich dies bislang allerdings nicht ab. Auch im Bereich der Frühindikatoren für den Außenhandel ist keine Stabilisierung zu erkennen; immerhin haben sich die Erwartungen im verarbeitenden Gewerbe und im Bergbau zuletzt nicht mehr nennenswert verschlechtert, sondern auf extrem niedrigen Niveaus stabilisiert.

Doch letztlich würde es deutlich zu kurz greifen, die Schwäche der brasilianischen Wirtschaft alleine oder auch vorwiegend auf externe Faktoren zurückzuführen. In praktisch allen anderen Segmenten der Wirtschaft ist ebenfalls eine ausgeprägte Schwäche zu konstatieren. So erwarten wir, dass der private Konsum (mit einem Anteil von rund 60% am BIP) schon im zweiten Quartal erstmals unter dem Niveau des Vorjahresquartals liegen wird. Dies war zuletzt

Anfang 2004 der Fall, seither hatte der private Verbrauch stets kräftig zum Wachstum beigetragen.

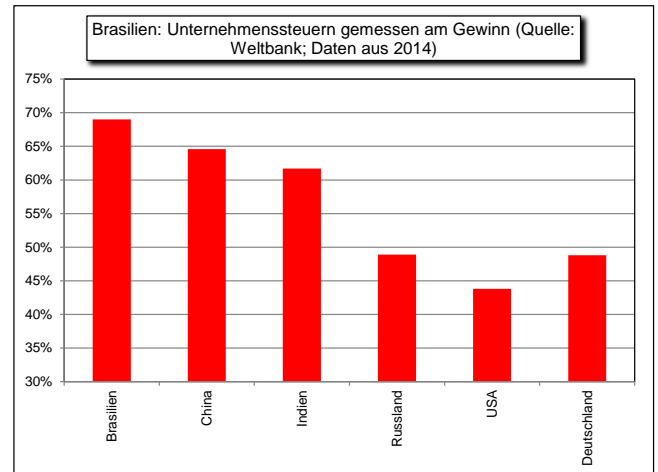
Doch damit dürfte es nun erst einmal vorbei sein. Darauf deuten praktisch alle Anzeichen hin: Die hohe Inflationsrate von rund 10% belastet die Haushalte genauso wie die zunehmend angespanntere Lage am Arbeitsmarkt. So liegen die Reallöhne aktuell um rund 7% niedriger als noch im Vorjahr, die Arbeitslosenquote in den großen Städten stieg seit Ende des Jahres 2014 um mehr als 2,5 Prozentpunkte auf 6,9% zur Jahresmitte 2015 an. Dementsprechend schlecht ist die Stimmung: Eine Umfrage unter den Konsumenten aus Sao Paulo fiel zuletzt auf das niedrigste Niveau seit dem Jahr 2001. Die Einzelhandelsumsätze, die eine gute Indikation für den privaten Verbrauch liefern, liegen aktuell bereits um rund 3,5% unter dem Vorjahresniveau.



Als ein weiterer Belastungsfaktor für den privaten Konsum dürfte sich erweisen, dass auch die Regierung ihr Budget in den Griff bekommen muss. So hat der brasilianische Staat nach IWF-Berechnungen in den vergangenen fünf Jahren ein Defizit von durchschnittlich rund 3,5% am BIP aufgewiesen, mit steigender Tendenz. 2014 lag das Defizit bereits bei mehr als 6%; die Schätzung des Währungsfonds, dass das Defizit 2015 auf 5,3% und 2016 auf 4,7% gemessen am BIP fällt, dürfte sich angesichts der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung als deutlich zu optimistisch herausstellen.

