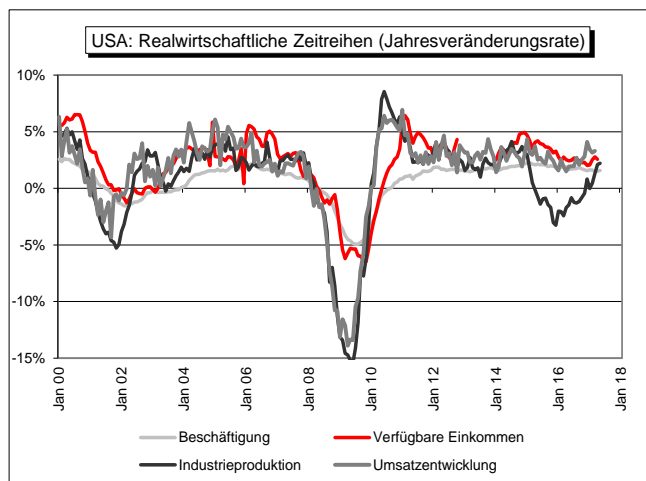


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

USA: Höhere Zinsen und eine quantitative Straffung der Geldpolitik

Wie die Europäische Zentralbank in der vergangenen Woche, so ist auch die US-amerikanische Federal Reserve mit ihrer jüngsten Zinsentscheidung ihrer bisherigen Linie treu geblieben. Das bedeutet, dass sich die diametral entgegengesetzte Geldpolitik in beiden Wirtschaftsräumen fortsetzt. So halten Mario Draghi und seine Kollegen einen weiteren „sehr substanziellen“ geldpolitischen Stimulus für notwendig, um das Inflationsziel der Notenbank in absehbarer Zeit auch nur annähernd zu erreichen. Draghi machte nochmals deutlich, dass die EZB erst ihre Anleihenkäufe auslaufen lassen wird, bevor der negative Einlagenzins oder gar der Hauptrefinanzierungssatz angehoben wird. Letztere Maßnahme zeichnet sich frühestens für 2019 ab. Die Vorbereitung einer geldpolitischen Wende sieht anders aus, und selbst die weit verbreitete Erwartung, dass die EZB im September den Ausstieg aus ihrem QE-Programm ankündigen wird, könnte sich angesichts der sehr niedrigen Inflation nicht erfüllen. Mit anderen Worten: Die Zinsen im Euro-Raum bleiben sehr niedrig. Unsere Jahresendprognose für die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen von 0,7 Prozent könnte sich von daher als zu hoch erweisen.

Anders dagegen in den USA. Nachdem die US-Notenbank im Dezember 2015, im Dezember 2016 und zuletzt im März 2017 den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte angehoben hatte, entschied das Federal Open Market Committee (FOMC) gestern Abend, die Fed Funds Rate ein weiteres Mal auf nun 1,00 bis 1,25 Prozent zu erhöhen. Zwar wurde dieser Zinsschritt allgemein erwartet, allerdings nahm in den vergangenen Wochen die Skepsis der Marktteilnehmer zu, ob die Notenbank bei ihrem Plan bleiben würde, den Leitzins in diesem Jahr dann noch ein weiteres Mal zu erhöhen. Denn ähnlich wie in der Eurozone ist auch in den USA die Inflationsrate zuletzt wieder unter die Marke von zwei Prozent gesunken. Zudem gab es einige schwächere Wirtschaftsdaten, sodass der für das zweite Quartal erhoffte Aufschwung der US-Wirtschaft ausbleiben könnte.



Allerdings teilen wir die Konjunktursorgen für die USA nicht. Obwohl einige Frühindikatoren den Rückwärtsgang eingelegt haben, ist dies eher auf ein Abebben der Trumpf-

