

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

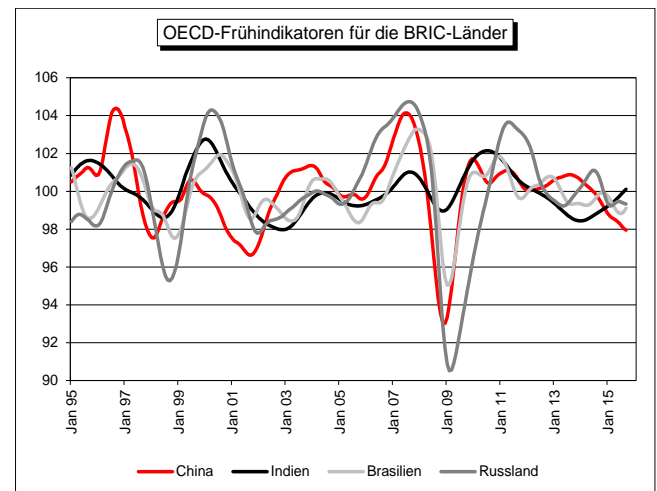
Konjunkturausblick 2016: Der unspektakuläre Aufschwung setzt sich fort

Wachstum in den Schwellenländern leidet 2015 unter den niedrigen Rohstoffpreisen, ...

Auch in diesem Jahr ist es der Weltwirtschaft nicht gelungen, eine stärkere konjunkturelle Dynamik als in den Vorjahren zu entfalten. Wie bereits vor einem Jahr an dieser Stelle vermutet, beläuft sich das globale Wachstum auch 2015 auf kaum mehr als 3 Prozent. Damit fällt es sogar noch etwas schwächer aus als in den beiden Vorjahren, als Zuwachsraten von 3,4 Prozent erreicht wurden. Ausschlaggebend hierfür waren einmal mehr die Schwellenländer. Deren Wachstum hat sich in diesem Jahr auf rund 4 Prozent verlangsamt im Vergleich zu Wachstumsraten von 7,5 Prozent nach der Finanzkrise. Vor allem in zwei der sogenannten BRIC-Ländern lief die Konjunktur 2015 überhaupt nicht rund: in Brasilien und in Russland. Beide Länder litten und leiden unter ähnlichen Problemen. Zum einen belastet der starke Preisrückgang bei den Rohstoffen, weil dadurch die Einnahmen der heimischen Unternehmen und der Staatshaushalte deutlich gesunken sind. Zum anderen wirken sich in Russland und Brasilien aber auch hausgemachte Problemen negativ auf die Wirtschaft aus. Russlands außenpolitische Abenteuer auf der Krim und in der Ukraine haben das einst gute Verhältnis zu den westlichen Industrienationen stark belastet und zu Handelssanktionen geführt, die die wenig diversifizierte russische Volkswirtschaft zusätzlich negativ beeinflusst haben. In Brasilien hat die wiedergewählte Präsidentin Rousseff aufgrund diverser Korruptionsskandale innerhalb kürzester Zeit jegliches Vertrauen bei ihren Bürgern verspielt. Notwendige Reformen wurden entweder gar nicht oder allenfalls halbherzig durchgeführt. Als Folge erwiesen sich beide Länder für das globale Wirtschaftswachstum 2015 als Bürde. Die russische Wirtschaft schrumpft dieses Jahr um etwa 4 und die brasilianische um 3 Prozent. Damit war die Entwicklung noch schlechter als von uns vor 12 Monaten erwartet.

Überzeugen konnte hingegen Indien. Das Wirtschaftswachstum beträgt 2015 mehr als 7 Prozent, was angesichts der vielfältigen globalen Konjunkturhindernisse ein ausgezeichneter Wert ist. Zudem wächst die indische Wirtschaft damit in diesem Jahr schneller als China, das 2015 auf eine Wachstumsrate von (knapp) 7 Prozent kommt. Indien profitiert dabei vor allem von den Reformen des im Mai 2014 gewählten Premierministers Modi, einer Investitionsoffensive sowie dem gesunkenen Ölpreis. Chinas Wachstum hat sich in diesem Jahr etwas verlangsamt. Dennoch ist eine Wachstumsrate von um die 7 Prozent immer noch ein sehr guter Wert, zumal wenn man berücksichtigt, dass China mit seinem Anteil an der globalen Wertschöpfung von 15 Prozent rund ein Drittel zum gesamten globalen Wachstum beigesteuert hat. Trotz heute geringerer Wachstumsraten bedeutet dies wegen des größeren Gewichts der chinesischen Volkswirtschaft, dass mehr und nicht weniger

Wachstumsimpulse für die Weltwirtschaft von China ausgehen als noch vor einigen Jahren. Allerdings gab es gerade in den Sommermonaten viele Rätsel um die chinesische Wirtschaftsentwicklung. Verwiesen sei auf den Börsen-crash im Juni und Juli und die Abwertung der chinesischen Währung Anfang August, die die zwischenzeitlichen Sorgen um den Zustand der chinesischen Wirtschaft massiv verstärkten und in den Sommermonaten zu starken Kursturbulenzen an den internationalen Kapitalmärkten führten. Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass der chinesische Renminbi trotz seiner seitdem erfolgten (moderaten) Abwertung gegenüber dem US-Dollar von etwas mehr als 4 Prozent immer noch deutlich stärker ist als vor einem Jahr oder gegenüber vielen anderen Währungen (gegenüber dem Euro beträgt die Aufwertung seit Jahresbeginn immerhin 10 Prozent). Unstrittig ist, dass sich das chinesische Wachstum in diesem Jahr verlangsamt hat. Davon ist vor allem die Industrie betroffen, während sich im Dienstleistungssektor, für den allerdings nur wenig Datenmaterial zur Verfügung steht, die Wirtschaft stabil entwickelte. Mittlerweile hat dieser jedoch schon einen Anteil von 50 Prozent an der Gesamtwirtschaft.



