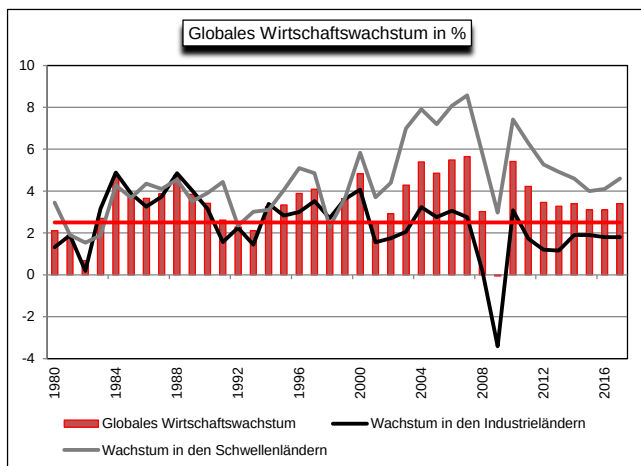


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Weltwirtschaft: Die Schwellenländer melden sich zurück!

Im Vorfeld des G20-Treffens in China hat der Internationale Währungsfonds angekündigt, seine globale Wachstumsprognose für das Jahr 2016 zu reduzieren. Damit bleibt sich der IWF mit seinen Prognoseanpassungen treu, denn diese kennen seit Jahren immer nur eine Richtung: die nach unten. Als im vergangenen Oktober die Prognose für das Jahr 2016 vorgestellt wurde, ging der IWF noch von einem globalen Wirtschaftswachstum von 3,6% aus. Im Januar 2016 wurde diese Erwartung das erste Mal reduziert, zunächst auf 3,4%. Die nächste Anpassung erfolge mit der im April vorgestellten Frühjahrsprognose auf 3,2%. Nach dem Brexit-Votum in Großbritannien sah sich der Währungsfonds dann gezwungen, seine Einschätzung erneut zu revidieren, diesmal auf nur noch 3,1%.



Allerdings benötigte man schon damals keine Glaskugel, um vorherzusagen, dass dies nicht die letzte Prognoseanpassung bleiben würde. Schließlich ging der IWF zu dieser Zeit noch von einem Wachstum der US-Wirtschaft von 2,2% in diesem Jahr aus, obwohl sich bereits abzeichnete, dass diese Prognose für die größte Volkswirtschaft der Welt viel zu optimistisch war. Wir gehen davon aus, dass die USA in diesem Jahr nur ein Wirtschaftswachstum von knapp 1,5% erreichen werden. Da die USA mit einem Bruttoinlandsprodukt von gut 18 Billionen US-Dollar immer noch einen Anteil von gut 20% an der Weltwirtschaft (rund 75 Billionen US-Dollar) haben, führt jeder Prozentpunkt eines geringeren (höheren) US-Wachstums zu einem um 0,2%-Prozentpunkte niedrigeren (höheren) Weltwirtschaftswachstum. Von daher dürfte der IWF seine Wachstumsprognose auf 3,0% anpassen. Dies wäre der geringste Wert seit der schweren Wirtschaftskrise im Jahr 2009. Muss man sich also Sorgen machen, dass sich die Weltwirtschaft in einem neuen Abschwung befindet und möglicherweise auf eine neue Rezession zusteuert?

Diese Befürchtung halten wir für übertrieben. Auch wenn das weltweite Wachstum im historischen Vergleich moderat ausfällt, ist der „Sicherheitsabstand“ zu einer neuen Rezession immer noch vergleichsweise hoch. Denn erst wenn die globale Wachstumsrate unter die Marke von 2,5%