Dies gilt umso mehr, als dass die politische Situation in Brasilien als angespannt zu bezeichnen ist. Wie die Erfahrungen in Europa gezeigt haben, erweisen sich insbesondere Steuererhöhungen zur Konsolidierung des Staatshaushaltes in der kurzen Frist als weniger zielführend als eine Reduzierung der Ausgaben. Präsidentin Rousseff dürfte angesichts der schwierigen Mehrheitsverhältnisse jedoch eher in der Lage sein, die Steuern anzuheben. Jüngsten Meldungen zufolge ist dies bereits teilweise gelungen: Der Senat billigte ein Gesetz, mit dem Steuererleichterungen im Zusammenhang mit Lohnsteuern teilweise zurückgenommen werden sollen. Gegenüber dem ursprünglichen Gesetzesentwurf gibt es zwar einige Industrien, die weiterhin von den Steuererleichterungen profitieren, dennoch ist ein erster Schritt zur Haushaltskonsolidierung gelungen. Angesichts des Abschwunges und des ausgeprägten Haushaltsdefizites steht dennoch zu befürchten, dass die Konsolidierung hinter

den Erwartungen zurückbleibt und sich die Verschuldungssituation zunächst weiter verschlechtert. Der Handlungsspielraum für weitere Steuererhöhungen ist auch dadurch eingeschränkt, als dass zumindest die Unternehmen in Brasilien bereits überdurchschnittlich viele Steuern zahlen müssen. So liegt der Anteil der Unternehmenssteuern gemessen am Gewinn nach einer Auswertung der Weltbank bei 69% und damit höher als vielen in anderen Schwellenländern und auch höher als in den meisten Industrieländern.

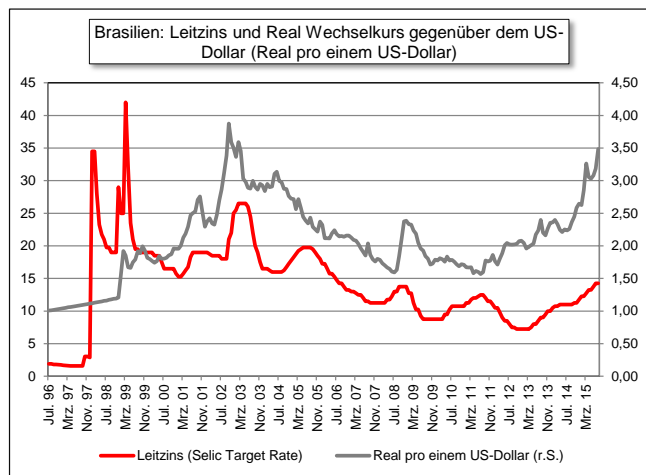


Vor diesem Hintergrund hat die Ratingagentur Moody's ihre Bonitätsnote für Brasilien von Baa2 auf Baa3 gesenkt. Bei einer weiteren Herabstufung würde Brasilien sein Investmentgrade-Rating verlieren. Die Folge wären weitere Verkäufe von Investoren, die nur in Anleihen mit guten Bonitätsnoten investieren dürfen. In diesem Fall droht die bereits hohe Rendite brasilianischer Staatsanleihen noch weiter zu steigen, was die bestehenden Probleme verschärfen würde. Aktuell rentieren brasilianische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren in lokaler Währung bereits bei rund 13%. Daher sind aus unserer Sicht noch weitere Konsolidierungsmaßnahmen angezeigt, auch wenn diese kurzfristig zu zusätzlichen Belastungen für die bereits angeschlagene Wirtschaft führen werden.

