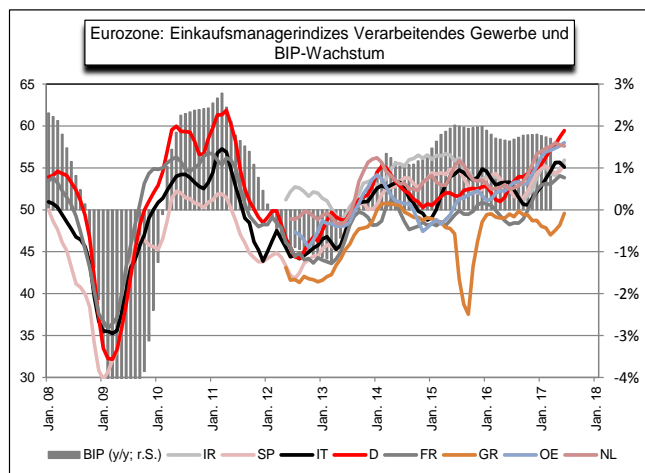


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Fed und EZB bleiben ihrer Linie treu – „Spekulanten“ versuchen die Märkte zu machen

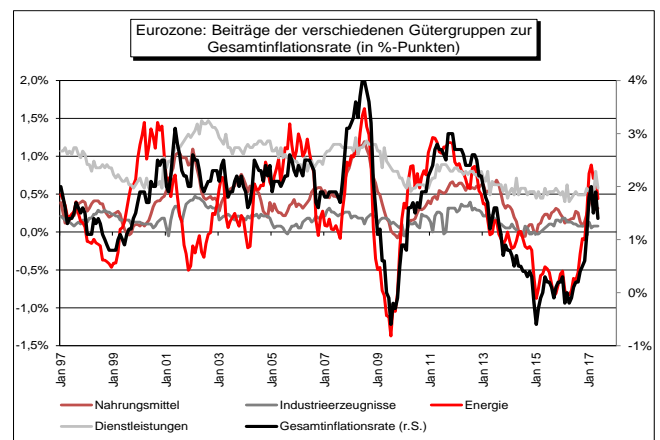
In den nächsten beiden Wochen stehen zwei wichtige Notenbankentscheidungen an. Zunächst trifft sich der EZB-Rat am 8. Juni in Tallinn, ehe eine Woche später am 13. und 14. Juni Janet Yellen und das Federal Open Market Committee über die Geldpolitik in den USA beraten werden. Die Rahmenbedingungen für die beiden Zentralbanken könnten kaum unterschiedlicher sein: Während die Fed schon im Dezember 2015 eine vorsichtige Zinswende eingeläutet und seitdem den Leitzins in drei Schritten von jeweils 25 Basispunkten erhöht hat, wurde die Geldpolitik der EZB in diesem Zeitraum immer expansiver. Im Dezember 2015 wurde der Einlagezinssatz um 10 Basispunkte auf -0,30% reduziert, im März 2016 erfolgte eine weitere Absenkung auf -0,40%, eine Ausweitung des Volumens der monatlichen Wertpapierankäufe sowie die Auflage vier neuer langfristiger Refinanzierungsgeschäfte.

Nachdem sich aber in den vergangenen Monaten die wirtschaftlichen Perspektiven im Euroraum kontinuierlich aufgehellt haben, sind vor allem in Deutschland die Stimmen lauter geworden, die auch für die EZB endlich eine Abkehr von der sehr expansiven Geldpolitik fordern. Aber vermutlich bleibt die Umsetzung dieser Forderung ein frommer Wunsch. So hat EZB-Präsident Draghi erst Anfang der Woche bei einer Anhörung vor dem EU-Parlament deutlich gemacht, dass aus seiner Sicht auch weiterhin eine sehr akkommodierende Geldpolitik notwendig ist. Diese Aussage mag in Hinblick auf die gute Konjunkturlage verwundern, schließlich deuten die meisten Frühindikatoren für die Eurozone auf ein anhaltend günstiges konjunkturelles Umfeld hin. So ist nicht nur der Ifo-Geschäftsklimaindex in Deutschland im Mai auf ein neues Rekordniveau angestiegen, auch die europäischen Einkaufsmanagerindizes signalisieren für fast alle Länder eine Beibehaltung oder sogar eine weitere Beschleunigung der wirtschaftlichen Dynamik. Wir nehmen dies zum Anlass, unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2017 von bislang 1,7% auf nun 1,8% leicht nach oben zu revidieren.



