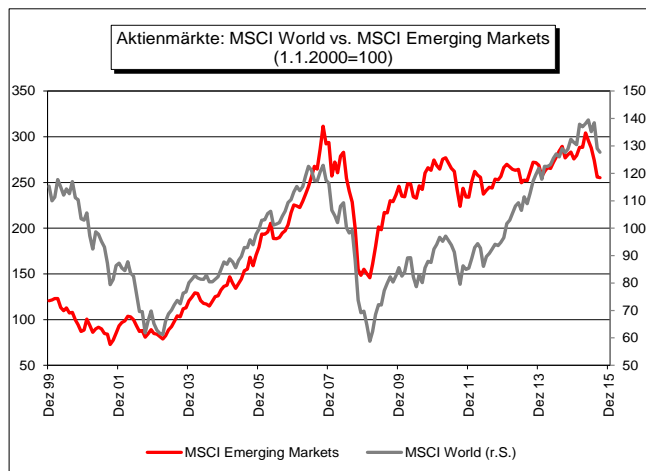


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Schwächere Weltwirtschaft: Wie anfällig ist die deutsche Konjunktur?

Die Sorgen um den Zustand der Weltwirtschaft haben in den vergangenen Wochen kontinuierlich zugenommen. Dies ist in erster Linie auf die jüngsten Entwicklungen in China zurückzuführen, aber auch in den meisten anderen Schwellenländern haben sich viele Konjunkturdaten abgeschwächt. Das lange Zeit vorherrschende Bild, dass die Schwellenländer im Vergleich zu den Industrieländern allein wegen des kontinuierlich höheren Bevölkerungswachstums per se über die besseren Wachstumsaussichten verfügen, hat Kratzer bekommen. Wieder einmal zeigt sich, dass plausibel erscheinende „Kapitalmarktstories“ (wie BRIC oder Next-11) immer wieder aufs Neue hinterfragt werden müssen und eben keine automatischen Selbstgänger sind.

Die enttäuschenden Wirtschaftsdaten aus den Schwellenländern haben viele Anleger dazu bewogen, vor allem ihre Aktien-, aber auch die Rentenengagements in dieser Region zu reduzieren und umgekehrt wieder stärker in den „alten“ Industrieländern zu investieren. Dieser Trend zeigt sich, wenn man den MSCI World-Aktienindex mit dem MSCI Emerging Market-Aktienindex vergleicht. Zwar haben beide Indizes im August Kursverluste in vergleichbarer Größenordnung erzielt, doch seit Ende 2010 haben sich Aktien aus den entwickelten Ländern deutlich besser entwickelt als Schwellenländeraktien. Auch wenn sich derzeit nicht abzeichnet, dass sich an der *relativ* besseren Wertentwicklung des MSCI World gegenüber dem MSCI Emerging Markets in absehbarer Zeit etwas ändern wird, stellt sich dennoch die Frage, was für die *absolute* Wertentwicklung zu erwarten ist, da die meisten Anleger eben doch sogenannte „long only“ Investoren sind, für die die relative Wertentwicklung nur eine untergeordnete Rolle spielt.

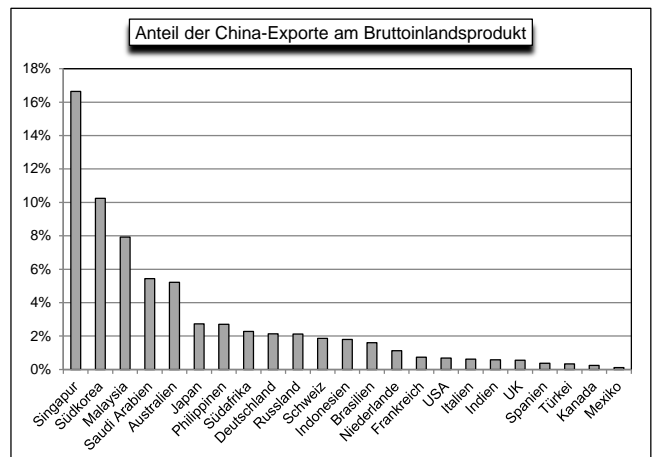


Für uns Volkswirte sind fundamentale Argumente entscheidend, um das zukünftige Börsengeschehen einzuschätzen. Zentrale Annahme unsererseits ist dabei, dass die Chancen für steigende Aktienkurse überwiegen, so lange sich die Konjunktur im Aufschwung befindet, weil in diesem Fall die Unternehmensgewinne ansteigen sollten und