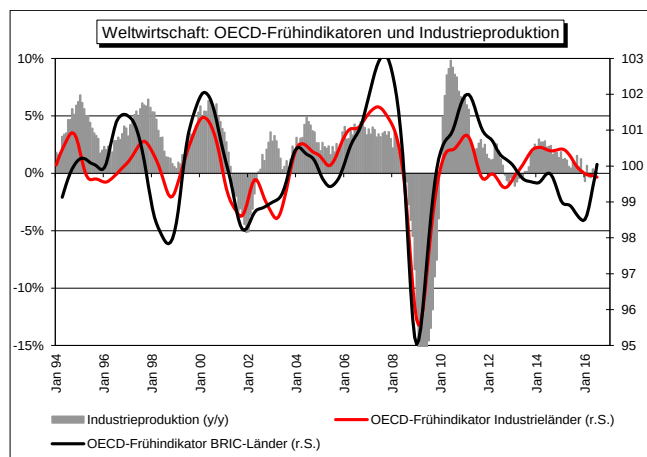
fällt, wäre dieser Tatbestand erfüllt. Dieser (hohe) Wert erklärt sich damit, dass die Weltbevölkerung kontinuierlich wächst und somit ein Wirtschaftswachstum von etwa 2,5% erforderlich ist, damit das globale Pro-Kopf-Einkommen zumindest stabil bleibt. Seit 1980 hat die Weltwirtschaft vier Rezessionsphasen erlebt: Anfang der 1980er Jahre (1980-1982), Anfang der 1990er Jahre (1992 und 1993), im Jahr 2001 und zuletzt in 2009. Zwischen den vergangenen drei Rezessionen lag dabei immer eine Zeitspanne von genau sieben Jahren, so gesehen wäre es eigentlich in diesem Jahr an der Zeit gewesen für eine neue Rezession. Dazu wird es aber nicht kommen. Und auch für das Jahr 2017 besteht unserer Meinung nach keine Gefahr für ein solches Ereignis.

Das enttäuschende Wirtschaftswachstum der vergangenen fünf Jahre lässt sich auf zwei Entwicklungen zurückführen: Zum einen hat sich das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern stärker abgekühlt als erwartet. Dies ist der entscheidende Grund dafür, dass sich die Wachstumsprognosen des IWF immer wieder als zu optimistisch erwiesen haben. Und zum anderen ist es den Industrieländern bislang nicht gelungen, die Nachwehen der Finanz- und Wirtschaftskrise, die mit einer starken Zunahme der Verschuldung einherging, abzuschütteln. Dabei ist das schwächere Wachstum in den Schwellenländern jedoch eher als eine Normalisierung zu bewerten, denn verglichen mit den Wachstumsraten in den 1980er und 1990er Jahren ist die wirtschaftliche Dynamik derzeit immer noch wesentlich stärker. Erst wenn man den Vergleichszeitraum auf die vergangenen 15 Jahre verkürzt, entsteht der Eindruck, dass die derzeitige Entwicklung enttäuschend ist. Dies hängt vor allem mit der zunehmend stärkeren Einbindung der Schwellenländer in den globalen Handel zusammen, für die unter anderem Chinas Beitritt in die Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001 verantwortlich war.

Für die Industrieländer zeichnet sich derzeit keine wesentliche Veränderung der Konjunkturdynamik ab. Für die USA gehen wir zwar von einer leichten Wachstumsbeschleunigung im 2. Halbjahr aus, doch von einem Durchstarten der Konjunktur kann keine Rede sein. Während sowohl der private Konsum als auch der Immobilienmarkt dank des anhaltenden Beschäftigungsaufbaus und ordentlicher Lohn- und Gehaltszuwächse die wesentlichen Wachstumspfeiler bleiben, entwickeln sich Investitionen und Exporte auf Unternehmensseite weiterhin schwach. Die für den Monat August enttäuschenden Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor sollte man zwar nicht überbewerten, doch zeigen sie, dass der Unternehmenssektor nach wie vor mit viel Gegenwind zu kämpfen hat. Allerdings sollte dieser in den kommenden Monaten sukzessive nachlassen. So hat der US-Dollar seine deutliche Aufwertung gegenüber dem Euro und anderen wichtigen Währungen in diesem Jahr nicht fortgesetzt. Während der handelsgewichtete US-Dollar vor einem Jahr noch eine Aufwertung von fast 20% gegenüber dem Vorjahreswert aufwies, ist er derzeit im Vergleich zum September des Vorjahres etwas schwächer; dies wird den Exporten in der nächsten Zeit zugutekommen. Auch die Stabi-