Doch trotz der guten und sogar verbesserten Wachstumsperspektiven für die Eurozone ist das Gesamtbild für die

geldpolitischen Entscheidungen keineswegs eindeutig. Denn von ihrem wichtigsten Ziel, nämlich die Inflationsrate in Richtung 2% zu bewegen, ist die Notenbank weiterhin weit entfernt. Im Mai lag die Preissteigerungsrate nur noch bei 1,4% und damit auf dem niedrigsten Wert seit Dezember 2016. Für die sehr volatile Entwicklung in diesem Jahr sind zum einen die späte Lage der Osterfeiertage und die damit verbundenen Auswirkungen auf die Preise für Pauschalreisen verantwortlich, zum anderen die Basiseffekte beim Ölpreis. So zeigt sich, dass die Veränderungen der Inflationsrate in den vergangenen Jahren hauptsächlich von den Schwankungen der Energiepreise verursacht worden sind.

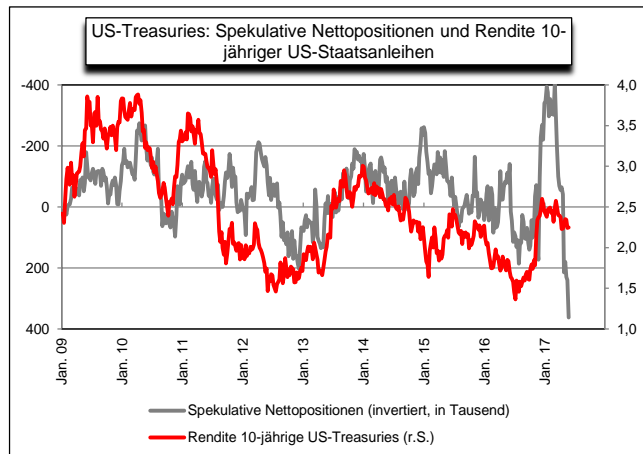


Der starke Rückgang des Ölpreises zu Beginn des vergangenen Jahr sorgte dafür, dass die Energiepreise die Inflationsrate im Frühjahr 2016 um fast einen Prozentpunkt nach unten gedrückt haben. Umgekehrt dann das Bild zu Beginn dieses Jahres: Im Februar lag der Ölpreis bei rund 52 US-Dollar und damit fast 60% über seinem Niveau von Februar 2016. Daraus resultierte ein Anstieg der Energiepreise in der Eurozone von fast 10% gegenüber dem Vorjahr. Da die Energiepreise einen Anteil von gut 9% am gesamten Warenkorb haben, führte dies dazu, dass von der gesamten Inflationsrate im Februar von 2,0% fast die Hälfte des Anstieges auf die Energiepreise zurückzuführen war. Im Mai lagen die Energiepreise jedoch nur noch um 4,6% über dem Niveau des Vorjahres, sodass sich ihr Anteil an der Gesamtinflation auf 0,4 Prozentpunkte reduzierte. Bleibt der Ölpreis auf seinem derzeitigen Niveau von rund 50 US-Dollar würde die Jahresveränderungsrate der Energiepreise in den kommenden Monaten nach und nach auf null sinken, sodass sie auch keinen Einfluss mehr auf die gesamte Preissteigerungsrate hätte. Da sich die Anteile der übrigen Komponenten im Warenkorb – Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse und Dienstleistungen – zusammen relativ stabil auf nur rund 1% summieren, ist dies die im Moment „nachhaltig“ zu erwartende Inflationsrate, die schon gegen Ende 2017 wieder erreicht werden könnte. Das Inflationsziel von knapp 2% scheint somit in absehbarer Zeit kaum zu erreichen zu sein.

