

Wachstum trotz China?



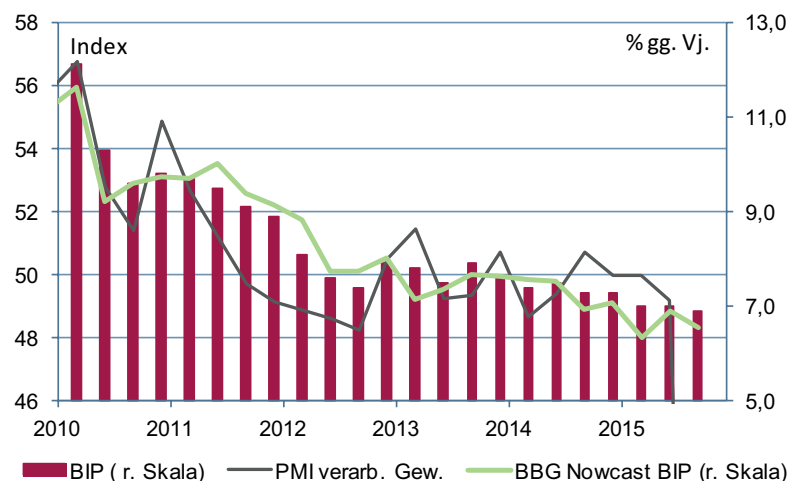
Holger Fahrinkrug
Chefvolkswirt

In den Jahren der Subprime-, Schulden- und Eurokrise gab es viele Kommentare zur deutschen Konjunktur, die sinngemäß „Wachstum dank China“ betitelt waren. Heute ist China, was seine ökonomische Leistungsfähigkeit angeht, noch wichtiger als damals, aber die Erwartungen bezüglich seines Beitrags zur globalen Konjunktur sind gedämpft. Spätestens seit der Abwertung des Renminbi durch die Chinesische Notenbank (PBoC) am 11. August bestimmen akute Sorgen um den Zustand der chinesischen Volkswirtschaft die Diskussionen an den Finanzmärkten, denn der Schritt wurde als Zeichen konjunktureller Schwäche interpretiert. Verliert China also seine Rolle als globale Wachstumslokomotive? Und kann es trotzdem auskömmliches Wachstum geben, selbst in einem Land wie Deutschland, das sich seit vielen Jahren auf seine Exportstärke verlässt?

Deutsche Unternehmen gelten als besonders exportorientiert. Konsequenterweise verlor der DAX im Gefolge der Renminbi-Abwertung zwischenzeitlich fast 20% seines Wertes, mehr als die meisten anderen Märkte in Europa. Die Volatilität am deutschen Aktienmarkt, Indikator für die Verunsicherung der Markt-

teilnehmer, stieg vorübergehend auf den höchsten Stand seit dem Höhepunkt der Griechenlandkrise 2011. Seit Anfang Oktober hat sich die Situation allerdings merklich beruhigt; und das, obwohl wir weiter auf positive Konjunkturnachrichten aus China warten.

Noch keine guten Nachrichten von der chinesischen Konjunktur



Quelle: Bloomberg, Oddo Meriten; Stand: 30.09.2015

Wie schlecht es China tatsächlich geht, ist kaum eindeutig feststellbar, sondern vielmehr Gegenstand heftiger Diskussionen. Die offizielle BIP-Wachstumszahl von 6,9% im dritten Quartal übertraf die Erwartungen sogar um ein Zehntel. Allerdings schenkt kaum jemand der offiziellen Verlautbarung viel Beachtung, seit bekannt wurde, dass der heutige chinesische Ministerpräsident sie vor seiner Amtsübernahme als „man-made number“ bezeichnete, also als Rechenwerk, das (möglicherweise) wenig mit der Realität zu tun hat. Studien von privaten Analysehäusern kommen auf der Basis unterschiedlicher Methoden zu aktuellen Wachstumszahlen zwischen 0% und 5,5%. Mit 6,55% kommt die monatliche Bloomberg-Schätzung der offiziellen Zahl noch am nächsten, aber wie alle privaten Quellen liegt sie deutlich unter der offiziellen Veröffentlichung.