lisierung des Ölpreises wird sich nach und nach positiv auf die US-Wirtschaft auswirken. So sind die Investitionen der US-Ölunternehmen im 2. Quartal 2016 um mehr als 50% gegenüber dem Vorjahr gesunken. Zwar hat der gesamte Sektor nur noch einen Anteil von rund 2% an den Ausrüstungsinvestitionen, dennoch war der (negative) Wachstumsbeitrag zu den Investitionen immens. Dank des höheren Ölpreises verbessert sich die Einnahmesituation der Unternehmen, sodass zukünftig wohl wieder mehr investiert werden wird. Nach einem äußerst schwachen Wirtschaftswachstum von nur 1% im 1. Halbjahr 2016, halten wir in der zweiten Jahreshälfte ein Plus von 2% für realistisch. Auch 2017 sollte das US-Wachstum diese Größenordnung erreichen.

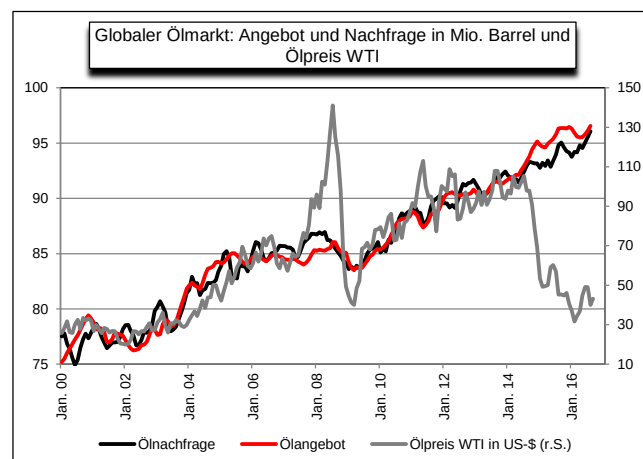
Für die dritt- und viertgrößten Volkswirtschaften der Welt, Japan und Deutschland, sind die Wachstumsprognosen des IWF dagegen zu niedrig. Die japanische Volkswirtschaft dürfte in diesem Jahr mit 0,7% statt der vom IWF erwarteten 0,3% wachsen, für Deutschland ist eine Wachstumsrate von 1,8% realistisch, während der Währungsfonds von 1,6% ausgeht. Diese vergleichsweise geringen Anpassungen wirken sich wegen des gleichzeitig überschaubaren globalen Gewichts beider Länder aber nur in der zweiten Nachkommastelle auf das Weltwirtschaftswachstum aus.



Bei allem Klagen über ein zu geringes globales Wirtschaftswachstum sollte man eine wichtige Entwicklung nicht übersehen: die sich abzeichnende Erholung in den Schwellenländern. So sprechen die jüngsten Frühindikatoren eine recht eindeutige Sprache. Sowohl die Einkaufsmangerindizes als auch die OECD-Frühindikatoren haben ihren Tiefpunkt hinter sich gelassen. Besonders offensichtlich wird dies bei der Betrachtung der OECD-Frühindikatoren. Nachdem deren Veröffentlichung aufgrund des Brexits für zwei Monate ausgesetzt wurde, zeigen die heute veröffentlichten Daten für fast alle Schwellenländer eine sehr erfreuliche Entwicklung. Vor allem für die sogenannten BRIC-Länder, die aufgrund ihrer wirtschaftlichen Größe eine hohe Bedeutung für das globale Wirtschaftswachstum haben, zeichnet sich eine deutliche Konjunkturerholung ab. Während sich der Indikator für Indien schon seit Anfang 2014 im Aufwärtstrend befindet und seit März 2016 über dem langfristigen Durchschnittswert von 100 Punkten liegt, haben sich seit Februar auch die Werte in Brasilien und Russland mit erstaunlicher Geschwindigkeit verbessert. In Brasilien liegt der OECD-

Frühindikator nun das erste Mal seit Beginn des Jahres 2013 wieder über der 100-Punkte-Marke, in Russland liegt er nur noch knapp darunter. Und auch in China ist seit Jahresbeginn eine kontinuierliche Verbesserung festzustellen, allerdings mit etwas geringerem Tempo.