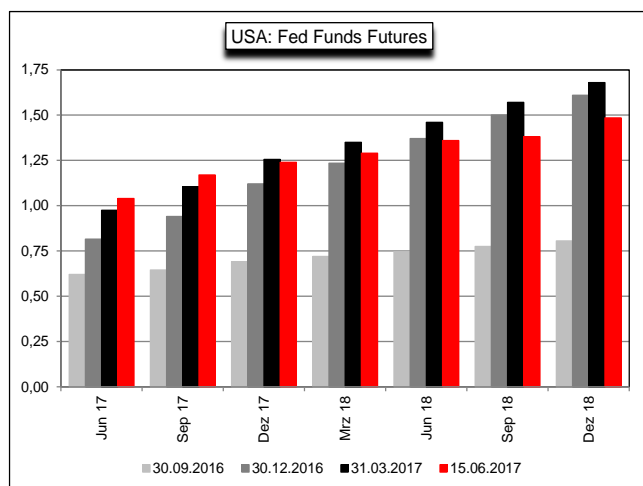
Euphorie zurückzuführen und kein Signal für eine bevorstehende Konjunkturabschwächung. So signalisieren die wichtigsten makroökonomischen Indikatoren, wie die Beschäftigung, die verfügbaren Einkommen, die Industrieproduktion oder die Umsatzentwicklung, dass sich die US-Wirtschaft auf einem soliden Pfad befindet. Auch den deutlichen Rückgang der Einzelhandelsumsätze im Mai sollte man nicht überbewerten. Zwar gingen die Umsätze im Monatsvergleich um 0,3 Prozent zurück (dies war das größte Minus seit 16 Monaten), dennoch ist die Schlussfolgerung, dass der US-Konsum lahm, falsch. Der Rückgang ist vor allem auf die in Folge des gesunkenen Ölpreises rückläufigen Umsätze an den Tankstellen zurückzuführen. Zudem signalisiert die sogenannte „Kernrate“, also die Einzelhandelsumsätze ohne Autos, Benzin und Baumaterialien, dass die Dynamik des Konsums in den letzten Monaten stetig zugenommen hat. So könnte das enttäuschende Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2017 (+0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal) noch nachträglich nach oben revidiert werden, und für das zweite Quartal dürfte sich die Wachstumsrate mit den bislang vorliegenden Daten auf etwa 0,8 Prozent beschleunigen. Unsere Gesamtjahresprognose eines realen BIP-Zuwachses von 2,3 Prozent bleibt damit gut erreichbar – und zwar ohne die Notwendigkeit einer großen Trumpschen Steuerreform, die mehr denn je in den Sternen steht.

Auch die US-Notenbank sieht die US-Wirtschaft auf einem guten Weg. So wurde die Prognose für das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr von bislang 2,1 auf nun 2,2 Prozent angehoben. Auch wenn im Moment der Eindruck entstanden sein mag, dass die wirtschaftliche Dynamik in der Eurozone stärker ist als in den USA, so trägt der Schein doch. Gerade bei uns in Deutschland wird mit dem Verweis auf die gute Konjunkturlage schon seit längerem der Ruf laut, dass die EZB ihre Geldpolitik endlich anpasst und es der US-Notenbank gleichtut. Dabei wird aber übersehen, dass EZB und Fed abweichende Mandate haben. So heißt es in Artikel 127, Absatz 1 des AEU-Vertrages (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union): „Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten.“ Preisniveaustabilität ist dabei als eine Inflationsrate von unter, aber nahe zwei Prozent definiert. Den Prognosen der EZB zur Folge wird dieses Ziel weder 2017 (1,5 Prozent), noch 2018 (1,3 Prozent) oder 2019 (1,6 Prozent) erreicht. Von daher lässt sich auch kein zwingender und unmittelbarer Handlungsbedarf für die Geldpolitik ableiten.

Angesichts der in den vergangenen drei Monaten sehr niedrigen Preissteigerungsraten hat die US-Notenbank ihre Inflationsprognose für dieses Jahr von 1,9 auf 1,6 Prozent nach unten revidiert. Ist damit dieselbe Schlussfolgerung für die EZB gerechtfertigt, nämlich die Geldpolitik unverändert beizubehalten? Nein, und dies aus zwei Gründen. Zum einen hat die Fed ihre Inflationsprognosen für die Jahre 2018 und 2019 unverändert bei 2,0 Prozent belassen. Zum anderen hat die US-Notenbank nicht das alleinige Ziel, Preisniveaustabilität zu gewährleisten, sondern ihr Mandat umfasst zusätzlich die Aufgaben, ein Maximum an