Geographisch gesehen war 2015 Lateinamerika die Region mit der schwächsten wirtschaftlichen Entwicklung; dies ist vor allem auf die starke Abhängigkeit vieler Länder von den Rohstoffpreisen und -exporten zurückzuführen. Die geringere Nachfrage Chinas hat hier zum Teil deutliche Spuren hinterlassen, weil auf das Land bei den wichtigsten Industriemetallen mittlerweile mehr als 50 Prozent der globalen Nachfrage entfällt. Insbesondere bei wichtigen Metallen, wie Eisenerz, Kupfer und Nickel spielen lateinamerikanische Unternehmen aus Brasilien, Chile oder Peru eine wichtige Rolle. In Asien fiel das Wirtschaftswachstum zwar immer noch vergleichsweise hoch aus, allerdings ging in vielen Ländern das Wachstumstempo überdurchschnittlich stark zurück. Dies ist vor allem auf China zurückzuführen, weil viele Länder aus der Region sehr enge Handelsbeziehungen zum Reich der Mitte haben. In Osteuropa stellte sich die Lage hingegen sehr differenziert dar. Während Länder wie die Ukraine und Russland aus den bereits oben

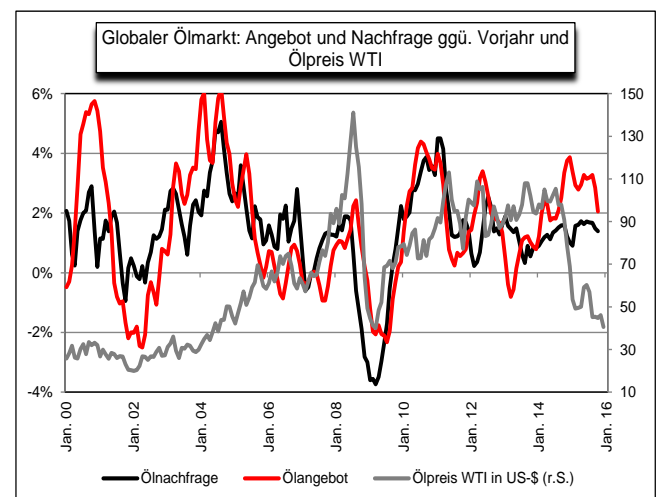
genannten Gründen in eine tiefe Rezession fielen, konnten beispielsweise Polen, Tschechien und die Slowakei von der Konjunkturerholung in der Eurozone profitieren.

...aber das Schlimmste könnte überstanden sein

Die konjunkturellen Aussichten für die Schwellenländer hängen im nächsten Jahr zu einem nicht unerheblichen Teil vom weiteren Verlauf der Rohstoffpreise ab. Viele Rohstoffpreise notieren heute auf einem ähnlichen oder sogar noch tieferen Niveau als zum Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise im Herbst 2008. Diese krisenhafte Entwicklung könnte aber auch der Schlüssel für eine Erholung sein. Denn in Rohstoffmärkten kommt es sehr häufig zu sogenannten "Schweinezyklen". Sind die Preise hoch, investieren viele Unternehmen die Mehreinnahmen und weiten ihre Kapazitäten aus bis es auf den Märkten zu einem Überangebot kommt. Der dann einsetzende Preisverfall führt seinerseits dazu, dass neue Investitionen ausbleiben und Kapazitäten reduziert werden. Ab einem bestimmten Punkt ist die Nachfrage größer als das Angebot, und die Preise beginnen wieder zu steigen. Noch ist nicht zu erkennen, dass an den globalen Rohstoffmärkten dieser Punkt bereits erreicht ist. Insbesondere bei den Industriemetallen kann sich die Transformation der chinesischen Wirtschaft noch eine Zeit lang negativ auf die weitere Nachfrage und damit auf die Preise auswirken. Für am Wahrscheinlichsten halten wir eine Stabilisierung und im Laufe des kommenden Jahres wieder steigende Preise am Ölmarkt. So zeigen die jüngsten Daten der Internationalen Energieagentur, dass der Angebotsüberhang mittlerweile weitgehend reduziert worden ist. Dies liegt auch daran, dass der Einfluss Chinas hier geringer ist als in anderen Segmenten der Rohstoffmärkte. Sollte sich dieser Eindruck bestätigen, dürfte der Ölpreis mit dem nun erreichten Niveau von etwa 40 US-Dollar je Barrel einen Boden gefunden haben. Sollte zudem die OPEC eine Kürzung der Fördermengen beschließen, könnte der Ölpreis im nächsten Jahr wieder ansteigen, wobei wir Preise von 60 US-Dollar je Barrel für möglich halten. Von einer solchen Entwicklung könnten Ölexportländer stark profitieren, nicht zuletzt auch deshalb, weil sie aufgrund der starken Abwertung ihrer Währungen in diesem Jahr deutlich wettbewerbsfähiger geworden sind und jeder Dollar in heimischer Währung mehr Wert ist als in den letzten Jahren.