Der Leitzins der EZB, also der Hauptrefinanzierungssatz, wird aller Voraussicht nach nicht nur 2017, sondern vielleicht sogar das gesamte Jahr 2018 über bei null Prozent

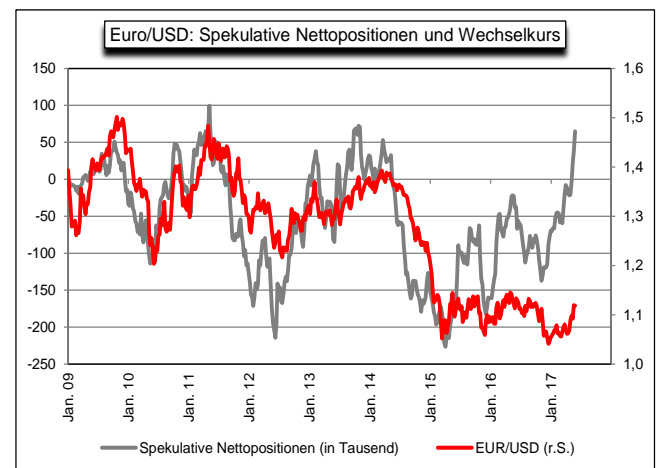
bleiben. Graduelle Anpassungen der Geldpolitik – und damit vielleicht ein Tribut an die deutschen Forderungen – könnten allerdings in der Form erfolgen, dass das Anleiheaufkaufprogramm mit Beginn des Jahres 2018 schrittweise reduziert und dann im Laufe des Jahres komplett eingestellt wird. Eine solche Maßnahme scheint vor dem Hintergrund, dass nur außergewöhnliche Umstände auch außergewöhnliche Maßnahmen erfordern, plausibel. Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass sich der EZB-Rat bereits in der kommenden Woche auf einen solchen Beschluss einigen wird. Denn die neuen Wachstums- und Inflationsprojektionen der EZB-Volkswirte werden aller Wahrscheinlichkeit nach keinen akuten Handlungsbedarf signalisieren: So dürften die im März präsentierten Wachstumsprognosen von 1,8% für dieses Jahr und 1,7% bzw. 1,6% für 2018 und 2019 bestätigt werden, während die Inflationsprognose für dieses Jahr von bislang 1,7% sogar leicht nach unten revidiert werden könnte. Wir selbst gehen nach den schwachen Mai-Daten nur noch von einer durchschnittlichen Preissteigerungsrate von bestenfalls 1,6% in diesem Jahr aus. Die Erwartungen für 2018 (1,6%) und 2019 (1,7%) dürften zunächst beibehalten werden.

Auch in den USA ist festzustellen, dass der Anstieg der Inflation zunächst gestoppt ist. Der für die US-Notenbank wichtige PCE-Preisindex und dessen Kernrate lagen im April bei 1,7% sowie bei 1,5% und damit deutlich unter den im Februar erreichten Werten von 2,2% und 1,8%. Dennoch gehen wir davon aus, dass die Fed am 14. Juni eine weitere Zinserhöhung von 25 Basispunkten beschließen wird. Obwohl die jüngsten Konjunkturdaten zum Teil etwas schwächer ausgefallen sind, was auf eine gewisse Ernüchterung nach der anfänglichen Trump-Euphorie zurückzuführen ist, signalisieren die meisten US-Daten eine weiterhin robuste Konjunkturentwicklung. Sollte die Atlanta-Fed mit ihrem „GDP Now“-Modell recht behalten, würde das BIP im 2. Quartal 2017 mit 3,8% wachsen, sodass trotz des schwachen Wachstums zu Jahresbeginn (annualisierte Wachstumsrate von 1,2% im 1. Quartal) unsere BIP-Prognose von 2,3% für das Gesamtjahr 2017 weiterhin erreichbar ist. Somit blieben der US-amerikanischen Zentralbank weitere sechs Monate Zeit, um die „versprochene“ dritte Zinserhöhung in diesem Jahr umzusetzen.



