

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Internationaler Währungsfonds senkt Prognose für die Weltwirtschaft

Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat seine Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft nach unten revidiert: Für das Jahr 2015 rechnet der Fonds nun mit einem Wachstum von 3,1%, 2016 soll die Weltwirtschaft um 3,6% zulegen (Juli-Prognose: 2015: 3,3%; 2016: 3,8%). Im Rahmen des halbjährlich erscheinenden World Economic Outlook hat der IWF auch seine Wachstumsprognosen für zahlreiche einzelne Länder überarbeitet. Ein Blick auf das Zahlenwerk zeigt, dass die Mehrzahl der Prognosen für dieses und nächstes Jahr gesenkt worden sind. Zwischen den einzelnen Ländergruppen gibt es jedoch Unterschiede: Während der IWF für die Gruppe der Industrieländer mehrheitlich nur leichte Revisionen nach unten vorgenommen hat, haben sich die Wachstumsperspektiven einiger Schwellenländer deutlich eingetrübt.

World Economic Outlook des IWF

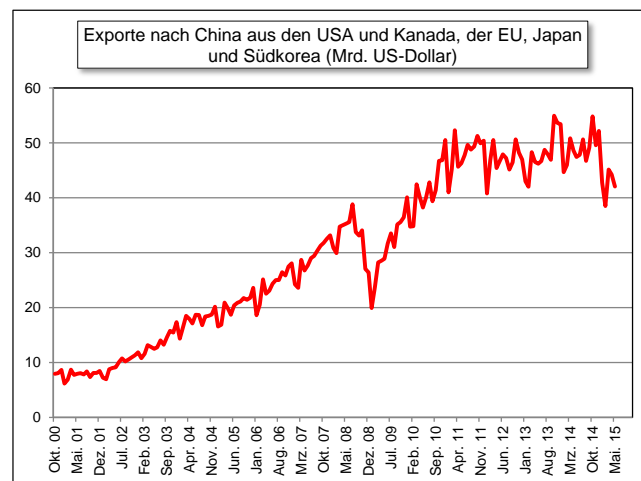
Wachstumsrate des BIP	Oktober-Prognose		Juli-Prognose	
	2015	2016	2015	2016
Welt	3,1%	3,6%	3,3%	3,8%
Industrieländer	2,0%	2,2%	2,1%	2,4%
USA	2,6%	2,8%	2,5%	3,0%
Euro-Zone	1,5%	1,6%	1,5%	1,7%
Deutschland	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%
Frankreich	1,2%	1,5%	1,2%	1,5%
Italien	0,8%	1,3%	0,7%	1,2%
Spanien	3,1%	2,5%	3,1%	2,5%
Großbritannien	2,5%	2,2%	2,4%	2,2%
Japan	0,6%	1,0%	0,8%	1,2%
Brasilien	-3,0%	-1,0%	-1,5%	0,7%
Russland	-3,8%	-0,6%	-3,4%	0,2%
China	6,8%	6,3%	6,8%	6,3%
Indien	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%

Nach IWF-Kalkulationen fällt das Wachstum in den Industrieländern 2015 etwas stärker aus als im Jahr 2014, trotz der jüngst gesenkten Prognose. In den Schwellenländern nimmt die Wachstumsdynamik dagegen noch deutlicher ab als bislang prognostiziert (2014: 4,6%; 2015: 4,0%). Damit setzt sich ein Trend fort, der bereits 2010 begonnen hat: Damals legte die Wirtschaftsleistung der Schwellenländer noch um 7,5% zu, seither ist die Wachstumsrate jedes Jahr kontinuierlich gesunken. Vor diesem Hintergrund weist der IWF darauf hin, dass nicht allein zyklische und damit eher kurzfristige Faktoren für die Wachstumsschwäche verantwortlich sein dürften, sondern auch mittel- und langfristig wirkende Kräfte. Dies ist insofern ein relevanter Punkt, als dass eine künftige konjunkturelle Erholung in den Schwellenländern schwächer ausfallen könnte, wenn diese mittel- und langfristig wirkenden Kräfte weiterhin am Werk sein sollten.

