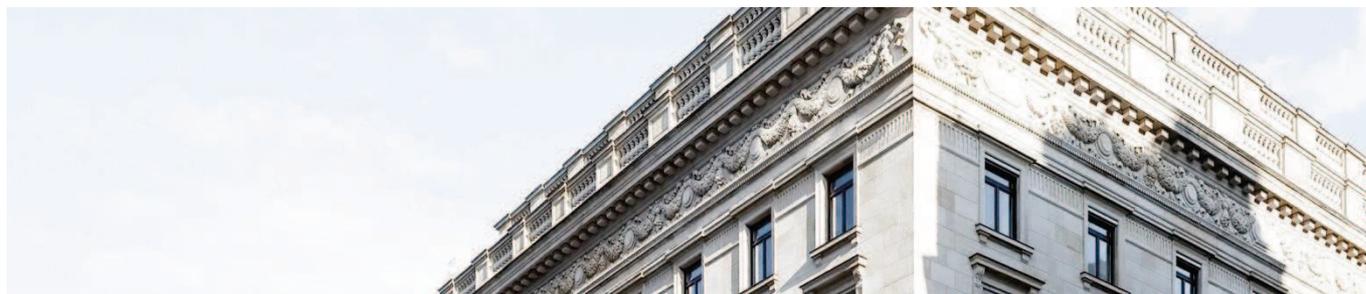




M.M. WARBURG & CO

BANK



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

15. November 2018

### **Peking, wir haben ein Problem!**

Seit vielen Jahren weist die chinesische Wirtschaft ein außerordentlich starkes Wachstum auf. Mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 9,5 Prozent seit dem Jahr 1980 gehört das Land zu den wachstumsstärksten Ländern weltweit. Dies ist für sich genommen keine große Überraschung, denn die Wachstumsmöglichkeiten einer Volkswirtschaft werden maßgeblich durch die Demografie und die Produktivität der eingesetzten Produktionsfaktoren bestimmt, und mit seinen fast 1,4 Milliarden Menschen ist China immer noch das bevölkerungsreichste Land der Erde. In den vergangenen vierzig Jahren ist China von einem der ärmsten Länder zur weltweit zweitgrößten Volkswirtschaft (gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt in US-Dollar) aufgestiegen. In diesem Zeitraum ist das Pro-Kopf-Einkommen so stark angestiegen, dass mehr als 800 Millionen Chinesen die Armutsgrenze hinter sich gelassen haben. Mittlerweile gibt es einige Provinzen, die den Entwicklungsstand der großen Industrieländer erreicht haben. Zusammengerechnet übertrifft die Wirtschaftsleistung dieser wenigen chinesischen Regionen bereits die von Großbritannien.

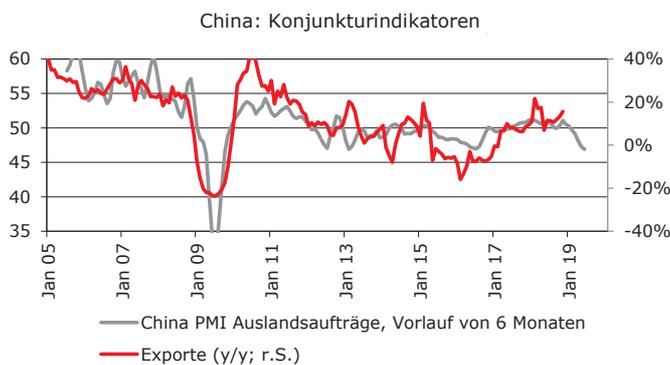
Nachdem sich die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsproduktes im vergangenen Jahr aufgrund der Erholung des Welthandels und einer sich belebenden Inlandskonjunktur das erste Mal seit 2010 wieder beschleunigte, zeichnet sich für dieses Jahr eine etwas geringere Konjunkturdynamik ab. So wird das chinesische BIP voraussichtlich um 6,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr wachsen (2017: 6,9 Prozent). Dieser Wert würde nur dann nicht erreicht werden, wenn sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal deutlich ab-

schwächt, wovon wir aber nicht ausgehen. Für die folgenden beiden Jahre erwartet der IWF Wachstumsraten von jeweils 6,2 Prozent, die sich in den drei darauf folgenden Jahren jeweils um etwa 0,2 Prozentpunkte reduzieren sollen. Unter der Voraussetzung, dass sich die Erwartung einer nur graduellen Wachstumsabschwächung als richtig erweist, könnte China schon im Jahr 2030 die USA als weltgrößte Wirtschaftsnation ablösen.