Kurzfristige Konjunkturindikatoren stützen das Bild eines kräftigeren Abschwungs vor allem im klassischen verarbeitenden Gewerbe. Die erneute Zinssenkung der PBoC am 22. Oktober spricht ebenfalls für größere konjunkturelle Friktionen als offiziell eingestanden wird. Bei aller Uneinigkeit bezüglich des Ausmaßes kann man also durchaus festhalten, dass China sich in einem signifikanten Abschwung befindet, und zwar vor allem im verarbeitenden Gewerbe, also dem Bereich der Volkswirtschaft, in dem deutsche Unternehmen traditionell punkten können.

Trotz dieser Erkenntnis (und trotz VW-Skandal und Flüchtlingskrise) hat sich der DAX seit dem 1. Oktober um fast 14% erholt. Offenbar hat sich die Angst vor einem unkontrollierten Absturz der chinesischen Wirtschaft etwas verringert, wozu wohl auch das unerwartet beherzte Eingreifen der Notenbank und diverse staatliche Unterstützungsmaßnahmen für die Konjunktur beigetragen haben. Zudem dürfte die Einsicht gereift sein, dass Chinas Beitrag zum globalen Wachstum weiterhin bedeutend bleiben

wird. Zwar wächst China nicht mehr so dynamisch wie in vergangenen Jahren. Es hat aber heute ein deutlich höheres Gewicht in der Weltwirtschaft, so dass es auch mit geringerem Wachstum eine Säule der Weltkonjunktur bleiben kann. Und schließlich scheint sich die Erkenntnis durchgesetzt zu haben, dass sich gerade Deutschlands Abhängigkeit von China verringert hat, und zwar dadurch, dass seine Handelspartner innerhalb der Eurozone zu Wachstum zurückgekehrt sind, und dadurch, dass Deutschlands eigene binnenwirtschaftliche Wachstumskräfte zunehmen.

Der Schaden, den schwächeres chinesisches Wachstum anrichten kann, sollte also nicht ignoriert werden; er ist aber erheblich geringer als dies noch in Zeiten der Euroland-Rezession der Fall gewesen wäre. Daher ist es folgerichtig, dass sich die Marktentwicklung zumindest etwas von der unerfreulichen Nachrichtenlage aus dem fernen Osten abgekoppelt hat. Zugleich lässt sich beobachten, dass die Korrelation zwischen dem Return des europäischen Aktienmarktes und der heimischen Konjunktureinschätzung wieder zugenommen hat. Sie ist seit Jahresbeginn positiv nachdem sie in den vorangegangenen 1,5 Jahren negativ war.

Vereinfacht ausgedrückt heißt das, dass die Eurozone sich derzeit faktisch selbst genug ist, zumindest in den Augen der Marktteilnehmer. Auch wenn China-Ängste in Medien und Analystenkommentaren omnipräsent sind, richtet sich die mittelfristige Aktienmarktentwicklung derzeit mehr an den heimischen ökonomischen Gegebenheiten aus. Und die sind durchaus ermutigend, wie z. B. der robuste Ifo-Index für Oktober zeigt.

Bislang ist also der europäische Konjunkturzug trotz internationalen Gegenwinds nicht entgleist. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die expansive Geldpolitik der EZB, die relative Euro-Schwäche und niedrige Ölpreise das Wachstum hierzulande stützen, auch wenn Deutschlands

Exportstärke möglicherweise nicht mehr so stark wirkt wie in den vergangenen Jahren.

Darüber hinaus hat Mario Draghi nach der letzten Sitzung des EZB-Rates klar gemacht, dass er die geldpolitische Lockerung durchaus weiter ausdehnen kann als bislang angekündigt, falls die konjunkturellen Risiken weltweit zunehmen. Da wir an die inhärente Robustheit der Euroland-Wirtschaft glauben, halten wir eine weitere Lockerung für unnötig aus rein konjunkturellen Erwägungen. Sollte Draghi sie als Mittel gegen zunehmenden globalen Deflationsdruck ansehen und einsetzen, würde sie hauptsächlich über eine Schwächung des Euro wirken. Dies könnte angesichts der Wechselkursentwicklung und des Ausblicks auf eher lockere Zentralbankpolitik weltweit zum Hauptantrieb der nächsten EZB-Entscheidungen werden. Gleichzeitig würde es für die deutsche Konjunktur eine zunehmende „Überstimulierung“ bedeuten, die in einem weltweit eher verhaltenen Umfeld auch zu positiven Wachstumsüberraschungen führen könnte.