keine Bewertungsblase am Aktienmarkt vorliegt. Von daher wollen wir uns im Folgenden mit der Frage beschäftigen, ob die derzeitige Situation in China und in den übrigen Schwellenländern den – zugegeben nur sehr moderaten – Aufschwung in den Industrieländern gefährden kann.

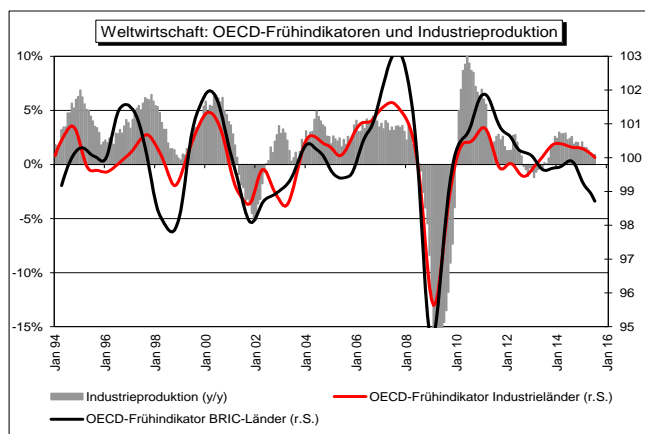
China selbst ist mit einem Bruttoinlandsprodukt von rund 11 Billionen US-Dollar nach den USA mit einer Wirtschaftsleistung von etwa 18 Billionen US-Dollar die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. China hat somit einen Anteil von 15% an der gesamten Weltwirtschaft. Das bedeutet, dass jeder Prozentpunkt eines geringeren chinesischen Wirtschaftswachstums *ceteris paribus*, also unter sonst gleichen Annahmen, zu einer Verringerung des Weltwirtschaftswachstums von 0,15 Prozentpunkten führt. Der Internationale Währungsfonds prognostiziert derzeit für China eine Wachstumsrate von 6,8% in diesem Jahr und von 6,3% im Jahr 2016; die Weltwirtschaft soll mit 3,3% und 3,8% wachsen. Sollte sich das Wachstum Chinas in diesem Jahr auf 6% verlangsamen, würde das globale Wachstum unter diesen Annahmen immer noch etwa 3,2% betragen. Selbst ein chinesisches Wirtschaftswachstum von nur noch 4% würde von daher wohl keine globale Rezession auslösen.

Allerdings vernachlässigt diese Betrachtungsweise mögliche Zweitrundeneffekte, da sich eine Verlangsamung des chinesischen Wachstums unweigerlich auch auf andere Volkswirtschaften negativ auswirken wird. Vor allem die wichtigsten Handelspartner Chinas sollten unter einer Konjunkturabschwächung im Reich der Mitte leiden. Um ein Gefühl für die Größenordnung der Zweitrundeneffekte zu bekommen, haben wir für die zwanzig größten Volkswirtschaften der Welt berechnet, wie hoch der Anteil ihrer Exporte nach China am gesamten Bruttoinlandsprodukt ist. In einem zweiten Schritt haben wir vereinfachend unterstellt, dass die Exporte nach China in jedem der zwanzig Länder um 10% sinken. In diesem Fall reduziert sich das globale Wirtschaftswachstum um weitere 0,1 Prozentpunkte, so dass immer noch eine Wachstumsrate von rund 3% erreicht werden kann. Auch dies ist also kein Szenario, dass zu einer globalen Rezession führen würde.