Allerdings gibt es bis dahin noch einige Klippen zu umschiffen. So haben sich in jüngster Zeit die Anzeichen dafür verdichtet, dass dem Land eine stärkere wirtschaftliche Abschwächung bevorstehen könnte. Eine etwas geringere Wirtschaftsdynamik ist zwar durchaus (ein)geplant und auch im Interesse der chinesischen Regierung, da man den Fokus vom jahrelangen „high-speed growth“ zu einem „high-quality growth“ verschieben möchte, allerdings gibt es eine Reihe von Herausforderungen, die diesen Weg behindern. Vor allem der drohende Handelskrieg mit den USA könnte dazu führen, dass das chinesische Wachstum im nächsten Jahr stärker als erwartet einknickt. Neben den Zöllen auf Stahl und Aluminium, die Anfang März von US-Präsident Trump eingeführt wurden, folgten im Juni weitere Strafzölle in Höhe von 25 Prozent auf chinesische Exporte in die USA mit einem Volumen von 50 Milliarden US-Dollar. Im selben Monat wurden weitere Zölle von zunächst zehn Prozent auf US-Einfuhren aus China mit einem Volumen von 200 Milliarden US-Dollar als Antwort auf chinesische Gegenmaßnahmen beschlossen. Kommt es nicht zu einer Einigung im Handelsstreit, wird dieser Zollsatz Anfang 2019 von zehn auf 25 Prozent erhöht. Zudem könnten auch alle

übrigen Exporte von China in die USA (rund 250 Milliarden US-Dollar) mit Zöllen von 25 Prozent belegt werden.

Bislang haben die eingeführten Handelsbeschränkungen zu kaum messbaren Effekten geführt. Statt die chinesischen Ausfuhren zu dämpfen, ist bislang sogar ein gegenteiliger Effekt zu beobachten: So sind die gesamten Ausfuhren aus China in den ersten neun Monaten dieses Jahres um fast 14 Prozent angestiegen, das ist der stärkste Zuwachs seit dem Jahr 2011. Noch stärker haben die chinesischen Importe zugenommen, deren Plus beläuft sich auf gut 20 Prozent. Dies führt dazu, dass sich der Überschuss in der chinesischen Außenhandelsbilanz 2018 das dritte Jahr in Folge verringern wird, sodass der Außenhandel einen negativen Effekt auf das Wirtschaftswachstum ausübt. Der negative Wachstumsbeitrag beläuft sich in diesem Jahr auf etwa 0,7 Prozentpunkte. Zum Leidwesen von US-Präsident Trump nimmt der Außenhandelsüberschuss im bilateralen Handel zwischen China und den USA dagegen weiter zu. Denn während sich die Ausfuhren Chinas in die USA in diesem Jahr nochmals deutlich erhöht haben – hierfür dürften Vorzieheffekte eine wichtige Rolle gespielt haben – gilt dies für die Importe aus den USA nicht. Dies hat zur Folge, dass das US-Handelsbilanzdefizit mit China in diesem Jahr einen neuen Rekordwert erreichen wird.



Dies deutet darauf hin, dass der Druck der US-Regierung, mit China einen „Deal“ im Handelsstreit zu erzielen, hoch bleiben wird. Bewegt sich China nicht in die von den USA gewünschte Richtung, wird der Handelsstreit vermutlich in einen Handelskrieg übergehen. Dann wird es nicht nur bei den bislang in erster Linie psychologischen Effekten für den globalen Handel bleiben, sondern dann muss mit deutlicheren Bremsspuren beim Welthandel und dem globalen Wirtschaftswachstum gerechnet werden. Die rückläufige Entwicklung bei den Auslandsaufträgen, die sich in dem chinesischen