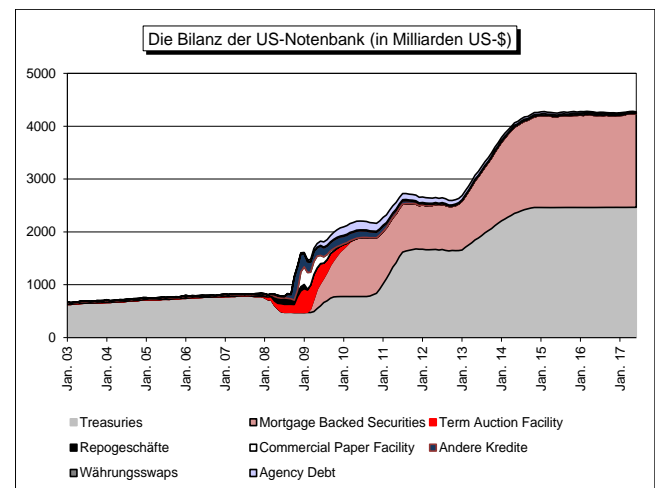
Beschäftigung und „moderate“ langfristige Zinsen sicherzustellen. Vor allem die Aufnahme des Arbeitsmarktes in die Reaktionsfunktion der Fed ist entscheidend für die gestrige Zinserhöhung – und die Erwartung einer weiteren Anhebung um 25 Basispunkte im Laufe des zweiten Halbjahres. So geht die Notenbank davon aus, dass die Arbeitslosenquote in diesem Jahr bei 4,3 und in den nächsten beiden Jahren bei 4,2 Prozent liegen wird. Gleichzeitig wird erwartet, dass die langfristige Arbeitslosenquote 4,6 Prozent beträgt. Diese Zahlen sind deswegen bedeutsam, weil sich die Fed damit als Verfechterin der sogenannten Phillips-Kurven-Theorie erweist: Sinkt die Arbeitslosenquote (von derzeit 4,3 Prozent, Tendenz weiter sinkend) unter die „NAIRU“ (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) von 4,6 Prozent, kommt es zu einer Lohn-Preis-Spirale und damit zu mehr Inflation.

Aufgrund dieser Argumentationskette ist es nicht überraschend, dass die Mehrheit der FOMC-Mitglieder unverändert von einer weiteren Zinserhöhung in diesem Jahr ausgeht. Wie die „Dot Plots“ zeigen, gehen für den Rest des Jahres 2017 nur vier Mitglieder von unveränderten Zinsen aus, acht erwarten dagegen eine und vier Mitglieder sogar zwei weitere Zinserhöhungen. Für 2018 werden ebenfalls unverändert nochmals drei weitere Zinserhöhungen prognostiziert, sodass die Fed Funds Rate Ende 2018 bei 2,25 Prozent liegen dürfte. Dabei gibt es immerhin sieben Notenbankvertreter, die den Leitzins per Ende 2018 sogar auf einem noch höheren Niveau sehen. Vergleicht man diese Aussagen der Notenbank mit den Markterwartungen für die weitere Geldpolitik, die sich an den Preisen der Fed Funds Future ablesen lassen, kann man erkennen, dass die Marktteilnehmer ein grundsätzlich anderes Bild von der zukünftigen Geldpolitik haben: So geht der Markt mit einer Wahrscheinlichkeit von derzeit 56 Prozent davon aus, dass es keine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr geben wird. Per Ende 2018 ist eine Fed Funds Rate von gerade einmal 1,5 Prozent eingepreist.



Die hieraus zu ziehende Schlussfolgerung ist klar: Entweder liegt die US-Notenbank falsch oder der Markt. Zwar heißt es im Allgemeinen „Der Markt hat immer recht“, aber manchmal gilt diese Aussage dann doch nicht. Da unser Konjunkturszenario eher dem der Fed entspricht und wir angesichts der Reaktionsfunktion der US-Notenbank davon ausgehen, dass eine Zielverfehlung bei der Inflationsrate

nicht entscheidend für den weiteren Weg der US-Geldpolitik ist (im Unterschied zur Eurozone!), erwarten wir weitere Zinserhöhungen. Deswegen gehen wir davon aus, dass diese Fehlbeurteilung der Fed Funds Futures auch zu Konsequenzen am US-Rentenmarkt führen wird, nämlich zu höheren Renditen. Auch wenn unsere Zinsprognose für 10-jährige US-Treasuries zum Jahresende 2017 von 2,8 Prozent im Moment wenig realistisch erscheint, halten wir an der grundsätzlichen zukünftigen Richtung der Kapitalmarktrenditen in den USA fest: aufwärts. Schaut man sich die letzten Jahre an, so betrug der durchschnittliche Abstand zwischen der Rendite für 10-jährige US-Treasuries und den Fed Funds Futures für die folgenden 12 Monate rund 130 Basispunkte. Bleibt das Wachstum in den USA auf Kurs, wäre eine Rendite von 2,8 Prozent von daher eher die Untergrenze dessen, was realistisch erscheint. Steigen die US-Renditen wieder an, dürfte dies auch dem US-Dollar Auftrieb geben.