Diese Einschätzung wird – zumindest zum Teil – von den OECD-Frühindikatoren bestätigt. Diese sind für uns ein

guter und zeitnaher Indikator, um konjunkturelle Wendepunkte für die Weltwirtschaft möglichst frühzeitig zu antizipieren. Der Frühindikator für die gesamten OECD-Länder hat sich zwar seit Beginn des Jahres 2015 etwas abgeschwächt, mit einem Wert von genau 100 Punkten signalisiert er derzeit aber ein stabiles Konjunkturfeld mit einem Wachstum, das dem langfristigen Potenzial entspricht. Von den 48 einzelnen OECD-Frühindikatoren für verschiedene Länder bzw. Regionen liegen immerhin 29 über der 100-Punkte-Marke. Die besten Werte weisen dabei Slowenien, Estland, Irland, Spanien und (etwas überraschend) Südkorea auf, die schlechtesten China, die Türkei, Indonesien, Norwegen und Russland. Während die erstgenannten Länder somit zukünftig im Vergleich zum Potenzialwachstum höhere Wachstumsraten erzielen sollten, dürfte sich das Wachstum in den letztgenannten Ländern abschwächen. Eine Rezession, also negative Wachstumsraten, ist aktuell aber nur in Russland und in Brasilien zu beobachten.



Für die stark exportabhängige deutsche Wirtschaft sind dies gute Nachrichten. Eine deutliche Konjunkturabschwächung ist weder für dieses noch für nächstes Jahr derzeit ein wahrscheinliches Szenario. Allerdings gehört Deutschland mit einem Anteil von gut 2%, den die Ausfuhren nach China am gesamten Bruttoinlandsprodukt haben, zu den Volkswirtschaften, die stärker von einem langsameren Wachstum im Reich der Mitte betroffen sein könnten. Von den großen Industrieländern ist nur Japan mit einem Anteil von fast 3% noch stärker exponiert, ganz zu schweigen von den direkten asiatischen Nachbarländern Chinas, wie Singapur (17%), Südkorea (10%) oder Malaysia (8%). Insofern wirkt sich die Schwäche Chinas vor allem auf Asien selbst und auf andere Schwellenländer aus, die intensive Handelsbeziehungen zu China haben. Allerdings darf nicht vergessen werden, dass China mittlerweile viele Anstrengungen unternommen hat, um das eigene Wirtschaftswachstum zu stärken, seien es Zinssenkungen, geringere Mindestreservanforderungen an die Banken oder der Beschluss, zusätzliche fiskalpolitische Maßnahmen zu ergreifen. Bislang zeigen die Konjunkturdaten nicht, dass sich diese Maßnahmen positiv auf die Gesamtwirtschaft auswirken, nur am Immobilienmarkt scheint der Tiefpunkt der Preisentwicklung mittlerweile durchschritten zu sein, was als positives Zeichen gewertet werden kann.

Zudem hilft den deutschen Exporteuren, dass sie mit ihren Kundenverbindungen breit diversifiziert sind und ihre Pro-

dukte nicht nur in Schwellenländer absetzen. Gerade die jüngsten Exportzahlen sind hierfür ein Beleg: Während beispielsweise die deutschen Ausfuhren nach China in den ersten 6 Monaten des Jahres 2015 stagnierten und die nach Russland um 30% zurückgegangen sind, haben sich die Exporte in die Länder der Eurozone deutlich erholt. Vor allem nach Spanien und Portugal, aber auch nach Italien und Frankreich haben die deutschen Unternehmen mehr Güter ausgeführt. Den Löwenanteil am gesamten deutschen Exportzuwachs von gut 6% im ersten Halbjahr 2015 haben jedoch die USA, die mittlerweile wieder der wichtigste deutsche Handelspartner sind. Hierbei spielt natürlich auch die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar eine Rolle. Unsere Tabelle mit den wichtigsten deutschen Handelspartnern und den Exportveränderungen in diesem Jahr belegt, dass vermeintlich intuitiv zu erwartende Entwicklungen manchmal auf den Kopf gestellt werden. So zeigt sich, dass zu den Ländern mit den stärksten Ausfuhrzuwächsen auch die Türkei oder Südafrika gehören, zwei Länder, bei denen es wirtschaftlich alles andere als rund läuft und deren Währungen sich in diesem Jahr gegenüber dem Euro deutlich abgeschwächt haben.

