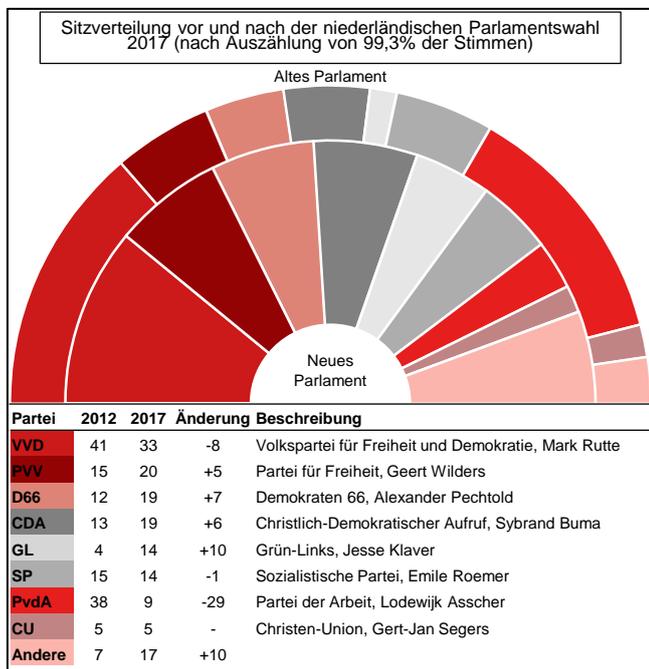


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Tag der Entscheidungen: Ein Votum für Europa und für (etwas) höhere US-Zinsen

Gestern standen zwei wichtige Entscheidungen an: In den Niederlanden wurde ein neues Parlament gewählt, und in den USA traf sich die Notenbank, um über den Leitzins und den weiteren geldpolitischen Kurs zu beraten.

Europa – und vor allem die Länder der Eurozone – können erst einmal durchatmen. Die Wähler in den Niederlanden haben ein deutliches Zeichen gesetzt und sich mit klarer Mehrheit für die Pro-Europa-Parteien ausgesprochen. Die europakritische Freiheitspartei (PVV) des Rechtspopulisten Geert Wilders, die in den Umfragen lange Zeit vorne gelegen hatte, kommt dagegen mit rund 13 Prozent der Wählerstimmen nur auf den zweiten Platz. Gewonnen hat die Wahl die Partei des amtierenden Ministerpräsidenten Mark Rutte, die rechtsliberale Volkspartei für Freiheit und Demokratie (VVD), mit etwa 21 Prozent der Stimmen. Damit kann er die nächste Regierung in Den Haag bilden. Dies wird allerdings angesichts der Parteienvielfalt im niederländischen Parlament keine einfache Aufgabe. Für eine Regierungsmehrheit werden nämlich 76 Stimmen benötigt; dies bedeutet, dass sich mindestens vier Parteien zu einer Koalition zusammenfinden müssen. Von daher ist davon auszugehen, dass es bis zu drei Monate dauern könnte, bis eine neue Regierung steht.



Die Befürchtungen, dass bei einer möglichen Wahl von Wilders dieser die Niederlande mittels eines Referendums aus der Eurozone und der EU führen könnte, haben sich nicht bewahrheitet. Dies ist ein positives Signal für Europa, das umso mehr Gewicht hat, da die Wahlbeteiligung in den Niederlanden mit mehr als 80 Prozent der Wähler so hoch war wie seit 30 Jahren nicht mehr. Damit ist im „europäischen Superwahljahr“ 2017 die erste Hürde erfolgreich gemeistert worden, denn immerhin finden in diesem Jahr