Alles in allem spricht somit vieles dafür, dass sich die in diesem Jahr besonders stark gebeutelten Emerging Markets 2016 zumindest etwas besser entwickeln werden. Noch fehlen handfeste Besserungsanzeichen bei den Frühindikatoren, aber zumindest einige der wichtigen OECD-Frühindikatoren und auch manche der Einkaufsmanagerindizes haben sich zuletzt stabilisiert. Insofern sollte sich die scharfe Rezession in Russland und Brasilien zumindest abschwächen (der IWF prognostiziert negative Wachstumsraten von 1 Prozent im Falle Brasiliens bzw. von 0,6 Prozent bei Russland). Besser sind die Konjunkturperspektiven Indiens, da das Land Rohstoffe hauptsächlich importiert und auch im nächsten Jahr noch von den günstigen Preisen profitiert, sodass der IWF mit einer leichten Wachstumsbeschleunigung auf 7,5 Prozent rechnet. Diffizil ist die Prog-

nose des chinesischen Wachstums. Einerseits spricht der anhaltende Transformationsprozess der chinesischen Wirtschaft für eine weitere Abschwächung des Wachstums in der Industrie. Andererseits haben die chinesische Notenbank und die Regierung in den vergangenen Monaten ihre Wirtschaftspolitik deutlich expansiver ausgerichtet, sodass diese Effekte in den kommenden Monaten wachstumsfördernd wirken könnten. Wir gehen daher davon aus, dass die konjunkturelle Dynamik im ersten Halbjahr 2016 hoch bleiben wird und sich erst in der zweiten Jahreshälfte wieder etwas abschwächt. Von daher wird das Wachstum auf Gesamtjahressicht wohl zwischen 6,5 und 7 Prozent liegen und damit etwas höher als es der Währungsfonds mit seiner Prognose von 6,3 Prozent erwartet. Das Wachstum Chinas wird sich aber in den kommenden Jahren wohl weiter verlangsamen. Dies wäre auch deswegen plausibel, weil sich in entwickelnden Volkswirtschaften die Konjunkturdynamik nach und nach abschwächt.

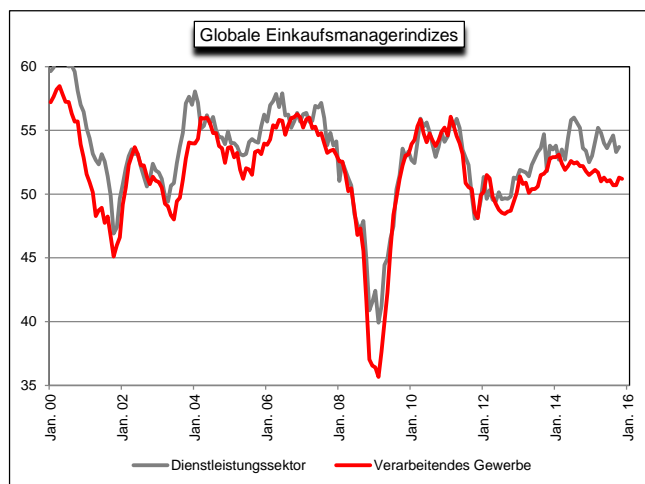


Moderates Wachstum in den Industrieländern in 2015

Im Unterschied zu den Schwellenländern entsprach das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern 2015 weitgehend unseren Erwartungen. Für die USA waren unsere vor einem Jahr getroffenen Wachstumserwartungen etwas zu optimistisch, für die Eurozone dagegen etwas zu pessimistisch. Allerdings fiel die wirtschaftliche Erholung in fast allen Regionen vergleichsweise schwach aus. Das lag an verschiedenen Faktoren. So wirkte sich die wirtschaftliche Schwäche der Schwellenländer negativ auf die Wachstumsperspektiven der Industrieländer aus, was vor allem die Länder mit einem hohen Außenhandelsanteil an der Gesamtwertschöpfung betraf. Besonders sichtbar wurde dies an der schwachen Entwicklung des Welthandels. Länder wie Kanada, Norwegen und Australien litten ihrerseits unter den gesunkenen Rohstoffpreisen.

Zudem scheint sich in den Industrie- wie auch in den Schwellenländern das Wachstumspotenzial abzuschwächen. Dies dürfte zum einen auf eine sinkende Arbeitsproduktivität zurückzuführen sein. So hat die Beschäftigung in vielen Ländern zwar zugenommen, doch scheinen die neu eingestellten Arbeitskräfte weniger produktiv zu sein. Eine

mögliche Erklärung hierfür liegt darin, dass die Unternehmen in den vergangenen Jahren (zu) wenig investiert haben. Zum anderen gibt es Hinweise darauf, dass die Totale Faktorproduktivität, die angibt, welcher Teil des Wachstums nicht auf den höheren Einsatz der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital zurückzuführen ist, sinkt. Eine unzureichender Einsatz von Humankapital, die Verschiebung in der globalen Wertschöpfung weg von der Industrie und hin zu Dienstleistungen und die auslaufenden positiven Effekte des technischen Fortschritts könnten hierbei eine Rolle spielen. Dennoch dürfte das globale Wirtschaftswachstum 2016 mit gut 3 Prozent einen Wert wie in den Vorjahren erreichen.