Einkaufsmanagerindex zeigt, gibt bereits einen Vorge-schmack auf das, was mit Chinas Ausfuhren im nächs-ten Jahr passieren könnte: Statt eines deutlichen Wachstums könnten die Ausfuhren im nächsten Jahr stagnieren oder sogar sinken. Dies war beispielsweise sowohl 2015 als auch 2016 der Fall. Die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum hängen dann davon ab, wie sich die Importe im kommenden Jahr entwickeln. Für den Fall, dass diese ebenfalls den Rückwärtsgang einlegen, könnte sich der negative Wachstumsbeitrag des Außenhandels sogar reduzieren, sodass das chinesische Wirtschaftswachstum von dieser Entwicklung für sich genommen sogar profitieren würde. Negativ wäre dies aber für die Weltwirtschaft und Chinas wichtigste Handelspartner, zu denen unter anderem auch Deutschland gehört. Denn schwächere Importe würden signalisieren, dass auch der inländische Konsum bzw. die inländischen Investitionen weniger stark wachsen.

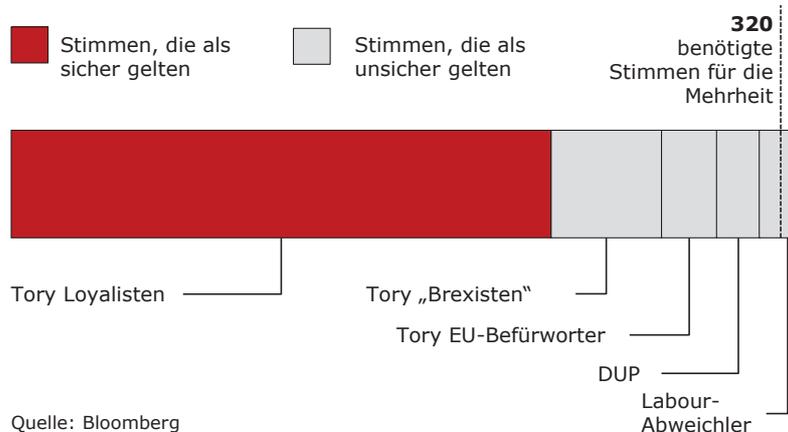
Positiv ist allerdings hervorzuheben, dass die chinesi-sche Regierung in den vergangenen Jahren damit be-gonnen hat, eine Reihe von wichtigen Reformen einzu-leiten, die das Risiko einer nachhaltigen konjunkturellen Abschwächung verringern. Dazu gehören ein besseres soziales Sicherungssystem, der Abbau von Marktein-trittsbarrieren sowie die Verringerung des Einflusses von Staatsbetrieben und der Einkommensungleichheit, aber auch eine stärkere Fokussierung auf den Umwelt-schutz, indem die Kapazitäten in der Stahl- und Kohle-industrie reduziert werden. Hinzu kommt, dass China erkannt hat, dass die Verschuldung im Unternehmens- und Haushaltssektor abgebaut werden muss, um dem Risiko einer Finanzkrise zu begegnen. Gerade letztere Maßnahmen können jedoch kurzfristig das Wachstum bremsen, sodass es nicht verwunderlich wäre, wenn sich das Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr auf unter sechs Prozent abschwächen würde. Langfristig profitiert Chinas Wirtschaft aber von diesen Reformen, sodass das Wachstum auch wieder eine Rate von mehr als sechs Prozent erreichen kann. Denn es sollte nicht ver-gessen werden, dass China zu den Ländern gehört, die massiv von der Digitalisierung der (Welt-) Wirtschaft profitieren. Die regulatorischen Rahmenbedingungen begünstigen unter anderem E-Commerce- und Fintech-Unternehmen, zumal es in China mit fast 750 Millionen Menschen mehr Internetnutzer als in jedem anderen Land der Erde gibt. Auch wenn es also in der nahen Zukunft für das Land viele Herausforderungen zu meis-tern gilt, sind die mittel- und langfristigen Wachstums-aussichten intakt.