Zuletzt wäre ein Wachstumsimpuls auch von Seiten der Investitionen denkbar. Diesen würden wir allerdings erst dann erwarten, wenn sich eine Erholung der Industrieproduktion bzw. eine höhere Nachfrage bei den Dienstleistungen abzeichnet. Diese ist nach der Lage der Dinge jedoch derzeit nicht abzusehen. So ist der OECD-Frühindikator für Brasilien – einer der zuverlässigsten Frühindikatoren für die Produktion – zuletzt weiter gefallen. Ähnliches gilt für das Wachstum der Geldmenge M1, die wir ebenfalls als Frühindikator verfolgen: M1 lag zuletzt sogar niedriger als im Vorjahr. Dies war letztmals im Jahr 2008 der Fall. Mögliche erste Stabilisierungsanzeichen könnte es bei dem regionalen Frühindikator für Sao Paulo geben, der sich zuletzt auf einem niedrigen Niveau nicht mehr verschlechtert hat. Dies spricht jedoch alles dafür, dass zunächst noch kein Wachstumsimpuls von Seiten der Investitionen zu erwarten ist. Eine positive Überraschung in den kommenden neun Monaten halten wir nur dann für möglich, wenn sich die Rohstoffpreise überraschend deutlich stabilisieren.

Notenbank

Die Banco Central do Brasil ist im April 2013 auf einen Zinserhöhungspfad eingeschwenkt und hat den Leitzins seither von 7,25% in 16 Schritten auf zuletzt 14,25% angehoben. Dies hat im Wesentlichen mit der hohen Inflationsrate zu tun, die über dem Inflationsziel der Notenbank (von 4% mit einer Abweichung von zwei Prozentpunkten nach oben und nach unten) lag und zuletzt 9,8% erreichte. Zeitgleich dürften die höheren Zinsen der Notenbank jedoch auch verhindert haben, dass ausländische Anleihe-Investoren noch mehr Geld aus Brasilien abgezogen haben.



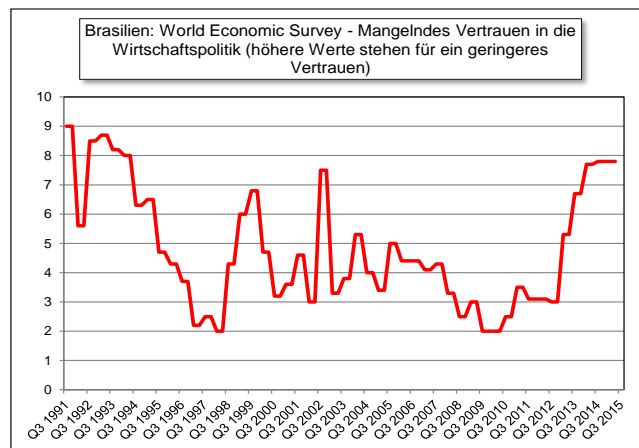
Diese Gefahr sehen wir jedoch noch nicht als gebannt an. So gab es für einen US-Dollar vor einem Jahr 2,26 Brasilianische Real, aktuell sind es bereits 3,48 Brasilianische Real. Auch gegenüber einem breiten Währungskorb hat die Landeswährung massiv an Wert verloren. Für ausländische Investoren ohne Wechselkursabsicherung dürften vor diesem Hintergrund bereits erhebliche Verluste aufgelaufen sein, die letztlich zu weiteren Kapitalabflüssen führen könnten. Für die Notenbank bleibt daher praktisch kein Spielraum, um der wirtschaftlichen Abkühlung in Brasilien durch eine expansivere Geldpolitik entgegenzuwirken.

Angebotsseite

Erhebliche Schwächen gibt es in Brasilien auch auf der Angebotsseite. Zu den aus unserer Sicht wichtigen Faktoren zählen unter anderem die schwache Infrastruktur sowie Schwächen bei der Wirtschaftspolitik und in der Verwaltung. Diese sind mehrheitlich schon lange bekannt und haben sich unter dem Strich aus unserer Sicht in den vergangenen Jahren nicht wesentlich verbessert oder verschlechtert. So schneidet Brasilien etwa im Global Competitiveness Report seit sechs Jahren mit leichten Schwankungen relativ stabil mit Platz 56 ab und liegt damit hinter China (28) und der Türkei (45), fast gleichauf mit Russland (53) und vor Indien (71). Der Report wird einmal pro Jahr vom Weltwirtschaftsforum erstellt und fasst Daten etwa zur Bildung, zur Infrastruktur und zum Gesundheitssystem in einer Rangliste zusammen. Aus unserer Sicht hat Brasilien die Chance verpasst, seine Strukturen in den guten Jahren auf Vordermann zu bringen.