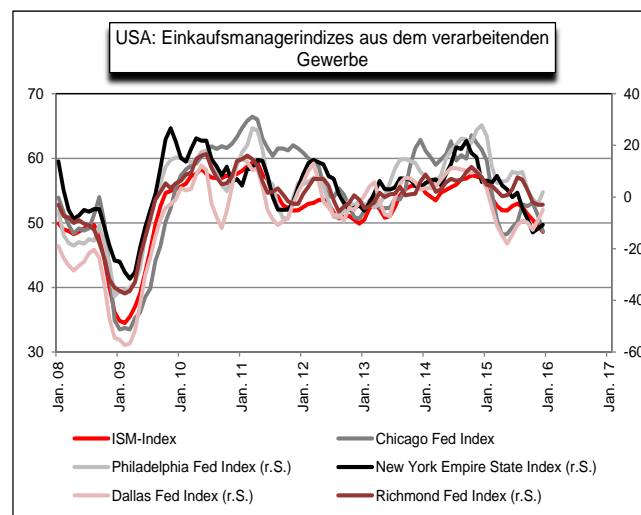


USA: Wachstum setzt sich 2016 fort

Auch für die USA stellte der Ölpreisrückgang in diesem Jahr eine Bürde dar, weil den Energieunternehmen, die in den vergangenen Jahren sehr viele Investitionen getätigt hatten, auf einmal die Einnahmen fehlten. Zudem sorgte die Aufwertung des US-Dollar dafür, dass die internationale Wettbewerbsfähigkeit der US-Unternehmen sank. Doch trotz dieses Gegenwindes werden die USA 2015 ein reales Wirtschaftswachstum von rund 2,5 Prozent erreichen. Ausschlaggebend hierfür war zum einen der private Verbrauch, der in den ersten drei Quartalen 2015 um fast 3 Prozent über dem Vorjahreswert lag und zum anderen die privaten Bauinvestitionen, die um mehr als 8 Prozent zulegten. Die Investitionen der Unternehmen wurden dagegen mit 2,5 Prozent nur moderat ausgeweitet, und die Exporte stagnierten.

Für 2016 rechnen wir erneut mit einem Wirtschaftswachstum zwischen 2 und 2,5 Prozent. Angesichts vieler Frühindikatoren, die auf einem eher niedrigen Niveau liegen, mag dies optimistisch klingen. So wies der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im November einen Wert von 48,6 Punkten auf, womit er auf dem niedrigsten Niveau seit dem Sommer 2009 liegt. Auch viele regionale Einkaufsmanagerindizes zeichnen derzeit ein eher schwaches Bild der amerikanischen Industrie. Allerdings hat das verarbeitende Gewerbe nur noch einen Anteil von etwa 12 Prozent an der gesamten US-Wertschöpfung. Die Vielzahl der verfügbaren Statistiken aus diesem Bereich der Wirt-

schaft steht von daher in einem deutlichen Missverhältnis zu seiner tatsächlichen wirtschaftlichen Bedeutung. Für die US-Industrie bleibt die Lage dennoch schwierig. Der starke US-Dollar, der gesunkene Ölpreis und die hohen Lagerbestände fordern ihren Tribut und sorgen dafür, dass zumindest zu Beginn des Jahres 2016 kaum mit nennenswerten Wachstumsimpulsen aus diesem Wirtschaftssektor zu rechnen ist. Sowohl die Investitionen als auch die Ausfuhren werden weiterhin zur Schwäche neigen.



Wesentlich wichtiger als die Industrie ist für die USA der Konsum; 70 Prozent des US-BIPs entfallen auf den privaten Verbrauch. Da sich die Arbeitsmarktsituation in den vergangenen Monaten weiter verbessert hat, wird der Konsum auch 2016 Motor der US-Wirtschaft bleiben. Zwar dürfte der Rückgang der Arbeitslosenzahlen und der Arbeitslosenquote die tatsächliche Entwicklung überzeichnen, da die geringe Partizipationsrate darauf hindeutet, dass es eine große „stille Reserve“ an potenziell arbeitsfähigen Personen gibt. Wichtiger als die Zahl der Arbeitslosen ist jedoch die Zahl der Beschäftigten, wenn man das Konsumpotenzial bestimmen möchte. Die Beschäftigung ist in den USA weiter angestiegen, mit fast 143 Millionen ist sie so hoch wie niemals zuvor. Auch wenn die Einkommen nicht besonders stark angestiegen sind, ist die volkswirtschaftliche Lohn- und Gehaltssumme heute fast 5 Prozent höher als vor einem Jahr. Insofern ist es nicht überraschend, dass sich der Konsum in diesem Jahr so positiv entwickelt hat. Theoretisch wäre sogar ein noch besseres Ergebnis möglich gewesen, wenn die US-Amerikaner nicht ihre Sparquote erhöht hätten. Das Sparen von heute ist der Konsum von morgen, sodass dies dennoch eine positive Entwicklung ist. Da wir davon ausgehen, dass die Beschäftigung weiter zunimmt, bleiben die Aussichten für den privaten Verbrauch gut. Zwar könnte sich der Beschäftigungszuwachs abschwächen, doch sollte dieser Effekt aufgrund eines sich abzeichnenden etwas stärkeren Lohnanstieges kompensiert werden können. Auch vom Immobilienmarkt erwarten wir einen weiteren positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum. Allerdings ist die Bedeutung dieses Sektors für die Gesamtwirtschaft nach dem Platzen der Immobilienblase in den Jahren 2008 bis 2010 auf nur noch 3,5 Prozent stark gesunken.