Die Marktteilnehmer haben zuletzt aber wieder Zweifel an diesem avisierten Zinspfad bekommen. Dies mag darauf

zurückzuführen sein, dass die Fed auch in den letzten Jahren nie das geliefert hat, was sie zuvor in Aussicht gestellt hatte. Zwar ist die potenzielle Zinserhöhung im Juni zu rund 96% in den Fed-Funds-Future-Kursen enthalten, doch zeigt der Dezember-Kontrakt, dass mittlerweile nur noch 50% der Marktteilnehmer bis dahin mit einer weiteren Zinserhöhung rechnen. Diese Skepsis ist ein Grund für den Rückgang der Rendite bei den 10-jährigen US-Treasuries. Lag diese Anfang März noch bei 2,6% ist sie aktuell auf rund 2,2% zurückgegangen. Die Neupositionierung der Anleger lässt sich auch an dem Commitments of Traders Report der CFTC erkennen. So hatten die spekulativ handelnden Marktteilnehmer bis März 2017 eine rekordhohe Shortposition bei Futures und Optionen auf 10-jährige US-Treasuries aufgebaut in der Erwartung deutlich steigender US-Renditen. Seit Ende April hat sich das Blatt jedoch komplett gedreht: War man vorher massiv „short“, haben die Spekulanten mittlerweile die größte Longposition seit dem Jahr 2007 aufgebaut. Angesichts der Wucht dieses Umschwenkens ist der Renditerückgang am US-Rentenmarkt aber vergleichsweise bescheiden ausgefallen. Sollte die Fed im Juni an ihrer bisher kommunizierten Linie festhalten, könnte dies die Spekulanten zu einem erneuten Schwenk in ihren Positionen veranlassen, sodass die Renditen dann auch wieder etwas stärker ansteigen dürften. Von daher halten wir einen Renditeanstieg in der nächsten Zeit für wahrscheinlicher als einen weiteren Rückgang. Da der US-Rentenmarkt auch eine Art Leitfunktion für die anderen globalen Rentenmärkte hat, würde eine solche Entwicklung auch wieder zu zumindest leicht steigenden Renditen bei europäischen Staatsanleihen (v.a. bei Bundesanleihen) führen, und das völlig unabhängig von der Geldpolitik der EZB.



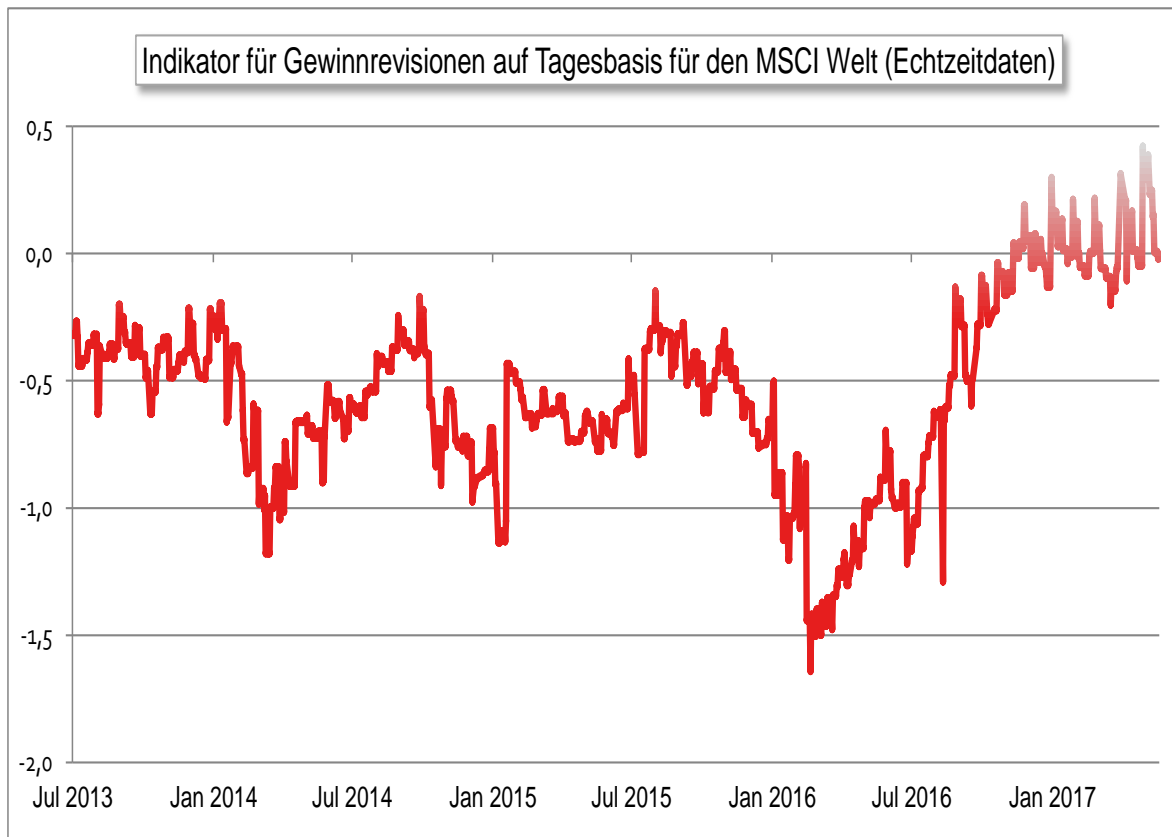
Die Daten der CFTC zeigen auch, dass der in den vergangenen Wochen vergleichsweise starke Euro gegenüber dem US-Dollar u.a. ebenfalls auf eine Neupositionierung der Spekulanten zurückzuführen ist, die auf einen noch schwächeren US-Dollar wetten. Angesichts der restriktiveren US-Geldpolitik und des in diesem Jahr wieder stärkeren US-Wachstums gehen wir jedoch davon aus, dass der US-Dollar in der nächsten Zeit wieder aufwerten wird. Mit anderen Worten: Die Wetten der Spekulanten scheinen uns in diesen beiden Fällen zu gewagt!