## Wochenausblick für die Zeit vom 19. November bis 23. November 2018

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise m/m	0,4%	0,2%	0,3%	0,5%	0,3%		20. November
D: Produzentenpreise y/y	2,9%	2,9%	3,1%	3,2%	3,3%		20. November
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	55,9	56,9	55,9	53,7	52,2	52,6	23. November
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	54,5	54,1	55,0	55,9	54,7	54,5	23. November
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-0,6	-0,5	-1,9	-2,9	-2,7	-3,0	22. November
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	54,9	55,1	54,6	53,2	52,0	52,4	23. November
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	55,2	54,2	54,4	54,7	53,7	53,9	23. November

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Harter Kampf um die Mehrheit im Parlament



Nach über fünfstündiger Verhandlung konnte Premierministerin Theresa May am gestrigen Abend verkünden, dass das Kabinett die Zustimmung zum EU-Austrittsvertrag gegeben hat. Damit ist ein erster wichtiger Meilenstein für einen geordneten Brexit erreicht. Nun werden in den nächsten Tagen die EU-Staaten über das Vertragswerk entscheiden. Wenn auch diese Hürde genommen ist, könnte EU-Ratschef Donald Tusk zum Brexit Sondergipfel am oder kurz nach dem 25. November laden. Nach diesem zweiten Schritt folgt dann die größte Hürde: die Abstimmung im Britischen Parlament.

Eine Mehrheit für den Vertrag ist gelinde gesagt unsicher. Momentan umfasst das Parlament im House of Commons 650 Mitglieder. Davon sind der Sprecher des Parlaments als auch seine drei Stellvertreter nicht stimmfähig. Des Weiteren haben die sieben Abgeordneten der Sinn Féin ihre Plätze in Westminster nicht eingenommen. Somit bleiben 639 Abgeordnete übrig. Theresa May muss also 320 von ihnen hinter sich vereinen, um die Mehrheit für den Brexit-Deal zu erreichen. Rund 235 Stimmen gelten als sicher, 85 weitere müssen noch bis zur Abstimmung vom Abkommen überzeugt werden. Sollte es der Premierministerin gelingen, die Mehrheit im Parlament auf sich zu vereinen, ist der Weg für einen geordneten Brexit am 29. März 2019 frei. Bei

einer Ablehnung des Vertrages durch das House of Commons droht Großbritannien der ungeordnete Brexit. Damit würden die Briten ohne Abkommen die EU verlassen, wodurch sie den Status eines gewöhnlichen Drittlandes erhalten und in Konsequenz auch den Zugang zum europäischen Binnenmarkt verlieren würden. Laut einer Studie des IWF könnte ein unregelmäßiger Brexit das britische Wirtschaftswachstum bis 2030 insgesamt um bis zu 4% reduzieren.

Nachdem es im Zuge der gestrigen Zustimmung durch das Kabinett heute bereits zu Rücktritten des Brexit Ministers Raab, Arbeitsministerin McVey und Nordirland-Staatssekretärs Vara kam, spekulieren einige britische Medien bereits über einen bevorstehenden Misstrauensantrag gegen May. Für solch einen Antrag wären entsprechende Briefe von 48 Tory-Parlamentariern nötig. Für die Premierministerin geht es nun nicht nur darum, in ihren eigenen Reihen und in der Opposition um die fehlenden Stimmen zu kämpfen, sondern auch darum verlorenes Vertrauen wieder herzustellen. Als mögliches Abstimmungsdatum im britischen Parlament wird der 10. Dezember gehandelt. In Reaktion auf die Rücktritte und die Uneinigkeiten während der Kabinettabstimmung geriet neben den Aktien im Banken- und Bausektor auch das britische Pfund deutlich unter Druck.