Von daher dürften die vom IWF prognostizierten Wachstumsraten für die Schwellenländer zu niedrig sein. Nachdem diese im vergangenen Jahr mit 4,0% gewachsen sind, veranschlagt der Währungsfonds die diesjährige Wachstumsrate auf 4,1%; erst für 2017 geht er von einer stärkeren Wachstumsbeschleunigung auf dann 4,6% aus. Unseres Erachtens nach wird das Wachstum in China etwas und in Brasilien und Russland deutlich besser ausfallen als es der IWF prognostiziert. Von daher können die Schwellenländer nach unseren Berechnungen in diesem Jahr eine Wachstumsrate von 4,4% und 2017 von rund 5% erreichen. Erweisen sich dies Annahmen als realistisch, würde das bessere Wachstum in den Schwellenländern das geringere Wachstum in den Industrieländern (genauer gesagt: in den USA) mindestens kompensieren, sodass eine Revision der globalen Wachstumsprognose seitens des IWF gar nicht notwendig sein sollte.



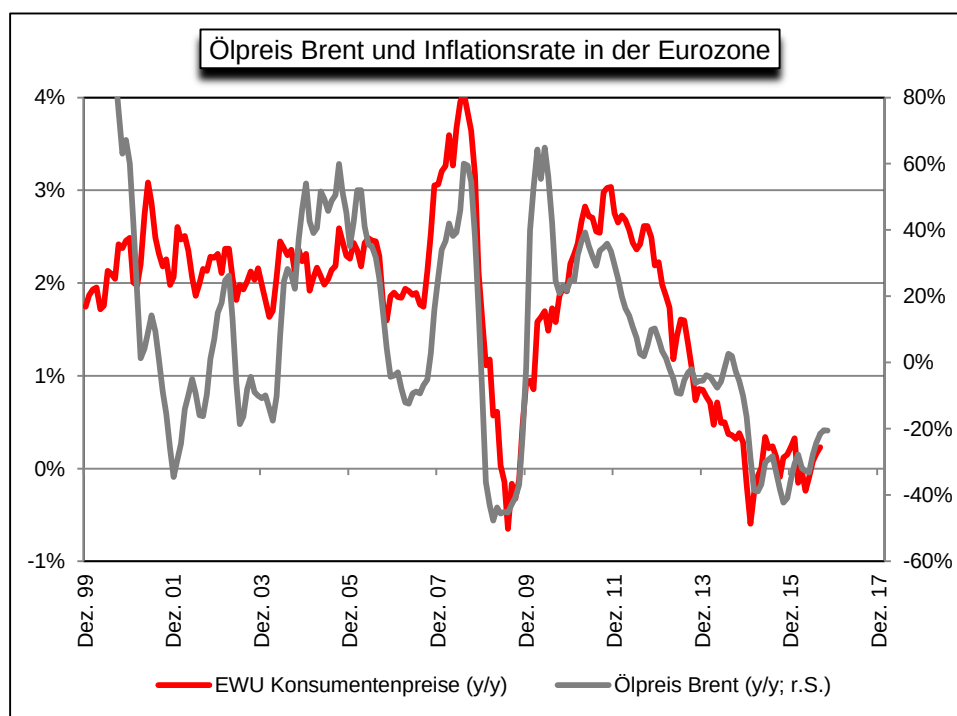
Alles in allem deutet im Moment somit vieles darauf hin, dass sich die Schwellenländer nach vielen Jahren mit einem enttäuschenden Wachstum 2016 erstmals wieder zurückmelden. Diese positive Entwicklung hat vor allem etwas mit der Stabilisierung der Rohstoffpreise, insbesondere des Ölpreises, zu tun. Auch wenn dessen Erholung seit Anfang Juni etwas die Puste ausgegangen ist, dürfte es sich hierbei nur um eine temporäre Verschnaufpause handeln. Während die wöchentlich veröffentlichten Lagerbestandsdaten viel Spielraum zur Interpretation lassen, sind die von der US Energy Administration Agency publizierten Monatsdaten zum globalen Ölangebot und zur globalen Ölnachfrage eindeutig: Nachdem das Ölangebot vor allem aufgrund des Frackings von Sommer 2013 bis Anfang 2016 kontinuierlich stärker gewachsen ist als die Nachfrage, hat sich diese Entwicklung seitdem umgekehrt. Mit anderen Worten: Die Ölnachfrage nimmt derzeit stärker zu als das Ölangebot, sodass die Lagerbestände tendenziell sinken werden und sich der Ölpreis, wenn auch nur langsam, weiter erholen wird. Von dieser Entwicklung werden die Schwellenländer weiter profitieren, sodass Anleger sowohl Aktien als auch Anleihen aus den Emerging Markets wieder stärker berücksichtigen sollten.