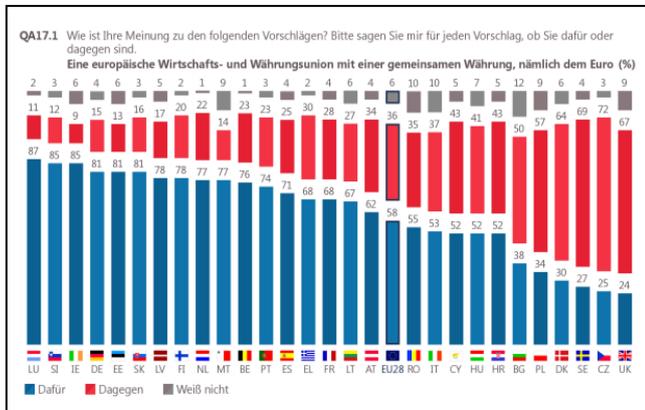
mindestens drei Wahlen in EU-Gründerstaaten statt. Ministerpräsident Rutte selbst bezeichnete die Wahl in seinem Land als Viertelfinale im Kampf gegen den verkehrten Populismus. Diesem folgt dann im April und Mai das Halbfinale in Frankreich bei der anstehenden Präsidentschaftswahl und schließlich das Finale im September bei der Wahl zum deutschen Bundestag.

Als Auftakt für einen europaweiten Rechtsruck kann man das gestrige Wahlergebnis nicht werten, doch welche Rückschlüsse lassen sich für die nächsten Wahlen in Europa ziehen? Es wäre sicherlich voreilig, davon auszugehen, dass die Wahlchancen der europakritischen Marine Le Pen vom Front National von der Wahl in den Niederlanden negativ beeinflusst würden. Allerdings ist auch bei den Umfragewerten für Frau Le Pen zu erkennen, dass sich diese in jüngster Zeit etwas verschlechtert haben. Für die erste Runde der französischen Präsidentschaftswahl am 23. April wird aber immer noch ein knapper Sieg vor Emmanuel Macron und Francois Fillon erwartet. Um im ersten Wahlgang gewählt zu werden, benötigt ein Kandidat mehr als 50 Prozent der Stimmen. Da dies keiner der Bewerber erreichen dürfte, fällt die Entscheidung aller Voraussicht nach erst im zweiten Wahlgang, der am 7. Mai stattfinden wird. In fast allen Umfragen liegt Frau Le Pen derzeit deutlich hinter Macron bzw. Fillon.

Bewahrheiten sich diese Umfragen, würde dies sehr positiv für Europa und die Eurozone sein, weil sowohl Macron als auch Fillon einen neuen wirtschaftspolitischen Kurs einschlagen dürften, der mehr Reformen und langfristig auch mehr Wirtschaftswachstum für Frankreich und die gesamte Eurozone bedeuten könnte. Umgekehrt bestünde bei einem Wahlsieg Le Pens die Gefahr, dass sie Frankreich aus dem Euro heraus führt. In diesem Fall würde der Euro wohl von einem neuen Franc abgelöst und die ausstehenden französischen Staatsanleihen könnten umgeschuldet werden. Eine Kapitalflucht aus französischen Wertpapieren und dem Euro würde einsetzen, US-Dollar und Schweizer Franken sowie Anleihen aus Deutschland, den Niederlanden und Finnland würden von Anlegern als sicherer Hafen gesucht werden. Chaos und eine neue Finanzkrise wären wahrscheinlich, das Ende des Euro nicht auszuschließen.

Doch selbst wenn Le Pen die Wahl gewinnt, muss es nicht zwangsläufig zum „Frexit“ kommen, denn die Mehrheit der Franzosen befürwortet den Euro. In Deutschland sind die Zustimmungswerte in der Bevölkerung zum Euro sogar noch deutlich höher. Eine ungebrochene Reiselust und das Wissen um die große Bedeutung der Exporte für die deutsche Wirtschaft sind hierfür hauptsächlich verantwortlich. Selbst wenn die AfD also im Herbst in den neuen Bundestag einziehen wird, dürfte dies für den Fortbestand der europäischen Währungsunion nicht gefährlich werden. Das „Endspiel“ sollte der Euro in diesem Jahr also gewinnen. Das größte Risiko für dieses Szenario geht von Italien aus (typischerweise auch noch Deutschlands Angstgegner bei jeder Fußballweltmeisterschaft), denn dort sieht nur eine knappe Mehrheit der Bürger die Einheitswährung positiv. Ob in Italien in diesem Jahr aber überhaupt gewählt werden

wird, steht jedoch noch gar nicht fest, ganz abgesehen davon, dass die Umfragen auch ein enges Rennen zwischen Euro-Gegnern und -Befürwortern signalisieren. Von daher gehen wir davon aus, dass die politischen Risiken im Euro-Raum nach der Wahl in den Niederlanden trotz der verbleibenden Unsicherheiten zunächst sinken werden.