Wir teilen grundsätzlich die Einschätzung des IWF, dass die Konjunkturrisiken im Allgemeinen und insbesondere in den Schwellenländern zuletzt zugenommen haben. Eine eher rückläufige konjunkturelle Dynamik spiegelt sich bereits seit einiger Zeit auch in unseren Modellen wider. Bemerkenswert ist allerdings, dass der IWF nur auf der Tonspur auf einen der derzeit größten Risikofaktoren für die Weltwirtschaft hinweist: Die wirtschaftliche Schwäche

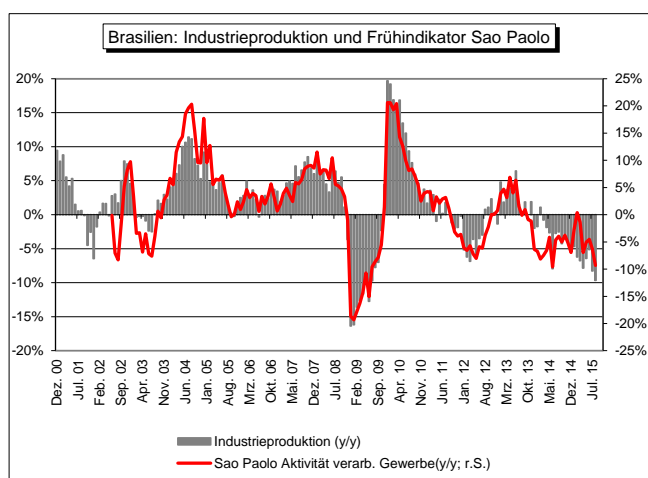
Chinas. Hier sehen die IWF-Ökonomen offenbar größere Risiken als bislang, dass sich das geringere Wachstum der chinesischen Wirtschaft doch auf andere Länder ausbreiten könnte: Sowohl die Handelseffekte auf andere asiatische Länder könnten stärker als befürchtet ausfallen, als auch die dämpfenden Effekte auf die Preise von Rohstoffen. Dies hätte zwar positive wirtschaftliche Effekte auf die Industrieländer, die von den günstigeren Rohstoffpreisen profitieren, für rohstoffexportierende Schwellenländer stiegen die Herausforderungen jedoch erheblich. Zudem wird explizit darauf hingewiesen, dass der Umbau der chinesischen Wirtschaft weg von Investitionen und hin zu einem stärkeren privaten Verbrauch die Parteispitze vor erhebliche Herausforderungen stellen werde. Dennoch wurde die Wachstumsprognose für China mit 6,8% im laufenden und 6,3% im kommenden Jahr unverändert belassen. Damit zeigt sich der IWF geringfügig optimistischer als wir.

Die Indikatoren, die wir zur indirekten Messung der Aktivität in China heranziehen, deuten noch nicht darauf hin, dass sich das ökonomische Bild zuletzt deutlich aufgehellt hat. Allerdings haben wir auch nicht den Eindruck, dass sich die Daten zuletzt nochmals deutlich verschlechtert haben, vielmehr scheint sich die Lage auf einem relativ niedrigen Niveau zunächst einmal stabilisiert zu haben. Damit ergibt sich aus unserer Sicht ein recht nüchternes Bild: Der Zustand der chinesischen Wirtschaft erlaubt derzeit weder eine ausnehmend skeptische noch eine ausnehmend optimistische Einschätzung.



Ein wichtiger Indikator, den wir eng verfolgen, sind zum Beispiel die Ausfuhren anderer Länder nach China. Diese erlauben aus unserer Sicht einen verlässlichen Rückschluss auf die Binnennachfrage im Reich der Mitte. In unserem Chart haben wir die Exporte aus den USA, Kanada, der EU, Japan und Südkorea in US-Dollar aggregiert. Gut erkennbar ist der Rückgang zum Jahresbeginn 2015, der ungewöhnlich stark ausgefallen ist. Dieser konnte zuletzt zumindest teilweise wieder wettgemacht werden. Dennoch lagen die Ausfuhren nach China in den ersten fünf Monaten des Jahres 2015 um rund 10% niedriger als in den ersten fünf Monaten 2014. In den vier Jahren davor war in den ersten fünf Monaten des Jahres dagegen durchschnittlich