Wochenausblick für die Zeit vom 12. September bis 16. September 2016

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	11,2	6,4	19,2	-6,8	0,5	3,0	13. September
D: ZEW Lageeinschätzung	47,7	53,1	54,5	49,8	57,6	55,0	13. September
D: Konsumentenpreise, m/m - final	-0,4%	0,3%	0,1%	0,3%	0,0%		13. September
D: Konsumentenpreise, y/y - final	-0,1%	0,1%	0,3%	0,4%	0,4%		13. September
E-19: Industrieproduktion, m/m	1,3%	-1,1%	0,6%	-1,2%			14. September
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,8%	0,4%	0,4%	-1,0%			14. September
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	-0,2%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,2%		15. September
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%		15. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Basiseffekte treiben Inflation ab Q4



Im Februar 2013 unterschritt die Eurozone das von der EZB für die Preisstabilität gesetzte Inflationsziel von zwei Prozent. Seither ist der Leitzins von 0,75% auf 0% und der Einlagenzins von 0% auf -0,4% gesenkt sowie ein milliarden schweres Anleihenkaufprogramm beschlossen worden, alles mit dem Ziel die Inflationsrate wieder in die Nähe von zwei Prozent zu bringen; bislang jedoch ohne nennenswerte Erfolge. Im August lag die Erstschatzung für die jährliche Änderung der Inflationsrate in der Eurozone bei 0,2%, weit entfernt von dem von der EZB ins Auge gefassten Ziel. Entscheidend für die Schwankungen der Inflationsrate in den vergangenen Jahren war vor allem der Ölpreis, der in Euro gerechnet immer noch um rund 20% unter dem Vorjahresniveau liegt. Ab September und dann auch in den Folgemonaten wird die Inflationsrate basisbedingt wieder etwas stärker ansteigen. Bis Jahresende 2016 voraussichtlich auf gut 1% und bis Frühjahr 2017 auf knapp 2%. Danach dürfte der (Inflations-) Spuk aber schnell wieder vorbei sein, denn die Preissteigerungsraten bei Nah-

rungsmitteln, Industrieerzeugnissen und Dienstleistungen sind nach wie vor sehr niedrig. Die EZB hat in ihrer heutigen Pressekonzferenz das Inflationsziel für 2017 nochmals leicht nach unten angepasst, mit 1,2% liegt es weiter deutlich unter der Zielmarke. Realwirtschaftlich, und darauf kommt es eigentlich an, ist die Voraussetzung für Inflation, dass die Kapazitätsauslastung ansteigt oder eine Lohn-Preis-Spirale aufgrund einer geringen Arbeitslosigkeit entsteht. Beide Voraussetzungen sind in der Eurozone aber momentan nicht gegeben. Unter monetären Gesichtspunkten wäre auch eine nachhaltige Geldmengenausweitung ein Inflationssignal. Zwar ist das Geldmengenwachstum in der Eurozone zuletzt wieder leicht angestiegen, ein starker Zuwachs ist jedoch nicht zu erwarten, da die Geschäftsbanken die ihnen zur Verfügung stehende Liquidität bisher nur zögerlich an Unternehmen und Privathaushalte weitergeben.