	Exportanteil	Exportwachstum		Exportanteil	Exportwachstum
USA	9,3%	23,6%	Rumänien	1,0%	11,5%
Frankreich	9,0%	3,8%	Mexiko	0,9%	24,5%
UK	7,6%	9,5%	Brasilien	0,9%	-2,4%
Niederlande	6,6%	7,1%	Kanada	0,8%	14,2%
China	6,0%	1,0%	Indien	0,8%	19,4%
Italien	5,0%	6,1%	Südafrika	0,8%	28,1%
Österreich	4,8%	1,5%	Finnland	0,8%	2,8%
Polen	4,2%	9,6%	Norwegen	0,7%	2,6%
Schweiz	4,2%	6,8%	Australien	0,7%	5,7%
Belgien	3,6%	-0,9%	Portugal	0,7%	8,1%
Spanien	3,3%	11,1%	Irland	0,5%	8,4%
Türkei	1,9%	22,4%	Hongkong	0,5%	0,9%
Schweden	1,9%	5,8%	Griechenland	0,4%	1,3%
Russland	1,8%	-30,6%	Thailand	0,3%	-0,6%
Südkorea	1,4%	19,3%	Argentinien	0,2%	11,9%
Japan	1,4%	0,9%	Indonesien	0,2%	5,1%

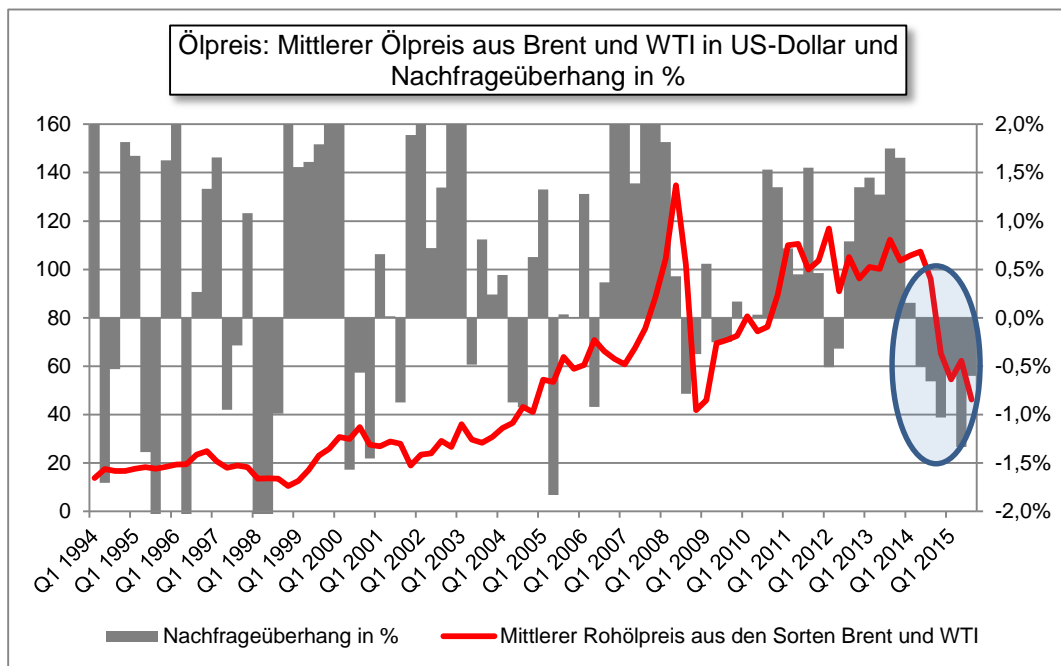
Aufgrund der positiven Entwicklung der Exporte, aber auch wegen der starken Binnennachfrage bestätigen wir somit unsere Wachstumsprognose für die deutsche Wirtschaft von 1,8% in diesem und 1,6% im nächsten Jahr. Allerdings sollte man sich darauf gefasst machen, dass es nach den zuletzt guten Daten durchaus schwächere Zahlen im August geben kann. Ein nicht zu unterschätzender Faktor ist dabei die Lage der Sommerferien in den deutschen Bundesländern, die bereits im vergangenen Jahr für einigen Wirbel bei den Konjunkturdaten sorgte. So kam es im August 2014 zu starken Rückgängen von 5,5% bei den Aufträgen, von 2,8% bei der Industrieproduktion und von 4,5% bei den Exporten, die allesamt in erster Linie der Entwicklung im Automobilsektor und der Lage der Werksferien geschuldet waren. Dieses Phänomen könnte sich – eventuell in etwas abgeschwächter Form – in diesem Jahr wiederholen. Der Verband der Automobilindustrie hat bereits Daten zur Automobilproduktion bzw. zu den Exporten im August 2015 veröffentlicht, und diese zeigen einen Rückgang von fast 40% bzw. von 35% gegenüber dem Vormonat. Wie im vergangenen Jahr spricht vieles dafür, dass sich diese Zahlen als Ausrutscher entpuppen werden. Am Kapitalmarkt könnten diese Daten jedoch fälschlicherweise als Indiz für eine noch signifikantere Nachfrageschwäche in China und den Schwellenländern interpretiert werden, sodass die turbulenten Tage an der Börse noch nicht vorbei sein dürften.