ein Export-Plus von rund 6% zu verzeichnen. Die Ausfuhren aus der Eurozone, bei denen mittlerweile Zahlen bis Juli vorliegen, bleiben trotz eines zuletzt insgesamt aufwärts gerichteten Trends immer noch um 17,5% hinter der Summe der ersten sieben Monate 2014 zurück. Auch bei der Stromproduktion in China oder der konjunkturellen Entwicklung in Hongkong und Taiwan, die wir ebenfalls als Indikatoren für den Zustand der chinesischen Wirtschaft heranziehen, zeichnet sich auf einem vergleichsweise schwachen Niveau noch keine deutliche Verbesserung ab. Immerhin gibt es in einigen Bereichen – wie den chinesischen Hauspreisen und der Geldmengenentwicklung – mittlerweile auch wieder leichte Verbesserungen. Wir rechnen daher weiterhin mit einem stetigen Umbau der chinesischen Wirtschaft, der mit geringeren Wachstumsraten in der Zukunft einhergehen wird, jedoch insgesamt in geordneten Bahnen bleiben dürfte.

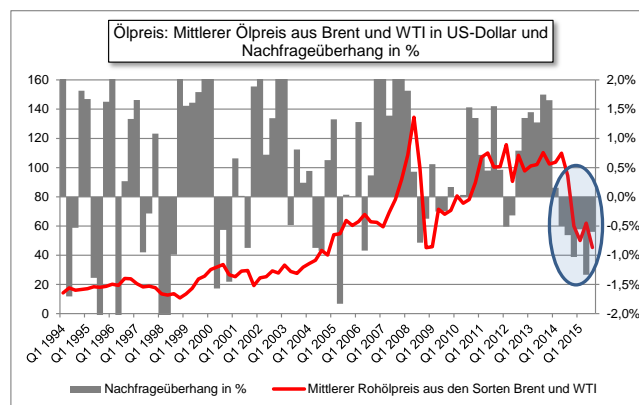


Die deutlichste Revision bei den großen Schwellenländern gab es bei Brasilien, wo der IWF seine Wachstumsprognose 2015 um 1,5 Prozentpunkte auf -3,0% und 2016 um 1,7 Prozentpunkte auf -1,0% reduziert hat. Diesen Schritt halten wir für überfällig: In unserem Länderallokationsmodell weist Brasilien aktuell den schwächsten Wert in den letzten 12 Jahren aus und schneidet sogar noch etwas schlechter ab als zu den dunkelsten Zeiten der Finanzkrise. Sowohl zyklisch als auch strukturell sehen wir keinen Grund für eine baldige wirtschaftliche Trendwende (für eine detaillierte Einschätzung siehe Konjunktur und Strategie vom 20.08.2015). Lediglich ein unerwarteter, deutlicher und nachhaltiger Preisanstieg bei Rohstoffen könnte dazu beitragen, dass das Jahr 2016 doch noch eine (leicht) positive konjunkturelle Überraschung bereithält.

Im Großen und Ganzen teilen wir das Bild, das die neuen Wachstumsprognosen des IWF zeichnen: Schwächeres Wachstum im laufenden Jahr, leichte Erholung im kommenden Jahr und zunehmende konjunkturelle Risiken. Damit bleibt das Umfeld für den Investor herausfordernd, denn ganz eindeutige Signale von der fundamentalen Seite für die Positionierung bleiben zunächst einmal aus. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unsere Einschätzung, dass eine vergleichsweise ausgewogene Positionierung im gegenwärtigen Umfeld angemessen erscheint. Eine anhaltende Wachstumsschwäche in den Schwellenländern könnte zu einer vorsichtigeren Einschätzung führen. Ein Ende

der aktuellen Schwäche in den USA (die wir vor allem auf Lagereffekte zurückführen) oder deutlich bessere Daten aus den Industrieländern würden uns wieder zu einer optimistischeren Einschätzung bewegen.