Regelmäßige Expertenbefragungen des Ifo-Instituts im Rahmen der World Economic Survey zeigen, dass das Vertrau-

en in die brasilianische Wirtschaftspolitik seit Anfang 2013 kräftig abgenommen hat. Zu den bereits angesprochenen, aktuellen politischen Schwierigkeiten kommt hinzu, dass im brasilianischen Abgeordnetenhaus insgesamt 28 Parteien vertreten sind. Die Arbeitspartei von Präsidentin Rousseff hat nicht einmal 15% aller Stimmen in der Kammer. Dies führt bereits seit längerem dazu, dass die Bildung von Koalitionen schwierig ist und Gesetzesvorhaben verwässert oder blockiert werden. In dieser Konstellation ist es derzeit nicht absehbar, dass die Politik Reformen anschiebt, um die Strukturen wettbewerbsfähiger zu machen.



Fazit:

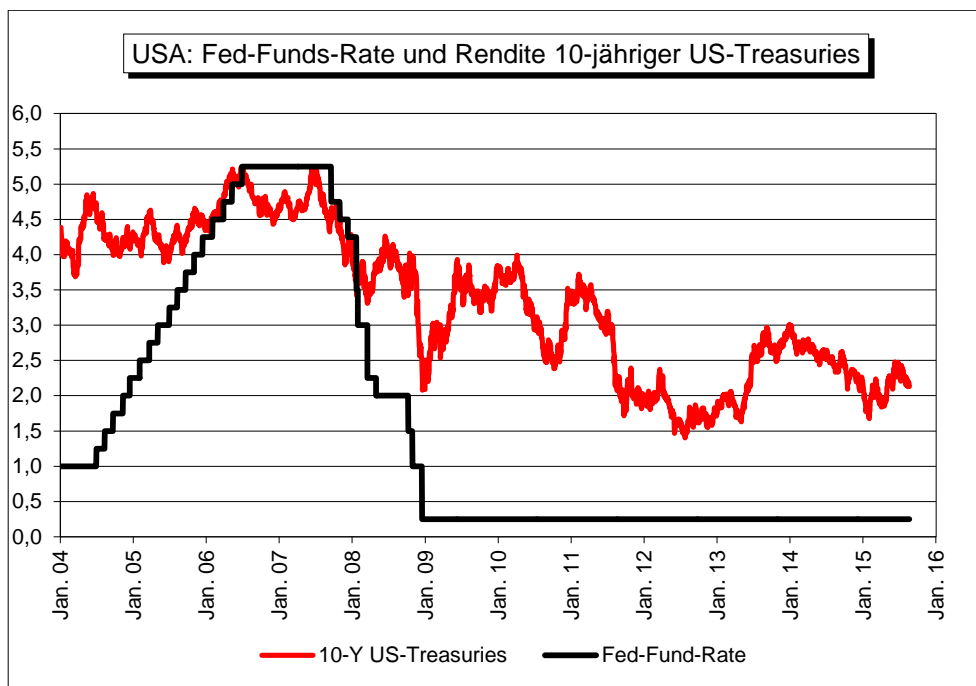
Wir rechnen damit, dass sich die Situation in Brasilien zunächst noch weiter verschlechtern wird, bevor es zu einer wirtschaftlichen Erholung kommen kann. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik derzeit nicht in erster Linie die wirtschaftliche Schwäche bekämpfen können. Die Geldpolitik muss die hohe Inflation in den Griff bekommen und einen beschleunigten Abzug von Kapital aus Brasilien verhindern. Den Kampf gegen die Inflation könnte die Notenbank 2016 gewinnen, wenn sich die Wirtschaft abkühlt und die Abwertung des Real gestoppt werden kann. Bis auf weiteres dürfte die Geldpolitik die Wirtschaft jedoch eher bremsen. Das vordringliche Ziel der Fiskalpolitik muss darin bestehen, die Verschuldung in den Griff zu bekommen. Bereits heute ist absehbar, dass das Investmentgrade-Rating Brasiliens in Gefahr geraten könnte. Angesichts der politischen Verhältnisse, die sich derzeit besonders schwierig gestalten, bleibt abzuwarten, ob ausreichend Konsolidierungserfolge erzielt werden können. Abschließend gilt es, bestehende Probleme auf der Angebotsseite zu adressieren. Wir rechnen jedoch damit, dass in den anstehenden, wirtschaftlich schwierigen Zeiten auf diesem Gebiet keine maßgeblichen Fortschritte erzielt werden. Angesichts der starken Abhängigkeit der Wirtschaft von Rohstoffen wären positive Überraschungen möglich wenn deren Preise steigen. Für Aktien- und Renteninvestoren ist Brasilien unseres Erachtens derzeit vor allem in lokaler Währung wenig attraktiv. Wir halten es für wahrscheinlich, dass der Real trotz der hohen Zinsen weiter abwertet und Kapital abgezogen wird, solange es keine Bodenbildung bei den Rohstoffpreisen gibt. Für Neuinvestitionen würden wir abwarten, bis sich eine konjunkturelle Bodenbildung vollzogen hat.