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	15.11.2018	08.11.2018	12.10.2018	14.08.2018	14.11.2017	29.12.2017
	17:19	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24932	-4,8%	-1,6%	-1,5%	6,5%	0,9%
S&P 500	2685	-4,3%	-3,0%	-5,5%	4,1%	0,4%
Nasdaq	7136	-5,2%	-4,8%	-9,3%	5,9%	3,4%
DAX	11334	-1,7%	-1,6%	-8,3%	-13,0%	-12,3%
MDAX	23719	-2,5%	-0,6%	-10,8%	-10,0%	-9,5%
TecDAX	2567	-3,9%	-0,7%	-11,9%	3,0%	1,5%
EuroStoxx 50	3174	-2,0%	-0,6%	-6,9%	-10,7%	-9,4%
Stoxx 50	2909	-2,4%	0,3%	-6,0%	-7,4%	-8,5%
SMI (Swiss Market Index)	8838	-2,8%	2,1%	-1,9%	-3,2%	-5,8%
FTSE 100	6988	-2,1%	-0,1%	-8,2%	-5,8%	-9,1%
Nikkei 225	21804	-3,0%	-3,9%	-2,5%	-2,6%	-4,2%
Brasilien BOVESPA	85973	0,4%	3,7%	9,4%	21,4%	12,5%
Russland RTS	1131	-2,1%	-0,9%	4,6%	-0,5%	-2,0%
Indien BSE 30	35261	0,1%	1,5%	-6,8%	7,0%	3,5%
China Shanghai Composite	2668	1,2%	2,3%	-4,1%	-22,2%	-19,3%
MSCI Welt (in €)	2015	-2,3%	-0,1%	-4,9%	3,0%	1,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	968	-1,6%	1,1%	-6,3%	-10,1%	-11,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	160,14	77	161	-307	-225	-154
Bobl-Future	131,76	60	98	-59	7	15
Schatz-Future	112,01	11	17	-3	-25	4
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	0	-1	-3	-3	0
3 Monats \$ Libor	2,63	1	19	31	121	93
Fed Funds Future, Dez 2018	2,28	-1	2	6	56	0
10-jährige US Treasuries	3,09	-14	-7	19	70	68
10-jährige Bunds	0,36	-10	-14	3	-4	-7
10-jährige Staatsanl. Japan	0,11	-2	-4	0	6	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,03	-6	-11	7	6	10
US Treas 10Y Performance	554,36	0,7%	0,1%	-1,6%	-4,6%	-4,7%
Bund 10Y Performance	617,83	0,5%	1,0%	-0,6%	1,5%	1,7%
REX Performance Index	485,59	0,5%	0,9%	-0,1%	0,5%	1,0%
IBOXX AA, €	0,85	-2	-1	18	17	17
IBOXX BBB, €	1,87	5	10	32	70	64
ML US High Yield	7,14	25	38	60	88	99
JPM EMBI+, Index	780	-0,5%	-0,5%	0,3%	-5,2%	-6,7%
Wandelanleihen Exane 25	7181	0,0%	-0,2%	-2,9%	-2,3%	-2,9%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	414,52	-0,4%	-0,8%	-0,8%	-3,7%	-4,1%
MG Base Metal Index	301,28	-1,0%	-4,6%	-3,2%	-12,4%	-16,0%
Rohöl Brent	67,30	-5,8%	-16,6%	-7,4%	9,2%	1,0%
Gold	1213,55	-0,9%	-0,4%	1,3%	-5,1%	-6,9%
Silber	14,07	-2,7%	-3,6%	-6,7%	-17,3%	-17,3%
Aluminium	1925,75	-2,7%	-5,3%	-5,9%	-6,6%	-14,6%
Kupfer	6107,50	-1,1%	-3,3%	1,6%	-9,1%	-15,3%
Eisenerz	74,81	-0,3%	6,1%	10,1%	21,1%	5,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1009	-18,0%	-36,1%	-41,5%	-28,2%	-26,1%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1310	-1,0%	-2,3%	-0,8%	-3,7%	-5,7%
EUR/ GBP	0,8871	1,9%	1,0%	-0,5%	-1,0%	-0,1%
EUR/ JPY	128,20	-1,3%	-1,4%	1,4%	-3,8%	-5,0%
EUR/ CHF	1,1382	-0,6%	-0,8%	0,7%	-2,2%	-2,7%
USD/ CNY	6,9380	0,0%	0,2%	0,8%	4,5%	6,6%
USD/ JPY	113,63	-0,4%	1,3%	2,2%	0,1%	0,8%
USD/ GBP	0,7846	3,0%	3,2%	0,0%	2,9%	6,1%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger  
+49 40 3282-2229  
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information 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. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. 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. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.