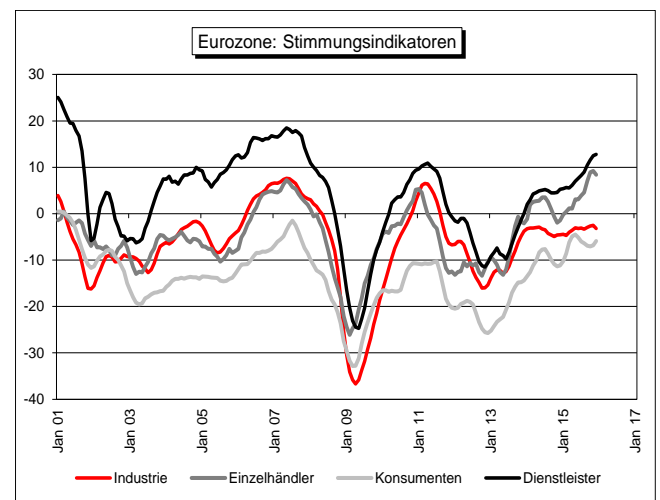
Auch im 7. Jahr des Aufschwungs ist eine neue Rezession in den USA von daher nicht zu erwarten, sofern schwere exogene Schocks ausbleiben. Dennoch ist nicht auszuschließen, dass auch im nächsten Jahr wieder zumindest temporäre Zweifel an der Robustheit der US-Wirtschaft aufkommen werden, so wie es auch schon 2015 der Fall war. Ein sehr guter und bewährter Rezessionsindikator ist der vom privaten Wirtschaftsforschungsinstitut Conference Board ermittelte und monatlich veröffentlichte „gleichlaufende Indikator“. Fällt dessen Jahresrate unter die Nulllinie, hat es in den USA immer eine Rezession gegeben. Die Wachstumsrate dieser Zeitreihe liegt jedoch seit geraumer Zeit stabil bei rund 2 Prozent. Die weitere Entwicklung des Indikators lässt sich relativ gut abschätzen, da er nur aus vier Zeitreihen gebildet wird: der Industrieproduktion, der Beschäftigung, den verfügbaren Einkommen und den Umsätzen der Unternehmen. Alle vier Datenreihen weisen derzeit eine positive Jahresveränderungsrate auf, sodass die Rezessionsrisiken gegenwärtig sehr gering sind. Gefahr ist erst dann im Verzug, wenn zwei oder mehr negative Veränderungsdaten zu beobachten wären.

Eurozone: Zyklische Erholung, aber Abwärtsrisiken bleiben bestehen

In diesem Jahr wächst die reale Wirtschaftsleistung in der Eurozone um 1,5 Prozent gegenüber 2014 und damit stärker als wir vor einem Jahr erwartet haben (0,9%). Ausschlaggebend für die bessere Entwicklung war zum einen die Abwertung des Euro, der die Exporte unterstützte und zum anderen die Erholung des privaten Verbrauchs, der von der niedrigen Inflationsrate und dem daraus resultierenden stärkeren Zuwachs der Realeinkommen profitierte. Schwach blieben dagegen vor allem die Investitionen. Dennoch kann auch die besser als erwartete Entwicklung in 2015 nicht darüber hinwegtäuschen, dass das reale Bruttoinlandsprodukt der Eurozone heute immer noch geringer ist als es vor dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008 der Fall gewesen ist. Somit erlebt die Eurozone wohl die längste Phase eines schwachen Wirtschaftswachstums seit den 1930er Jahren, wenngleich die negative Dynamik längst nicht so stark ausgeprägt war wie damals. Da die Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes immer noch unter dem Potenzialwachstum liegt, ist auch immer noch kein Inflationsdruck erkennbar.

Im nächsten Jahr wird sich die zyklische Konjunkturerholung in etwa mit derselben Geschwindigkeit fortsetzen. Eine Wachstumsrate von 1,5 Prozent, wie wir sie erwarten, ist zwar nicht besonders stark, aber immerhin stabil. Dabei dürften die Wachstumsunterschiede in den verschiedenen Ländern tendenziell etwas zurückgehen. Irland und Spanien, die wirtschaftlichen Highflyer dieses Jahres, werden 2016 immer noch ordentlich, aber etwas weniger stark wachsen als 2015. Auf der anderen Seite dürfte sich die Wirtschaft in Griechenland erholen, und auch in Frankreich und vor allem in Italien verbessern sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen dank einiger Reformfortschritte. Vor allem die Frühindikatoren aus den Bereichen Dienstleistungen und Einzelhandel haben sich in den vergangenen Monaten kontinuierlich verbessert, während die Stimmung der

Industrieunternehmen seitwärts und die der Konsumenten eher abwärts tendierte. Allerdings hat die schlechtere Konsumentenstimmung vermutlich eher etwas mit der Verunsicherung aufgrund des Flüchtlingszustroms und der Terroranschläge in Paris zu tun als mit einer tatsächlichen Verschlechterung der Einkommensperspektiven oder der Einschätzung der Arbeitsplatzsicherheit. Von daher gehen wir davon aus, dass sich der Konsum auch 2016 als Wachstumstreiber erweist, zumal sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit fortsetzen wird. Auch die Ausfuhren werden weiter zulegen können, denn selbst wenn wir das weitere Abwertungspotenzial des Euro für begrenzt halten, profitieren die Exporte vor allem in den Ländern der europäischen Peripherie von der verbesserten Wettbewerbsfähigkeit aufgrund geringerer Lohnstückkosten und von der Konjunkturerholung in den anderen Ländern der Eurozone.