Wochenausblick für die Zeit vom 24. bis 28. August 2015

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Veröffentlichung
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	108,6	108,5	107,5	108,0	107,5		25. August
D: Importpreise, m/m	0,6%	-0,2%	-0,5%	-0,1%			25. August
D: Importpreise, y/y	-0,6%	-0,8%	-1,4%	-1,2%			25. August
D: vorl. Inflationsrate, m/m	-0,1%	0,1%	-0,1%	0,2%	0,0%		28. August
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,4%	0,7%	0,3%	0,2%	0,2%		28. August
E-19: Geldmenge M3, y/y	5,3%	5,0%	5,0%	5,1%			27. August
E-19: Industrievertrauen	-3,2	-3,0	-3,4	-2,9	-3,0		28. August
E-19: Konsumentenvertrauen	-4,6	-5,6	-5,6	-7,1	-6,0		28. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Das Dilemma der US-Notenbank



Auch wenn die US-Konjunktur im zweiten Quartal 2015 wieder an Fahrt aufgenommen hat, ist es unklar, ob die konjunkturelle Lage bereits eine Zinserhöhung im September rechtfertigt. Das gestern veröffentlichte Protokoll der letzten Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank Fed zeigt, dass sich auch die Notenbankler nicht einig darüber sind, ob der September der richtige Zeitpunkt für die Zinswende ist. Während der Aktienmarkt zunächst anstieg, dann aber wieder fiel, zeigte der Rentenmarkt dagegen deutlicher an, dass Investoren weniger als zuvor an einen Zinsschritt im September glauben. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries fiel um 10 Stellen von 2,22% auf 2,12%. Für eine baldige Zinserhöhung in den USA sprechen der starke Anstieg des privaten Konsums (der etwa 70% des Bruttoinlandsproduktes ausmacht) sowie die anhaltend guten Zahlen vom Arbeitsmarkt. Gegen eine Zinserhö-

hung sprechen die nur moderat ansteigenden Löhne, die schwache Inflation und der starke Dollar. Hinzu kommt die anhaltende Schwäche der Schwellenländer und die fallenden Rohstoffpreise, die sich auch negativ auf die amerikanische Wirtschaft auswirken. Allerdings könnte dieses Argument auch für den September sprechen. Denn wenn die Fed ihre Zinswende in den Dezember oder sogar in das nächste Jahr verschiebt, wie es beispielsweise IWF und EZB fordern, könnten die Argumentationsgrundlage womöglich noch dünner sein und somit dem Wunsch der Fed in die Quere kommen, geldpolitisch wieder manövrierfähiger zu sein. Wie schnell und stark die Zinsen nach der Zinswende steigen, dürfte vor allem von der Entwicklung am Arbeitsmarkt und der Teuerung abhängen. Grundsätzlich rechnen wir jedoch damit, dass der Leitzins nur moderat angehoben wird.