Quelle: Umfrage der Europäischen Kommission, Eurobarometer 86, Dezember 2016

Positive Meldungen kommen auch aus den USA. Die Federal Reserve hat erwartungsgemäß den Leitzins um 25 Basispunkte auf eine Spanne von 0,75-1,00 Prozent erhöht. Die einfache Botschaft hinter dieser Entscheidung: die US-Wirtschaft läuft gut, die ökonomischen Risiken sind überschaubar. Gleichzeitig machte die US-Zentralbank aber deutlich, dass sie an ihren ökonomischen Einschätzungen aus dem Dezember 2016 festhält, sodass die Mehrheit der Notenbanker für den Rest des Jahres zwei weitere Zinserhöhungen für wahrscheinlich hält. Befürchtungen, dass die Währungshüter im Jahresverlauf stärker auf die geldpolitische Bremse drücken könnten, wurde eine Absage erteilt. Der so genannte „Dot Plot“, der signalisiert, welches Zinsniveau die FOMC-Mitglieder für angemessen halten, zeigt, dass neun von siebzehn Mitgliedern von drei Zinserhöhungen im Jahr 2017 ausgehen; im Dezember 2016 waren dies nur sechs. Dagegen gehen nur noch drei Mitglieder davon aus, dass weniger als drei Zinsschritte in diesem Jahr adäquat wären, im Dezember waren noch sechs Personen dieser Meinung.

Die geldpolitische Wende in den USA schreitet also nur langsam voran, sodass das Risiko von größeren Verwerfungen am Rentenmarkt überschaubar bleibt. Nachdem die Renditen für viele Staatsanleihen seit Jahresbeginn angestiegen sind und somit zum Teil zu kräftigen Kursverlusten führten, könnte sich die Situation nun zumindest temporär wieder entspannen. Denn das Störfeuer aus mutmaßlich stärker steigenden US-Leitzinsen, höheren Inflationsraten und politischen Unsicherheiten in der Eurozone nimmt zunächst wieder ab, sodass sich die Kurse wieder erholen sollten. Auf Gesamtjahressicht bleibt aber zu konstatieren, dass die Aussichten für Rentenpapiere bescheiden bleiben. Denn erstmals seit vielen Jahren wird die internationale Geldpolitik nicht mehr expansiver. Allerdings werden der Federal Reserve in absehbarer Zeit noch nicht viele andere Notenbanken folgen. Zwar konstatierte die Europäische Zentralbank auf ihrer letzten Sitzung, dass es angesichts der etwas höheren Inflationsraten keine Dringlichkeit mehr für weitere expansive Schritte gebe. Gleichzeitig taten Mario

Draghi und seine Kollegen aber alles dafür, um den Eindruck zu erwecken, dass sich die EZB nicht mit Überlegungen beschäftigt, wie man die Geldpolitik langsam normalisieren könne. Selbst wenn es also wahrscheinlich ist, dass die europäische Zentralbank ihr Anleiheaufkaufprogramm im Jahr 2018 weiter abschmelzen oder sogar ganz aufgeben wird, sind explizite Zinserhöhungen in der Eurozone noch lange nicht auf der Tagesordnung. Dies gilt im Übrigen auch für die Überlegung, den negativen Einlagenzinssatz in absehbarer Zeit zu erhöhen.