Erhöhte Aufmerksamkeit ist indes aktuell auch deshalb notwendig, weil unsere Modelle ein Umfeld signalisieren, in dem vor allem markttechnische Faktoren eine Rolle spielen. Grundsätzlich haben wir den Eindruck, dass die Schnäppchenjäger in Europa zurückgekehrt sind und wieder Aktien kaufen, was wir als klar positives technisches Signal werten würden. Auch von Seiten der Charttechnik scheint sich das Bild zuletzt etwas aufgehellt zu haben.



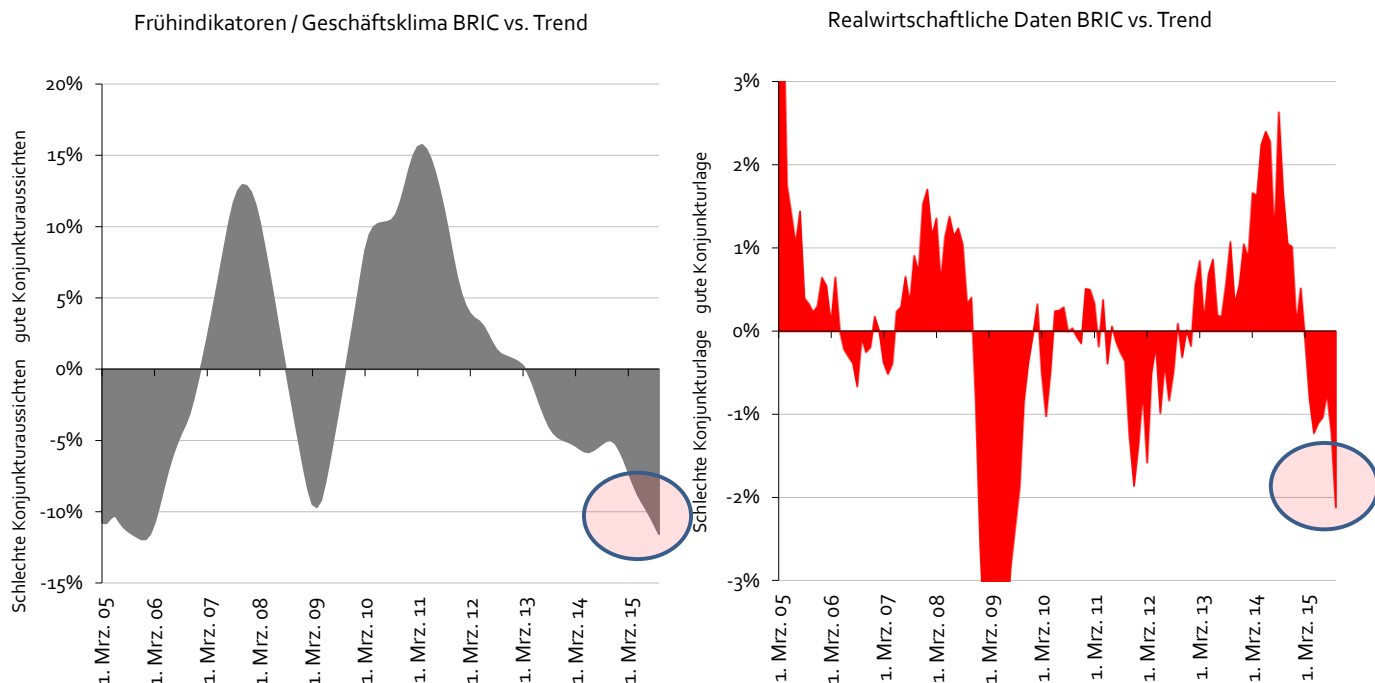
Schwierig ist aus unserer Sicht, dass aktuell vor allem die lange verteuerten Sektoren Öl und Gas sowie Rohstoffe verstärkt nachgefragt werden. Wir hatten an dieser Stelle bereits mehrfach darauf hingewiesen, dass diese Sektoren ungeliebt und von vielen Investoren stark untergewichtet worden sind. Fundamental zu Recht, denn trotz geringerer Investitionen in neue Förderstellen und einzelner Minenschließungen bestehen bei vielen Rohstoffen immer noch deutliche Überkapazitäten. Doch mit dieser Einschätzung haben wir nicht alleine dagestanden, und mit einer starken Untergewichtung bei vielen Investoren geht grundsätzlich auch eine Gefahr einher, wenn die Stimmung dreht (worauf wir ebenfalls hingewiesen haben). Leerverkäufer müssen sich eindecken, und Investoren mit engen Benchmark-Vorgaben müssen zukaufen, sobald die Kurse bei diesen Aktien zulegen. Verstärkt werden kann dies dadurch, dass unserem Eindruck nach auch die Rohstoffe selbst stark leerverkauft worden sind, und die Liquidität in diesem Markt insgesamt abgenommen hat. Bereits in den letzten Tagen war zu sehen, dass die hier beschriebene Konstellation für erhebliche Bewegungen an den Börsen sorgen kann: So stiegen die Kurse von Aktien wie Glencore (81%), Tullow Oil (54%) und Repsol (23%, jeweils vom niedrigsten Schlusskurs der letzten 30 Tage bis zum Schlusskurs gestern) binnen kurzer Zeit stark an. Ähnliche Bewegungen waren auch bei Aktien aus diesen Sektoren in den USA zu beobachten. Dies ist für kurzfristig agierende Investoren durchaus ein spannendes Umfeld, wo sich Opportunitäten ergeben können. Investoren mit einem mittel- und langfristigen Anlagehorizont sollten jedoch im Hinterkopf behalten, dass die Rally im Öl-und-Gas- bzw. Rohstoffbereich derzeit zumindest von den fundamentalen Daten noch nicht gedeckt ist.