Neue Chancen im Öl- und Gassektor



Bastian Gries
Leiter
Corporate Credit Investment Grade

Seit Juli 2014 hat sich der Ölpreis mehr als halbiert. Die Unternehmen aus dem Öl- und Gassektor stehen daher mächtig unter Druck. Überraschenderweise halten sich ihre Ratings jedoch recht stabil. Gerade Anleiheinvestoren sollten deshalb aufmerken. Für sie lohnt sich ein genauerer Blick.

Die Ursachen für den massiven Ölpreisverfall sind hinlänglich bekannt. So haben die USA ihre Ölimporte nach dem Fracking-Boom deutlich gedrosselt. Um ihren Marktanteil zu verteidigen, war die OPEC gezwungen, ihre Angebotsverknappung aufzugeben. Das drückte den Kurs. Zusätzlich dürfte das Angebot nach Aufheben der Sanktionen gegen den Iran weiter ansteigen. Viele Länder, deren Staatshaushalte am schwarzen Gold hängen, produzieren heute an ihrer Kapazitätsgrenze.

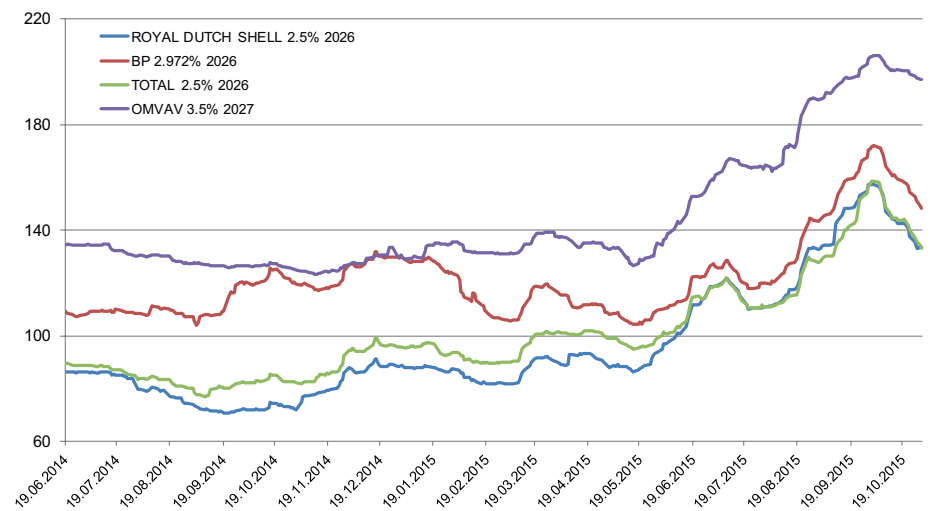
Es gibt jedoch Lichtblicke für Anleger. Öl- und Gasunternehmen sind oft breiter diversifiziert, als es den Anschein hat. Sie fördern nicht nur, sondern betreiben auch Raffinerien, Transport- und Tankstellengeschäfte. Diese zusätzlichen Leistungen helfen ihnen, den schwachen Ölpreis zumindest teilweise aufzufangen. Gerade in Zeiten sinkender Ölpreise steigen beispielsweise die Margen im Raffineriegeschäft. Über einen Puffer verfügten zuletzt auch jene Unternehmen, die nicht in US-Dollar berichten. Deren schwächelnde Heimatwährungen – ob Euro, australischer Dollar oder Rubel – gleichen einen Teil des Kursverfalls aus.

Parallel polieren viele große Unternehmen ihre Bilanzen auf. Sie emittieren Hybridkapital, verkaufen Teile ihres Vermögens oder erhöhen das Eigenkapital. Prominente Beispiele sind Total, BP, Santos oder Origin Energy. Daneben verschaffen sie sich finanziellen Spielraum, indem sie ihre Explorationsbudgets kappen. Eine solche Rosskur dürfte mittelfristig auf ein sinkendes Ölangebot treffen – die Folgen der fehlenden Exploration, an deren Ende typischerweise die rasche Wiederbelebung des Sektors steht. Aktuell liegen die Spannen im Öl- und Gassektor mit einem Aufschlag von rund 1,52 Prozentpunkten zu Bundesanleihen leicht über denen von klassischen Investment Grade-Anleihen mit 1,41 Prozentpunkten (die Grafik dient zur Veranschaulichung und stellt keine Anlageempfehlung dar).