Wochenausblick für die Zeit vom 5. Juni bis 9. Juni 2017

	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	54,3	53,4	54,4	55,6	55,4	55,2	5. Juni
D: Auftragseingänge, m/m	6,1%	-6,7%	3,5%	1,0%	-0,5%		7. Juni
D: Auftragseingänge, y/y	8,4%	0,0%	4,7%	2,3%	4,8%		7. Juni
D: Industrieproduktion, m/m	-1,8%	1,3%	1,8%	-0,4%	0,4%		8. Juni
D: Industrieproduktion, y/y	0,0%	-0,4%	1,9%	1,8%	2,0%		8. Juni
D: Exporte, m/m	-2,1%	2,5%	0,9%	0,4%	-0,4%		9. Juni
D: Exporte, y/y	3,3%	5,8%	6,2%	4,7%	4,3%		9. Juni
D: Importe, m/m	0,1%	2,7%	-1,6%	2,5%	-1,2%		9. Juni
D: Importe, y/y	5,7%	7,1%	5,7%	10,6%	9,1%		9. Juni
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	53,7	53,7	55,5	56,0	56,4	56,2	5. Juni
E-19: Sentix	18,2	18,2	17,4	20,7	24,0	22,4	5. Juni
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	-0,3%	0,1%	0,5%	0,3%	0,2%		6. Juni
E-19: Einzelhandelsumsatz, y/y	1,4%	1,4%	1,7%	2,4%	2,3%		6. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Gewinnrevisionen nach wie vor mit positiver Tendenz



Um ein hinreichend attraktives Kurspotenzial für Aktienmärkte ableiten zu können, ist eine günstige oder zumindest faire Bewertung unerlässlich. Eine günstige Bewertung hat aber wenig Aussagekraft, wenn gleichzeitig die damit einhergehenden Gewinnschätzungen kontinuierlich nach unten revidiert werden. Hält ein solcher Trend über längere Zeit an, kann bei konstanten Kursen das KGV mittelfristig allein durch negative Gewinnrevisionen so stark steigen, dass aus einem vermeintlich attraktiven Bewertungsniveau ein unattraktives Bewertungsniveau wird. Deshalb ist es für längere Aufschwungphasen an Aktienmärkten fast unerlässlich, dass die Gewinnrevisionen nicht dauerhaft deutlich negativ ausfal-

len. Wir berechnen für die Aktien des MSCI Welt auf Tagesbasis seit 2013 die Gewinnrevisionen und haben über diesen Zeitraum eine Art „Echtzeitdatenbank“ aufgebaut. Im Prinzip könnte man ähnliche Daten auch über Rückrechnungen erzeugen, jedoch setzt dies voraus, dass die verfügbaren Datenbanken in jedem Fall tatsächlich „historisch“ sind und nicht im Nachhinein geändert werden können, was leider nicht immer der Fall ist. Unsere Echtzeitanalyse zeigt aber immerhin, dass die derzeitigen Gewinnrevisionen gegenüber den vorherigen Jahren deutlich positive Tendenzen aufweisen. Aus dieser Perspektive steht weiter steigenden Kursen nichts im Weg.