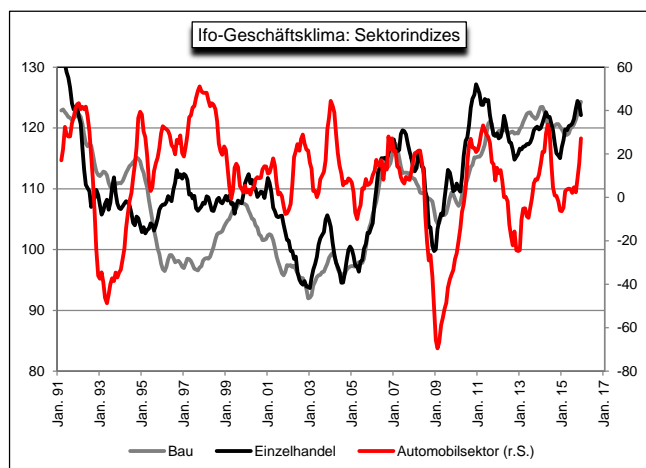


Deutschland: Wirtschaft trotz den vielfältigen Herausforderungen

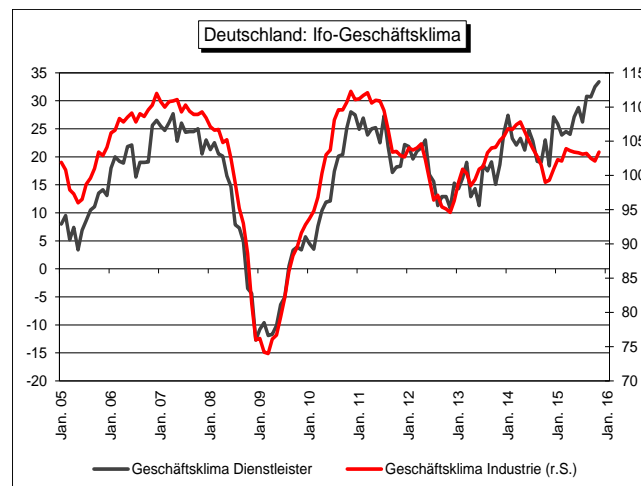
Trotz eines zwischenzeitlich beachtlichen konjunkturellen Gegenwindes in Form vielfältiger Unsicherheiten – erneute Euro- bzw. Griechenlandkrise, Schwäche der Schwellenländer, insbesondere Chinas, Volkswagen-Skandal – hat sich die deutsche Wirtschaft 2015 sehr ordentlich und sogar etwas besser als von uns vor 12 Monaten erwartet (1,5%) entwickelt. Und dies dürfte 2016 nicht anders sein. Während die Aufschwünge der letzten Jahre zumeist hauptsächlich oder sogar allein von den Unternehmen getragen wurden, haben jetzt die Privathaushalte das Zepter übernommen. Der Konsum wächst dieses Jahr dank eines boomenden Arbeitsmarktes, ordentlicher Lohnsteigerungen und einer nicht vorhandenen Inflation mit 2 Prozent und damit so stark wie seit 15 Jahren nicht mehr. An diesen günstigen Rahmenbedingungen wird sich sobald nichts ändern. Von daher gehen wir davon aus, dass auch 2016 der stärkste Wachstumsbeitrag vom privaten Verbrauch kommen wird. Denn bislang gibt es keinerlei Anzeichen dafür, dass sich der Aufschwung am deutschen Arbeitsmarkt in der nächsten Zeit nicht weiter fortsetzen wird, trotz des großen Zustroms an Flüchtlingen, die nach Deutschland kommen. Diese werden aber erst nach und nach dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen, sodass diese Effekte erst ab der

zweiten Jahreshälfte 2016, wahrscheinlich sogar erst 2017 zu einem Anstieg der Arbeitslosenzahlen führen können. In der Zwischenzeit wirken sich aber anhaltende Reallohnzuwächse, kräftige Rentensteigerungen und höhere Transferzahlungen des Staates an die privaten Haushalte positiv auf den Konsum und damit das gesamtwirtschaftliche Wachstum aus. Nicht zu vergessen ist der höhere Staatsverbrauch, der sich ebenfalls zunächst positiv auf das Wachstum auswirkt. Unterstellt man, dass jeder Flüchtling den Staat etwa 10.000 Euro an zusätzlichen Ausgaben kostet und diese nicht gegenfinanziert werden, ergeben sich bei der Zahl von 1 Million Flüchtlingen Mehrausgaben von 10 Milliarden Euro; dies entspricht einem zusätzlichen Wachstumsbeitrag von 0,2 bis 0,3 Prozentpunkten.

Aber nicht nur der Konsum hat sich besser als gedacht entwickelt, auch die Exporte haben 2015 kräftig zugelegt – und das trotz aller zwischenzeitlichen Diskussionen um die negativen Auswirkungen der Nachfrageschwäche aus den Schwellenländern. Dabei wurde aber oftmals übersehen, dass Länder wie China, Russland oder Brasilien weder die einzigen, noch die wichtigsten deutschen Handelspartner sind. Obwohl die deutschen Exporte in diese drei genannten Länder seit Beginn des Jahres 2015 gesunken sind, konnte der negative Effekt aufgrund zunehmender Ausfuhren in die USA, nach Großbritannien und in die Länder der Eurozone mehr als ausgeglichen werden. Im Gesamtjahr 2015 wird von daher ein Plus bei den Exporten von 4,5 bis 5 Prozent zu erwarten sein – etwas mehr als vor 12 Monaten erwartet. Auch 2016 wird sich diese positive Grundtendenz fortsetzen, allerdings mit einer etwas schwächeren Dynamik. Denn wir gehen davon aus, dass der starke Rückenwind des schwachen Euro nach und nach abebben wird. Alles in allem werden die Ausfuhren im nächsten Jahr nochmals um gut 3 Prozent ansteigen. Da aber die Einfuhren – wie in diesem Jahr – ähnlich stark wachsen werden, dürfte vom Außenhandel bestenfalls ein minimaler positiver Beitrag zum wirtschaftlichen Wachstum zu erwarten sein. Enttäuschend haben sich dagegen bis zuletzt die Ausüstungsinvestitionen entwickelt. Mit etwas mehr als 3 Prozent wurden diese nur leicht ausgeweitet. 2016 dürfte die Zuwachsrate immer noch moderat ausfallen, mit knapp 4 Prozent aber zumindest etwas höher sein als in diesem Jahr.