	Stand	Veränderung zum			
	08.09.2016 17:43	01.09.2016 -1 Woche	05.08.2016 -1 Monat	07.06.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18486	0,4%	-0,3%	3,1%	6,1%
S&P 500	2184	0,6%	0,0%	3,4%	6,8%
Nasdaq	5284	1,1%	1,2%	6,5%	5,5%
DAX	10675	1,3%	3,0%	3,8%	-0,6%
MDAX	21675	1,0%	2,2%	3,7%	4,3%
TecDAX	1759	1,5%	3,0%	3,6%	-3,9%
EuroStoxx 50	3086	2,3%	3,8%	1,5%	-5,6%
Stoxx 50	2905	1,8%	1,4%	0,3%	-6,3%
SMI (Swiss Market Index)	8314	2,1%	1,5%	1,2%	-5,7%
FTSE 100	6865	1,8%	1,1%	9,2%	10,0%
Nikkei 225	16959	0,2%	4,3%	1,7%	-10,9%
Brasilien BOVESPA	59982	3,0%	4,0%	18,8%	38,4%
Russland RTS	1013	7,2%	8,3%	6,8%	33,8%
Indien BSE 30	29045	2,2%	3,4%	7,5%	11,2%
China Shanghai Composite	3097	1,1%	4,0%	5,5%	-12,5%
MSCI Welt (in €)	1747	0,3%	0,8%	3,8%	1,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	926	2,8%	3,5%	11,5%	12,6%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	164,66	-272	-249	-72	674
Bobl-Future	131,75	-187	-181	3	108
Schatz-Future	112,05	3	5	13	53
3 Monats Euribor	-0,30	0	-1	-4	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,34	-2	-1	-6	0
3 Monats \$ Libor	0,83	0	4	18	22
Fed Funds Future, Dez 2016	0,50	-3	2	-4	0
10-jährige US Treasuries	1,59	2	1	-12	-68
10-jährige Bunds	-0,06	7	7	-11	-69
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,04	2	6	10	-29
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,48	-1	4	-4	-40
US Treas 10Y Performance	608,56	0,3%	0,4%	1,7%	7,8%
Bund 10Y Performance	629,60	0,5%	0,5%	2,3%	8,8%
REX Performance Index	491,18	0,2%	0,0%	1,2%	3,6%
Hypothekenzinsen USA	3,46	0	3	-20	-55
IBOXX AA, €	0,34	-5	-7	-36	-95
IBOXX BBB, €	1,14	-6	-11	-50	-113
ML US High Yield	6,71	-6	-32	-80	-218
JPM EMBI+, Index	820	1,3%	2,3%	6,3%	16,4%
Wandelanleihen Exane 25	6849	0,0%	1,5%	1,1%	-1,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	420,29	1,7%	-0,5%	-1,9%	10,8%
MG Base Metal Index	251,61	0,6%	-1,0%	6,0%	8,3%
Rohöl Brent	49,76	8,2%	13,9%	-2,9%	39,4%
Gold	1341,15	2,2%	0,1%	8,0%	26,2%
Silber	19,79	5,0%	0,2%	20,8%	42,9%
Aluminium	1575,75	-1,3%	-3,5%	1,4%	5,0%
Kupfer	4631,75	0,3%	-3,1%	1,5%	-1,6%
Eisenerz	59,50	1,7%	-2,5%	14,4%	35,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	773	8,6%	21,5%	27,6%	61,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1271	1,1%	1,0%	-0,7%	3,5%
EUR/ GBP	0,8470	0,6%	-0,1%	8,6%	14,9%
EUR/ JPY	115,11	-0,4%	2,1%	-5,8%	-12,2%
EUR/ CHF	1,0939	-0,4%	0,8%	-0,4%	1,0%
USD/ CNY	6,6640	-0,2%	0,1%	1,4%	2,6%
USD/ JPY	101,74	-1,5%	-0,1%	-5,2%	-15,4%
USD/ GBP	0,7517	0,0%	-1,8%	9,4%	10,8%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@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. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.