	Stand 01.06.2017 17:20	Veränderung zum			30.12.2016 YTD
		25.05.2017 -1 Woche	28.04.2017 -1 Monat	28.02.2017 -3 Monate	
Aktienmärkte					
Dow Jones	21035	-0,2%	0,5%	1,1%	6,4%
S&P 500	2415	0,0%	1,3%	2,2%	7,9%
Nasdaq	6199	-0,1%	2,5%	6,4%	15,1%
DAX	12668	0,4%	1,8%	7,0%	10,3%
MDAX	25444	1,3%	3,4%	8,9%	14,7%
TecDAX	2308	1,4%	10,3%	21,2%	27,4%
EuroStoxx 50	3566	-0,5%	0,2%	7,4%	8,4%
Stoxx 50	3225	-0,3%	1,3%	5,1%	7,1%
SMI (Swiss Market Index)	9034	0,0%	2,5%	5,7%	9,9%
FTSE 100	7542	0,3%	4,7%	3,8%	5,6%
Nikkei 225	19651	-0,8%	2,4%	2,8%	2,8%
Brasilien BOVESPA	63225	0,0%	-3,3%	-5,2%	5,0%
Russland RTS	1044	-3,7%	-6,4%	-5,1%	-9,4%
Indien BSE 30	31138	1,3%	4,1%	8,3%	16,9%
China Shanghai Composite	3102	-0,2%	-1,7%	-4,3%	-0,1%
MSCI Welt (in €)	1912	-0,2%	-0,8%	-1,8%	2,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1005	-1,0%	0,1%	1,4%	9,5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,29	98	51	-376	-186
Bobl-Future	132,17	40	31	-256	-146
Schatz-Future	112,25	7	1	-39	-4
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	-2	-3	-5	0
3 Monats \$ Libor	1,21	1	4	15	21
Fed Funds Future, Dez 2017	1,23	0	0	7	0
10-jährige US Treasuries	2,21	-4	-7	-14	-23
10-jährige Bunds	0,30	-7	-2	9	19
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	-1	3	-1	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,18	-6	0	14	3
US Treas 10Y Performance	583,42	0,5%	0,9%	1,6%	2,5%
Bund 10Y Performance	612,31	0,6%	0,2%	-0,8%	-0,1%
REX Performance Index	484,27	0,3%	0,1%	-0,8%	-0,2%
IBOXX AA, €	0,68	-6	-2	7	0
IBOXX BBB, €	1,33	-5	-6	-9	-17
ML US High Yield	6,00	7	-1	-4	-46
JPM EMBI+, Index	824	0,2%	0,6%	3,1%	6,7%
Wandelanleihen Exane 25	7239	0,0%	1,2%	3,9%	4,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	406,55	-0,3%	-1,3%	-4,7%	-3,3%
MG Base Metal Index	289,75	-1,1%	-1,9%	-4,8%	3,6%
Rohöl Brent	51,10	-0,7%	-0,9%	-7,5%	-9,9%
Gold	1265,17	0,7%	-0,2%	0,7%	9,3%
Silber	17,35	1,0%	0,9%	-5,9%	8,1%
Aluminium	1925,75	-1,7%	1,2%	0,3%	13,0%
Kupfer	5657,75	-0,8%	-0,9%	-5,2%	2,4%
Eisenerz	58,00	-4,1%	-14,1%	-37,0%	-27,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	878	-4,4%	-20,8%	2,2%	-8,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1220	0,1%	2,7%	5,9%	6,4%
EUR/ GBP	0,8696	0,4%	3,3%	1,8%	1,9%
EUR/ JPY	124,73	-0,5%	2,4%	5,0%	1,1%
EUR/ CHF	1,0886	-0,2%	0,5%	2,2%	1,4%
USD/ CNY	6,8029	-1,0%	-1,3%	-1,0%	-2,2%
USD/ JPY	110,78	-0,9%	-0,7%	-1,8%	-5,2%
USD/ GBP	0,7752	0,3%	0,3%	-3,5%	-4,2%

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.