**Wochenausblick für die Zeit vom 12. bis 16. Oktober 2015**

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Veröffentlichung
D: Inflationsrate endgültig m/m	0,1%	-0,1%	-0,2%	0,0%	0,0%		13. Oktober
D: Inflationsrate endgültig y/y	0,7%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%		13. Oktober
D: ZEW-Index Geschäftsklima	41,9	31,5	29,7	25,0	12,1	3,0	13. Oktober
D: ZEW-Index aktuelle Lageeinschätzung	65,7	62,9	63,9	65,7	67,5	61,0	13. Oktober
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,2%	-0,3%	0,6%	0,0%	0,0%		14. Oktober
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,6%	1,5%	1,9%	1,5%			14. Oktober
E-19: Inflationsrate endgültig m/m	0,2%	0%	-0,6%	0,0%	0,0%		16. Oktober
E-19: Inflationsrate endgültig y/y	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%		16. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: BRIC-Länder in konjunktureller Talfahrt**



Verknüpft man die verfügbaren Frühindikatoren für die einzelnen BRIC-Länder zu einem gemeinsamen Index, erinnert die aktuelle Lage durchaus an das Jahr 2009 – so schlecht ist derzeit die Konjunkturlage in China, Brasilien, Russland und Indien. Auch aus Sicht realwirtschaftlicher Daten ist die aktuelle Situation kaum besser. Nach unseren Berechnungen haben sich Daten wie Industrieproduktion, Exporte oder Auftragseingänge derart abgeschwächt, dass auch aus dieser Perspektive Erinnerungen an die Rezession von 2008/2009 wach werden. Das kann nicht komplett ohne Konsequenzen für die Wirtschaft in Europa bleiben, auch wenn wir bisher davon ausgegangen sind, dass die Effekte in ihrem Ausmaß begrenzt bleiben. Nun hat aber selbst die EZB vor einer unerwartet starken Konjunkturabkühlung in den Schwellenländern gewarnt und geht davon aus, dass diese Entwicklung zu einer

nur gedämpften Erholung im Euro-Raum führen wird. Für den EZB-Chefvolkswirt ist es allerdings noch zu früh, Aussagen darüber zu treffen, inwieweit sich diese Entwicklung auf den Inflationsausblick auswirken wird. Auch wir trauen uns hier keine konkrete Prognose zu, jedoch ist die Richtung der Wirkung ganz klar – eine schwächere konjunkturelle Dynamik in den Schwellenländern führt zu einer Art importierter Deflation und hat damit eine inflationsdämpfende Wirkung auch auf europäische Volkswirtschaften. Für den Rentenmarkt sollte dieses Szenario prinzipiell unterstützend wirken, jedoch gibt es derzeit Berichte darüber, wonach die chinesische Notenbank massiv Staatsanleihen westlicher Industriestaaten verkauft, was das Kurspotenzial dieser Assetklasse temporär begrenzt.