	Stand 20.08.2015 16:28	Veränderung zum			
		13.08.2015 -1 Woche	17.07.2015 -1 Monat	19.05.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17349	-0,3%	-4,1%	-5,3%	-2,7%
S&P 500	2080	-0,2%	-2,2%	-2,3%	1,0%
Nasdaq	5019	-0,3%	-3,7%	-1,0%	6,0%
DAX	10682	-3,0%	-8,5%	-9,9%	8,9%
MDAX	20396	-1,1%	-2,9%	-3,0%	20,4%
TecDAX	1748	-0,6%	-2,9%	0,8%	27,5%
EuroStoxx 50	3430	-2,5%	-6,6%	-6,6%	9,0%
Stoxx 50	3282	-1,5%	-6,6%	-5,8%	9,3%
SMI (Swiss Market Index)	9252	-0,8%	-2,1%	-0,5%	3,0%
Nikkei 225	20223	-1,8%	-2,1%	1,0%	15,9%
Brasilien BOVESPA	46588	-3,0%	-11,0%	-16,1%	-6,8%
Russland RTS	794	-4,2%	-13,0%	-24,9%	0,4%
Indien BSE 30	27932	1,4%	-1,9%	1,0%	1,6%
China Shanghai Composite	3794	-4,1%	-4,1%	-14,1%	17,3%
MSCI Welt (in €)	1726	-0,3%	-4,4%	-3,1%	11,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	841	-2,2%	-12,0%	-18,2%	-3,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	154,92	0	227	103	-95
Bobl-Future	130,57	-4	74	206	29
Schatz-Future	111,35	-4	8	18	26
3 Monats \$ Libor	0,33	1	4	5	8
10-jährige US Treasuries	2,13	-6	-22	-14	-5
10-jährige Bunds	0,63	0	-11	2	9
10-jährige JGB	0,38	-1	-5	-1	5
US Treas 10Y Performance	566,82	0,5%	2,1%	1,7%	1,6%
Bund 10Y Performance	577,65	0,0%	1,4%	0,3%	0,0%
REX Performance Index	473,52	0,0%	0,8%	0,7%	0,4%
Hypothekenzinsen USA	3,94	0	-15	9	11
IBOXX AA, €	1,21	3	-13	16	31
IBOXX BBB, €	1,98	4	-2	27	19
ML US High Yield	7,47	-6	49	103	52
JPM EMBI+, Index	694	-0,6%	-1,1%	-2,4%	0,4%
Wandelanleihen Exane 25	6790	0,0%	-2,2%	-2,9%	5,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	396,26	-1,3%	-5,0%	-8,4%	-11,4%
MG Base Metal Index	245,09	-1,8%	-9,5%	-17,9%	-19,3%
Rohöl Brent	48,18	-2,6%	-16,2%	-27,3%	-16,0%
Gold	1128,59	1,1%	-0,3%	-6,6%	-4,9%
Silber	15,22	-1,6%	2,5%	-10,9%	-3,4%
Aluminium	1529,50	-0,9%	-7,6%	-12,6%	-16,2%
Kupfer	4995,50	-3,5%	-8,5%	-19,6%	-21,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1031	-1,4%	-1,6%	66,3%	31,8%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,10	-0,6%	1,4%	-1,2%	-9,1%
EUR/ GBP	0,71	-1,1%	1,8%	-1,6%	-9,0%
EUR/ JPY	137,31	-0,7%	1,7%	2,2%	-5,5%
EUR/ CHF	1,08	-0,9%	3,1%	3,2%	-10,6%
USD/ JPY	123,81	-0,5%	-0,2%	2,6%	3,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@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.