Unsere positive Einschätzung zu den deutschen Wachstumsperspektiven wird durch die derzeitige Situation bei den Frühindikatoren untermauert. Der Ifo-Geschäftsklimaindex für das verarbeitende Gewerbe, der gemeinhin als der beste und wichtigste deutsche Frühindikator angesehen wird, hat sich nach einer kleinen Delle in den Sommermonaten zuletzt wieder erholt. Allerdings gibt es in den verschiedenen Bereichen der deutschen Wirtschaft zum Teil deutliche Unterschiede bei der Einschätzung der Geschäftslage und den Geschäftserwartungen. So lässt sich erkennen, dass die Industrieunternehmen mit mehr Gegenwind zu kämpfen haben, als es noch zu Jahresbeginn der Fall gewesen ist. Dies ist hauptsächlich auf das geringere Wachstum in China und den anderen Schwellenländern zurückzuführen. Dagegen ist die Stimmung im Groß- und vor allem im Einzelhandel sowie in der Bauindustrie so gut wie selten zuvor; selbst der Automobilsektor zeigt sich von dem VW-Skandal unberührt. Auch dies ist ein Signal, dass das Wachstum des privaten Verbrauchs, aber auch der Bauinvestitionen die Konjunktur maßgeblich tragen werden.



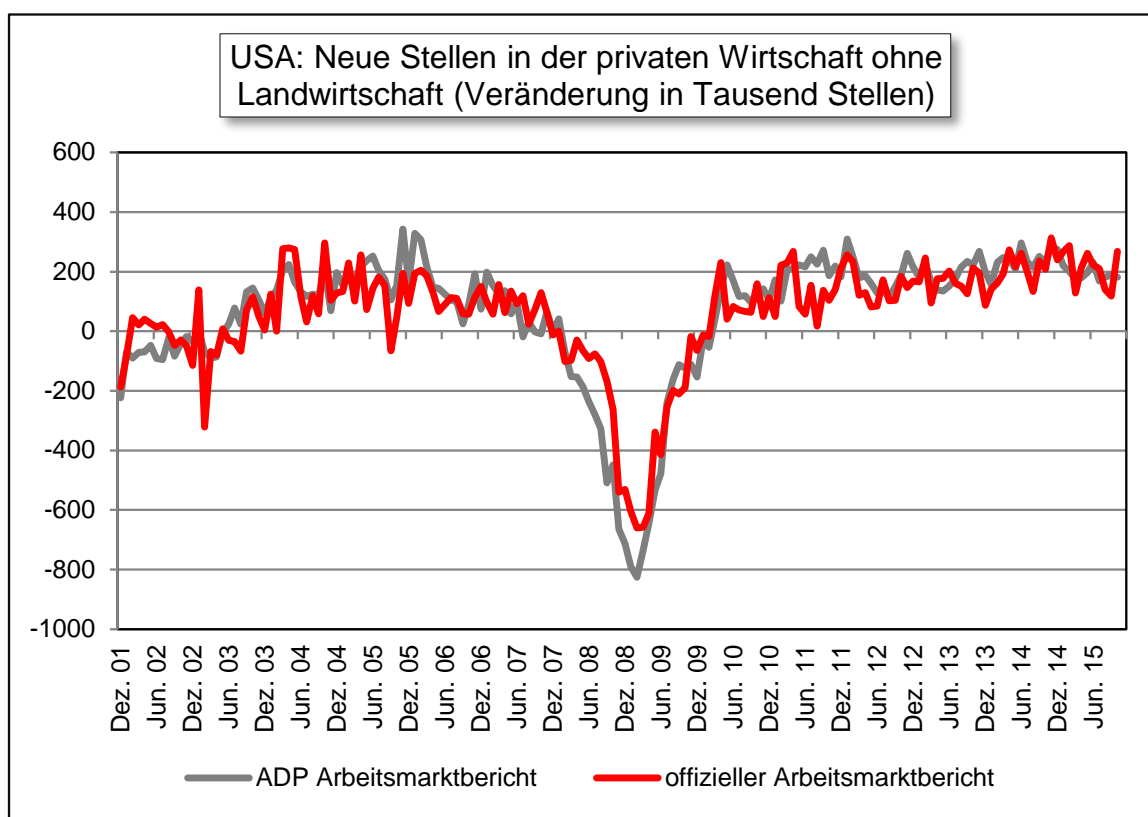
Zudem sei an dieser Stelle darauf verwiesen, dass das Geschäftsklima der gewerblichen Wirtschaft und insbesondere der Industrie zwar im Fokus der Öffentlichkeit stehen, aber die deutsche Wertschöpfung mittlerweile nur noch zu 25 Prozent aus diesem Sektor kommt. 75 Prozent entfallen dagegen auf die Dienstleistungen. Der bislang noch wenig beachtete Ifo-Geschäftsklimaindex für die Dienstleistungsunternehmen befindet sich derzeit auf einem Allzeithoch (wobei es diese Zeitreihe erst seit dem Jahr 2005 gibt). Die Botschaft, die mit dieser Entwicklung einhergeht, liegt unseres Erachtens auf der Hand: Für Konjunkturpessimismus in Deutschland gibt es derzeit keinen Grund. Von daher rechnen wir für 2016 mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes von 1,5 Prozent. Da es zusätzlich noch einen kleinen positiven Kalendereffekt von 0,1 Prozentpunkten geben wird, beläuft sich unsere Prognose für das saison-, aber nicht kalenderbereinigte Wirtschaftswachstum in Deutschland auf 1,6 Prozent. Es wird also nur geringfügig niedriger sein als in diesem Jahr (1,7 Prozent), was daran liegt, dass sich der Kalendereffekt 2015 auf gut 0,2 Prozentpunkte bemisst.