	Stand 08.10.2015	Veränderung zum			
		01.10.2015 -1 Woche	07.09.2015 -1 Monat	07.07.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	16912	3,9%	5,0%	-4,9%	-5,1%
S&P 500	1996	3,7%	3,9%	-4,1%	-3,1%
Nasdaq	4791	3,5%	2,3%	-4,1%	1,2%
DAX	9970	4,8%	-1,4%	-6,6%	1,7%
MDAX	19944	4,0%	3,1%	2,7%	17,8%
TecDAX	1768	2,3%	4,4%	8,8%	28,9%
EuroStoxx 50	3226	5,1%	0,9%	-2,1%	2,5%
Stoxx 50	3091	4,3%	1,8%	-4,2%	2,9%
SMI (Swiss Market Index)	8639	1,5%	-0,8%	-1,4%	-3,8%
Nikkei 225	18323	3,4%	2,6%	-10,1%	5,0%
Brasilien BOVESPA	48914	7,9%	5,2%	-6,6%	-2,2%
Russland RTS	844	8,0%	8,8%	-4,7%	6,8%
Indien BSE 30	27036	3,1%	8,6%	-4,0%	-1,7%
China Shanghai Composite	3053	0,0%	-0,9%	-18,1%	-5,6%
MSCI Welt (in €)	1653	3,1%	2,3%	-7,0%	4,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	851	5,6%	8,2%	-11,3%	-4,1%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	156,17	-60	154	227	30
Bobl-Future	129,03	-19	-153	-117	-125
Schatz-Future	111,34	-4	2	-3	24
3 Monats \$ Libor	0,32	-1	-1	4	6
10-jährige US Treasuries	2,06	2	-9	-17	-12
10-jährige Bunds	0,59	5	-8	-5	5
10-jährige JGB	0,34	0	-1	-12	1
US Treas 10Y Performance	571,92	-0,1%	1,0%	2,0%	2,5%
Bund 10Y Performance	580,43	-0,5%	0,8%	0,9%	0,5%
REX Performance Index	473,62	-0,2%	0,5%	0,7%	0,4%
Hypothekenzinsen USA	3,85	0	-4	-23	2
IBOXX AA, €	1,38	1	7	7	49
IBOXX BBB, €	2,33	-7	22	24	54
ML US High Yield	7,96	-32	43	97	101
JPM EMBI+, Index	709	1,9%	1,6%	1,3%	2,5%
Wandelanleihen Exane 25	6717	0,0%	0,9%	0,6%	4,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	401,72	3,5%	2,0%	-4,8%	-10,2%
MG Base Metal Index	249,94	0,3%	0,0%	-7,0%	-17,7%
Rohöl Brent	50,17	4,9%	0,5%	-13,1%	-12,5%
Gold	1146,93	2,8%	2,5%	-0,5%	-3,3%
Silber	16,01	9,7%	9,7%	6,9%	1,7%
Aluminium	1561,00	0,4%	-1,2%	-3,8%	-14,5%
Kupfer	5196,00	1,7%	0,6%	-2,5%	-18,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	841	-5,3%	-4,0%	1,3%	7,5%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,13	1,0%	1,1%	3,1%	-7,2%
EUR/ GBP	0,73	-0,8%	0,4%	3,5%	-5,5%
EUR/ JPY	135,30	1,3%	1,7%	1,1%	-6,8%
EUR/ CHF	1,09	-0,2%	0,1%	4,8%	-9,5%
USD/ JPY	120,02	0,1%	0,6%	-2,1%	0,3%

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.