Was bedeuten diese Entwicklungen für den Anleger? Das Wahlergebnis in den Niederlanden vermindert die politischen Unsicherheiten bis zur Frankreich-Wahl, ohne sie aber völlig aus dem Weg zu räumen. Dennoch dürften die Risikoabschläge, die europäische Aktien und Anleihen im Vergleich zu ihren US-Pendants aufweisen, etwas zurückgehen. Der ganze große Durchbruch – sprich Aufholeffekt bei den Bewertungskennzahlen – wird sich aber wohl erst nach der Frankreich-Wahl einstellen können. Vergleicht man die Kurs-Gewinn-Verhältnisse, die Relation von Preis zu Buchwert oder die Dividendenrenditen wird deutlich, wie günstig die europäischen Aktienmärkte im Vergleich zu den USA sind. Von daher sollte man sich als Anleger im Vorfeld der Wahl nicht zu defensiv positionieren. Gewinn Marine Le Pen die Präsidentschaftswahl nicht, und darauf deutet im Moment vieles hin, dann wird es an den Börsen vermutlich schnell weiter nach oben gehen. Für den DAX ergibt sich beispielsweise auf Basis der aktuellen Gewinnerwartungen und KGVs ein Kurspotenzial von bis zu 12.800 Punkten. Geht man davon aus, dass das KGV wie im Frühjahr 2015 auf einen Wert von 15 ansteigt, sind sogar Kurse deutlich über der 13.000-Punkte-Marke erreichbar.

An den Anleihemärkten stehen die Zeichen ebenfalls auf Entspannung. Die Wahl in den Niederlanden sollte dazu beitragen, dass die hohen Renditeabstände zwischen Staatsanleihen aus Deutschland und Frankreich bzw. Italien wieder abnehmen. Zudem dürfte sich die Zinsentscheidung der US-Notenbank positiv auf die globalen Rentenmärkte auswirken, weil ausgehend vom US-amerikanischen Rentenmarkt die Renditen wieder sinken sollten. Die Gefahr, dass die Rendite für 10-jährige US-Treasuries Richtung drei Prozent ansteigt, sollte fürs Erste gebannt sein, wir lassen unsere Prognose für das Jahresende unverändert bei 2,8 Prozent.

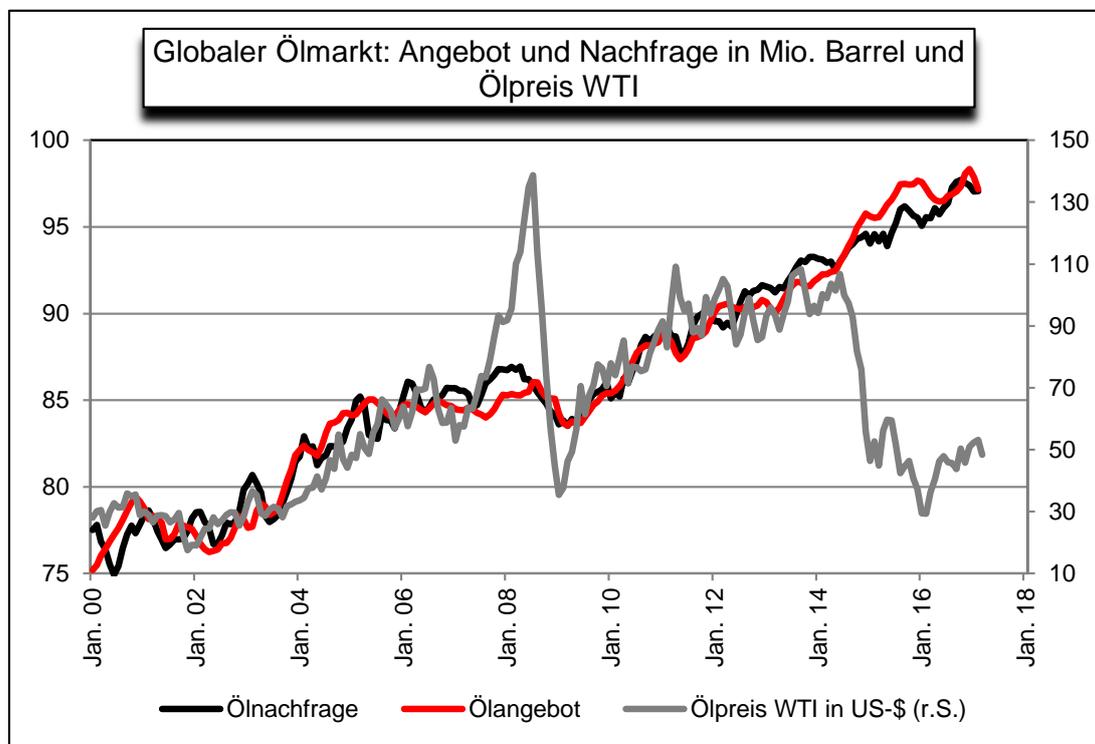
Auch für die Schwellenländer bleibt unsere Einschätzung optimistisch. Traditionell werden ein starker US-Dollar und steigende US-Zinsen als Belastungsfaktoren für diese Anlageklasse ausgemacht. Aus unserer Sicht noch wichtiger ist hingegen die wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern selbst. Und hier tut sich derzeit ebenfalls viel Positives. Frühindikatoren und reale Konjunkturdaten in Ländern wie Brasilien, Russland und China verbessern sich, der von der Citigroup berechnete Economic Surprise Index für die Schwellenländer ist auf einem so hohen Niveau wie zuletzt im Sommer 2010. Alles in allem ist das Umfeld für die Kapitalanlage also so gut wie lange nicht mehr. Wird im Mai auch noch das Halbfinale gewonnen, steht einem erfolgreichen Anlagejahr 2017 nichts mehr im Wege.