Wochenausblick für die Zeit vom 14. September bis 18. September 2015

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	53,3	41,9	31,5	29,7	25,0	19,2	15. September
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,2%	0,2%	-0,9%	-0,1%			14. September
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,7%	2,3%	1,5%	0,2%			14. September
E-19: Konsumentenpreise, m/m	0,2%	0,2%	0,0%	-0,6%	0,0%		16. September
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,0%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%		16. September
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,6%	0,9%	0,8%	1,0%	0,7%		16. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ölpreis – Risiken für Benchmark-Investoren



Der Verfall des Ölpreises von mehr als 100 US-Dollar je Barrel im Sommer 2014 auf derzeit um die 45 US-Dollar hat deutliche Spuren bei den Unternehmen im Sektor hinterlassen: Sowohl in Europa als auch in den USA lag die Wertentwicklung der Indizes für den Sektor Öl und Gas (Stoxx Europe 600 Oil & Gas und S&P 500 Integrated Oil & Gas) seit Ende Juli 2014 um rund 31% bzw. um rund 33% schlechter als der jeweilige Gesamtmarkt. Im Falle einzelner Unternehmen fiel die Wertentwicklung sogar noch deutlich schlechter aus. Es wundert daher kaum, dass Unternehmen aus dem Bereich Öl und Gas gemäß verschiedener Umfragen bei den Anlegern stets deutlich untergewichtet im Portfolio sind. Daraus resultiert jedoch ein erhebliches Risiko, vor allem bei Investoren, die sich an einer Benchmark messen müssen: So hat der Sektor etwa im Stoxx 600 ein Gewicht von rund 5,5%, und liegt damit bei der Größenordnung des Sektors Telekommunikation oder des Sektors Versicherungen. Nimmt das Kaufinteresse bei den Ölunternehmen wieder zu, dann kann die Unterbewertung im Portfolio schnell zu einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung gegenüber dem Gesamtmarkt beitragen. Dieses Risiko wird dadurch verstärkt, dass Unternehmen aus dem Sektor Öl und Gas unserer Wahrnehmung nach von einer