Matthias Lackmann
Asset Manager Credits

Spreadentwicklung Öl & Gas Emittenten über Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Oddo Meriten; Stand: 30.10.2015

Allerdings fällt das durchschnittliche Rating der Öl- und Gasunternehmen besser aus. Das Durchschnittsrating des Öl & Gassektors liegt bei A, während der Gesamtindex ein Durchschnittsrating an der Grenze A-/BBB+ aufweist. Insbesondere die großen europäischen Ölkonzerne weisen starke Investment Grade-Ratings im AA oder A-Ratingsegment auf. Sie wurden also teilweise zu Unrecht stark abgestraft. Für Bondinvestoren können sich daraus günstige Gelegenheiten ergeben.

Ein breiter Einstieg in das Segment ist mit Fragezeichen zu versehen, besonders mit Blick auf Servicegesellschaften im Fördersektor. Ihnen bürden die Öl- und Gaskonzernen einen Teil der Sparmaßnahmen auf. Gerade sie dürften die großen Verlierer des gesehenen Preisverfalls sein.

Wichtige Kundeninformation

Vorliegendes Dokument wurde durch die Oddo Meriten Asset Management GmbH (Oddo Meriten), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt. Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Es beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen. Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Oddo Meriten oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. **Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben.** Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Oddo Meriten übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Oddo Meriten reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Oddo Meriten Asset Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf oder unter www.meriten.de bezogen werden. Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkurschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück. Bei Alternative Investments können Anlagentechniken (wie z.B. die Aufnahme von Fremdkapital, Leerverkäufe und Derivate) zum Einsatz kommen, die zusätzlichen Risiken unterliegen. Die niedrigen Anfangseinschüsse, die in der Regel zur Errichtung einer Position in solchen Instrumenten erforderlich sind, ermöglichen ein hohes Maß an Hebelwirkung. Dementsprechend kann sich eine verhältnismäßig kleine Bewegung im Preis eines Vermögensgegenstands in einem Gewinn oder Verlust niederschlagen, der im Verhältnis zum tatsächlich eingesetzten Kapital hoch ausfallen und zu einem überproportionalen Verlust führen kann, der über das geleistete Kapital hinausgeht. Transaktionen in außerbörslich gehandelten Derivaten können zusätzliche Risiken, insbesondere Liquiditäts- und Kontrahentenrisiken beinhalten. Es kann sich daher als schwierig erweisen, solche Transaktionen zu schließen, zu bewerten oder das Risiko einzuschätzen. Eine Anlage kann ebenfalls einem hohen Risiko unterliegen, wenn sie in Unternehmen getätigt wird, deren Emissionen nicht öffentlich oder frei handelbar und daher schwierig zu veraußern sind. Bei solchen Unternehmen kann zudem ein erhöhtes Risiko eines unternehmerischen Misserfolgs als bei größeren, börsennotierten Unternehmen bestehen. Anleger von Alternative Investments müssen bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen. Vermögensgegenstände können ganz oder teilweise nicht von einer Verwahrstelle, sondern einem Prime Broker verwahrt werden. Sofern der Prime Broker seinen Sitz außerhalb des Geltungsbereiches des Kapitalanlagegesetzbuches hat, unterliegt dieser nicht der staatlichen Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Anlagen in Fonds, die in Alternative Investments investieren, sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und ggf. Halbjahresbericht kostenlos bei der Oddo Meriten Asset Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf bezogen werden. Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushandigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden. Sollte Oddo Meriten Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt Oddo Meriten Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält Oddo Meriten hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch Oddo Meriten verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen. Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden. Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht. Copyright ©Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die in Bezug auf Morningstar enthaltenen Informationen, Daten und ausgedruckten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren. STOXX Limited ("STOXX") ist die Quelle der in diesem Dokument genannten STOXX-Indizes und der darin enthaltenen Daten. STOXX war bei der Herstellung und Aufbereitung von in diesem Bericht enthaltenen Informationen in keiner Weise beteiligt und schließt für solche Informationen jede Gewähr und jede Haftung aus, einschliesslich für ihre Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Tauglichkeit zu beliebigen Zwecken. Jede Verbreitung oder Weitergabe solcher Informationen, die STOXX betreffen, ist untersagt.