Wochenausblick für die Zeit vom 20. März bis 24. März 2017

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,3%	0,4%	0,7%	0,8%			20. März
D: Produzentenpreise, y/y	0,1%	1,0%	2,4%	3,7%			20. März
D: GfK Konsumklima	9,7	9,8	9,9	10,2	10	10,2	23. März
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	54,3	55,6	56,4	56,8	56,4	56,4	24. März
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	55,1	54,3	53,4	54,4	54,2	54,2	24. März
E-19: Konsumentenvertrauen	-6,2	-5,1	-4,8	-6,2	-5,8		23. März
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	53,7	54,9	55,2	55,4	55,2		24. März
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	53,8	53,7	53,7	55,6	55,2		24. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ölpreis weiter unter Druck?



Ende 2016 sah es so aus, als hätte sich der Ölpreis endlich wieder stabilisiert. Zum einen sorgte die gute Konjunkturdynamik für eine Ausweitung der Nachfrage, zum anderen gingen von der im Dezember beschlossene Drosselung der Fördermenge seitens der OPEC um 1,2 Millionen Barrel pro Tag sowie der angekündigten Fördermengen Kürzung der Nicht-OPEC-Länder von 600.000 Barrel pro Tag positive Impulse für den Ölpreis aus. Seither bewegte sich der Preis für Öl der Sorte WTI in einem Band von USD 51-54 seitwärts. Am vergangenen Mittwoch gab der Ölpreis dann jedoch unerwartet über fünf Prozent nach und liegt nun wieder unter der magischen Marke von USD 50. Diese Entwicklung kann vor allem mit den unmittelbar vor dem Preissturz veröffentlichten US-Lagerbeständen für Rohöl erklärt werden. Laut der amerikanischen Energiebehörde haben diese den höchsten Wert seit 1982 erreicht, was die Märkte, die nach der OPEC-Kürzung

und der guten Konjunkturdynamik eigentlich seit Wochen auf einen Anstieg des Ölpreises warten, spürbar verunsicherte. Der erneute Anstieg der Lagerbestände lässt sich vor allem mit saisonalen Effekten erklären, die dazu führen, dass die Lagerbestände zwischen Januar und April tendenziell zunehmen. Zusätzlich sorgen die guten wirtschaftlichen Bedingungen in den USA dafür, dass wieder mehr Öl gefördert wird. Die Erholung des Ölpreises hat dazu geführt, dass die Zahl der aktiven Bohrtürme seit Ende Mai 2016 wieder zugenommen hat. Die US-Ölproduktion ist seit dem Sommer 2016 um rund 500.000 Barrel pro Tag angestiegen. Trotzdem ergibt sich aber weiterhin ein negativer Netto-Effekt bei der Ölförderung: Im Vergleich zum Vorjahr stagniert das Ölangebot, während die Nachfrage wächst. Dies sollte unseres Erachtens nach mittelfristig zu einem leicht steigenden Ölpreise führen.