Reihe spekulativer Investoren leerverkauft wurden. Darauf deuten zumindest die Kursbewegung hin, wenn es in den vergangenen Monaten temporär zu höheren Ölpreisen kam: Einige Öllaktien haben dann binnen weniger Tage massiv an Wert gewonnen, was unserer Ansicht nach auf Eindeckungskäufe hindeutet. Diese Höhenflüge waren bisher jedoch von kurzer Dauer, weil sich der zwischenzeitliche Anstieg des Ölpreises stets als nur vorübergehend erwiesen hat. Ein tragfähiger Umschwung im Sektor wäre erst dann zu erwarten, wenn sich der Ölpreis dauerhaft stabilisiert. Die Hauptursache für den niedrigen Ölpreis sehen wir im hohen Ölangebot, das die Nachfrage derzeit übersteigt: Die Folge sind steigende Reserven, fallende Preise und zumindest in einigen Ländern (wie den USA) eine rückläufige Förderung. Wie unser Chart der Woche zeigt, liegt jedoch immer noch ein Überangebot vor. Daher halten wir es weiterhin für sinnvoll, den Sektor nur gering zu gewichten. Da die Überproduktion jedoch weniger stark als in den Vormonaten ausfällt und angesichts der hier geschilderten Risiken, sollten vor allem Investoren mit einem Benchmark-Auftrag den Sektor künftig besonders wachsam im Auge behalten.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	10.09.2015	03.09.2015	07.08.2015	09.06.2015	31.12.2014
Aktienmärkte	16:48	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	16348	-0,2%	-5,9%	-8,0%	-8,3%
S&P 500	1945	-0,3%	-6,4%	-6,5%	-5,5%
Nasdaq	4757	0,5%	-5,7%	-5,1%	0,4%
DAX	10272	-0,4%	-10,6%	-6,6%	4,8%
MDAX	19810	0,2%	-6,2%	0,3%	17,0%
TecDAX	1738	1,1%	-1,3%	6,7%	26,7%
EuroStoxx 50	3230	-1,2%	-11,2%	-6,5%	2,7%
Stoxx 50	3067	-1,0%	-10,9%	-7,1%	2,1%
SMI (Swiss Market Index)	8788	0,1%	-6,6%	-2,1%	-2,2%
Nikkei 225	18300	0,6%	-11,7%	-8,9%	4,9%
Brasilien BOVESPA	46141	-2,6%	-5,0%	-12,6%	-7,7%
Russland RTS	796	-1,2%	-4,4%	-15,6%	0,7%
Indien BSE 30	25622	-0,6%	-9,3%	-3,2%	-6,8%
China Shanghai Composite	3196	1,1%	-14,6%	-37,5%	-1,2%
MSCI Welt (in €)	1628	0,5%	-9,1%	-6,8%	3,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	810	1,1%	-10,8%	-16,4%	-8,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	154,69	83	26	528	-118
Bobl-Future	128,69	-167	-177	3	-159
Schatz-Future	111,29	-3	-6	18	20
3 Monats Euribor	-0,04	0	-1	-2	-11
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,04	0	-1	-7	0
3 Monats \$ Libor	0,33	0	2	5	8
Fed Funds Future, Dez 2015	0,28	0	-6	-9	0
10-jährige US Treasuries	2,22	5	5	-20	5
10-jährige Bunds	0,70	-3	4	-26	16
10-jährige JGB	0,36	-2	-6	-8	3
US Treas 10Y Performance	564,87	-0,1%	0,1%	2,6%	1,2%
Bund 10Y Performance	574,10	0,3%	-0,4%	2,9%	-0,6%
REX Performance Index	471,06	0,4%	0,4%	1,0%	-0,2%
Hypothekenzinsen USA	3,89	0	-2	2	6
IBOXX AA, €	1,33	-2	14	-4	44
IBOXX BBB, €	2,11	-3	18	7	32
ML US High Yield	7,44	-7	4	72	49
JPM EMBI+, Index	701	0,4%	0,3%	0,8%	1,3%
Wandelanleihen Exane 25	6702	0,0%	-2,3%	-0,5%	3,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	394,78	-0,4%	-1,1%	-8,0%	-11,8%
MG Base Metal Index	257,01	1,5%	1,6%	-11,3%	-15,4%
Rohöl Brent	47,71	-2,9%	-2,9%	-23,6%	-16,8%
Gold	1109,71	-1,3%	1,2%	-5,7%	-6,5%
Silber	14,63	-0,3%	-1,9%	-8,6%	-7,1%
Aluminium	1607,75	-0,1%	3,3%	-6,1%	-11,9%
Kupfer	5381,75	2,2%	4,2%	-9,6%	-15,5%
Eisenerz	58,00	3,6%	-0,9%	-7,2%	-19,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	855	-4,0%	-28,8%	39,7%	9,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1214	-0,1%	2,5%	-0,3%	-7,6%
EUR/ GBP	0,7264	-0,3%	2,7%	-1,0%	-6,4%
EUR/ JPY	135,47	0,4%	-0,7%	-2,9%	-6,7%
EUR/ CHF	1,0945	0,4%	1,9%	4,6%	-9,0%
USD/ JPY	120,51	0,4%	-3,0%	-3,1%	0,7%

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.