Wochenausblick für die Zeit vom 7. bis 11. Dezember 2015

	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: Industrieproduktion, m/m	-1,0%	0,8%	-0,7%	-1,3%	0,4%		7. Dezember
D: Industrieproduktion, y/y	1,0%	-0,1%	2,6%	-0,4%	0,4%		7. Dezember
D: Handelsbilanz, Mrd. EUR, sa.	22,9	23,4	21,8	20,7	19,6		9. Dezember
D: Inflationsrate, m/m	-0,1%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,0%	0,1%	11. Dezember
D: Inflationsrate, y/y	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,3%	0,4%	11. Dezember

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fed dürfte die Zinsen erhöhen



Im Dezember dürfte die US-Notenbank Fed die erste Zinserhöhung seit mehr als sieben Jahren beschließen. Dieser Schritt wurde in den letzten Wochen von der Fed bereits rhetorisch vorbereitet und dürfte nur noch dann in die Zukunft verschoben werden, wenn die in den nächsten Tagen veröffentlichten Zahlen katastrophal schlecht ausfallen. Doch davon ist nicht auszugehen. So deutet der jüngste ADP-Arbeitsmarktbericht darauf hin, dass die Beschäftigung weiter steigt und die Arbeitslosenquote niedrig bleiben dürfte. Von Seiten der Inflation besteht noch nicht notwendigerweise Handlungsdruck: Der von der Fed zur Inflationsmessung bevorzugte PCE-Kernindex weist derzeit mit einem Anstieg von 1,3% gegen-

über dem Vorjahr nur einen moderaten Preisdruck aus. Andere Indizes, die zur Verbraucherpreis-inflation in den USA herangezogen werden können, liegen in der Jahresrate etwas höher. Prinzipiell vertreten wir die Einschätzung, dass die US-Wirtschaft etwas höhere Zinsen vertragen kann, und dass diese Einschätzung auch im Offenmarktausschuss der Notenbank mehrheitsfähig ist. Gleichzeitig erwarten wir jedoch, dass der Zinserhöhungspfad deutlich flacher als in vergangenen Zinserhöhungszyklen verlaufen wird. Mehrere regionale Notenbankchefs und auch Fed Präsidentin Janet Yellen haben sich jüngst genau in diese Richtung geäußert.

	Stand	Veränderung zum			
	03.12.2015 14:07	26.11.2015 -1 Woche	02.11.2015 -1 Monat	02.09.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17730	-0,5%	-0,6%	8,4%	-0,5%
S&P 500	2080	-0,4%	-1,2%	6,7%	1,0%
Nasdaq	5123	0,1%	-0,1%	7,9%	8,2%
DAX	11101	-1,9%	1,4%	10,5%	13,2%
MDAX	21262	-0,9%	-0,1%	9,8%	25,6%
TecDAX	1855	1,1%	1,8%	10,6%	35,3%
EuroStoxx 50	3480	-0,5%	1,3%	8,8%	10,6%
Stoxx 50	3271	-0,7%	1,5%	8,2%	8,9%
SMI (Swiss Market Index)	8993	0,3%	0,6%	4,2%	0,1%
Nikkei 225	19940	0,0%	6,7%	10,2%	14,3%
Brasilien BOVESPA	46569	-1,2%	1,5%	0,2%	-6,9%
Russland RTS	830	-5,1%	-2,7%	5,2%	5,0%
Indien BSE 30	25887	-0,3%	-2,5%	1,7%	-5,9%
China Shanghai Composite	3585	-1,4%	7,8%	13,5%	10,8%
MSCI Welt (in €)	1696	-1,5%	1,7%	10,1%	12,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	822	-3,0%	-0,6%	8,2%	-2,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	158,16	-14	148	502	229
Bobl-Future	129,98	-11	67	-5	-30
Schatz-Future	111,62	-5	17	37	53
3 Monats Euribor	-0,12	-1	-5	-9	-20
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,19	0	-8	-14	0
3 Monats \$ Libor	0,44	2	10	10	18
Fed Funds Future, Dez 2015	0,22	0	2	-6	0
10-jährige US Treasuries	2,20	-3	2	1	3
10-jährige Bunds	0,50	3	-7	-30	-5
10-jährige JGB	0,32	2	1	-5	-1
US Treas 10Y Performance	566,72	0,4%	0,0%	0,5%	1,6%
Bund 10Y Performance	587,56	0,0%	0,9%	3,3%	1,7%
REX Performance Index	477,55	0,1%	0,6%	1,8%	1,2%
Hypothekenzinsen USA	3,95	0	19	11	12
IBOXX AA, €	1,10	-2	-15	-29	21
IBOXX BBB, €	2,02	-3	-15	-15	23
ML US High Yield	8,23	-5	50	67	128
JPM EMBI+, Index	713	-0,5%	-0,6%	2,6%	3,1%
Wandelanleihen Exane 25	7025	0,0%	0,1%	5,7%	8,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	379,59	-1,2%	-5,1%	-3,9%	-15,2%
MG Base Metal Index	225,73	-1,4%	-7,1%	-8,8%	-25,7%
Rohöl Brent	42,09	-6,9%	-13,7%	-17,4%	-26,6%
Gold	1061,16	-1,0%	-6,5%	-6,5%	-10,6%
Silber	13,97	-1,3%	-9,2%	-4,1%	-11,3%
Aluminium	1478,00	-1,1%	1,1%	-6,4%	-19,0%
Kupfer	4567,50	-1,8%	-11,1%	-11,1%	-28,3%
Eisenerz	41,50	-7,8%	-16,2%	-25,9%	-42,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	590	5,0%	-16,4%	-34,9%	-24,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0728	1,1%	-2,8%	-4,7%	-11,6%
EUR/ GBP	0,7152	1,9%	0,0%	-2,6%	-7,8%
EUR/ JPY	132,04	1,5%	-0,7%	-2,3%	-9,1%
EUR/ CHF	1,0838	-0,3%	-0,4%	-0,3%	-9,9%
USD/ JPY	123,25	0,5%	2,1%	2,4%	3,0%

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. 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.