	Stand	Veränderung zum			
	16.03.2017 17:50	09.03.2017 -1 Woche	15.02.2017 -1 Monat	15.12.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20938	0,4%	1,6%	5,5%	5,9%
S&P 500	2382	0,7%	1,4%	5,3%	6,4%
Nasdaq	5900	1,0%	1,4%	8,1%	9,6%
DAX	12083	0,9%	2,5%	6,3%	5,2%
MDAX	23664	1,6%	1,5%	9,1%	6,6%
TecDAX	1988	2,0%	5,2%	12,9%	9,8%
EuroStoxx 50	3439	0,9%	3,5%	5,8%	4,5%
Stoxx 50	3134	1,2%	2,0%	4,7%	4,1%
SMI (Swiss Market Index)	8667	0,3%	2,1%	5,5%	5,4%
FTSE 100	7416	1,4%	1,5%	6,0%	3,8%
Nikkei 225	19577	1,3%	0,7%	1,6%	2,4%
Brasilien BOVESPA	65766	1,8%	-3,2%	12,6%	9,2%
Russland RTS	1096	4,7%	-6,5%	-3,7%	-4,9%
Indien BSE 30	29586	2,3%	5,1%	11,6%	11,1%
China Shanghai Composite	3270	1,6%	1,8%	4,9%	5,3%
MSCI Welt (in €)	1854	-0,8%	-0,6%	2,5%	3,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	944	0,5%	-1,5%	6,6%	7,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	159,59	-40	-371	-199	-456
Bobl-Future	131,32	-39	-237	-159	-231
Schatz-Future	112,26	-11	-14	-2	-3
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-1	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,23	-1	1	3	0
3 Monats \$ Libor	1,14	2	10	14	14
Fed Funds Future, Dez 2017	1,24	-3	6	5	0
10-jährige US Treasuries	2,52	-7	0	-6	8
10-jährige Bunds	0,45	3	7	19	34
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	0	-1	1	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,03	5	14	5	17
US Treas 10Y Performance	567,65	1,0%	0,3%	1,0%	-0,3%
Bund 10Y Performance	605,11	0,1%	-0,3%	0,1%	-1,3%
REX Performance Index	482,77	-0,3%	-0,4%	0,0%	-0,5%
IBOXX AA, €	0,77	0	4	-1	10
IBOXX BBB, €	1,56	0	0	-6	6
ML US High Yield	6,33	3	21	-23	-13
JPM EMBI+, Index	791	0,4%	-0,2%	4,0%	2,5%
Wandelanleihen Exane 25	6972	0,0%	0,4%	1,6%	0,8%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	419,14	0,6%	-3,1%	0,1%	-0,4%
MG Base Metal Index	300,01	2,6%	-2,7%	2,2%	7,2%
Rohöl Brent	51,64	-0,7%	-7,6%	-3,5%	-8,9%
Gold	1229,47	2,2%	0,2%	9,1%	6,2%
Silber	16,88	-1,3%	-6,0%	6,0%	5,2%
Aluminium	1873,50	1,0%	-1,4%	7,5%	9,9%
Kupfer	5843,00	3,0%	-3,4%	2,1%	5,8%
Eisenerz	90,50	5,8%	-1,1%	13,8%	13,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1147	7,8%	66,7%	18,7%	19,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0737	1,8%	1,7%	3,1%	1,9%
EUR/ GBP	0,8680	-0,3%	2,2%	3,4%	1,7%
EUR/ JPY	121,41	0,4%	0,5%	-1,3%	-1,6%
EUR/ CHF	1,0683	-0,2%	0,3%	-0,5%	-0,5%
USD/ CNY	6,8950	-0,3%	0,3%	-0,8%	-0,8%
USD/ JPY	113,38	-1,4%	-0,7%	-4,1%	-3,0%
USD/ GBP	0,8089	-1,7%	0,7%	0,3%	-0,1%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@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 herein 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.