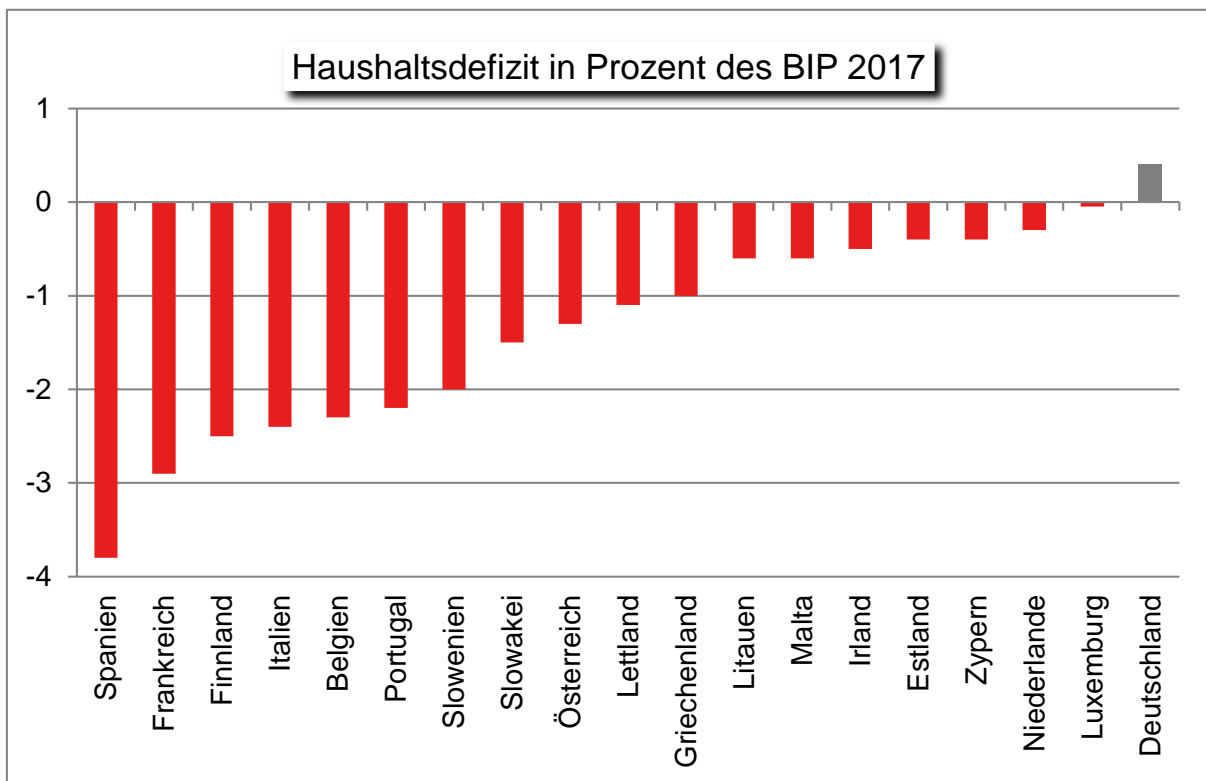
Neben dem direkten Effekt einer etwas restriktiveren Geldpolitik über einen höheren Leitzins gibt es noch einen zweiten, indirekten geldpolitischen Effekt, der aus der angekündigten „Normalisierung“ der Fed-Bilanz resultiert. Die US-Notenbank hat beginnend im Jahr 2008 mit Hilfe dreier QE-Programme ihre Bilanz durch den Kauf verschiedenster Wertpapiere (vor allem Staatsanleihen und hypothekenbesicherte Wertpapiere) von rund einer Billion auf fast 4,3 Billionen US-Dollar vergrößert. Gemessen am US-BIP nahm die Bilanzsumme von fünf auf zwischenzeitlich 25 Prozent zu (aktuell: 23 Prozent). Frau Yellen kündigte gestern an, dass die Fed noch in diesem Jahr damit beginnen will, fällig werdende Anleihen nicht zu reinvestieren. Allerdings wird die Notenbank sehr behutsam vorgehen; so werden zunächst Staatsanleihen in einem Volumen von 6 Milliarden US-Dollar und hypothekenbesicherte Anleihen in einem Volumen von 4 Milliarden US-Dollar nicht ersetzt werden. Alle drei Monate soll das Volumen um 10 Milliarden erhöht werden bis zu einem Maximum von 50 Milliarden US-Dollar pro Monat. Zum Vergleich: Im Laufe des 2012 begonnenen QE3-Programms wurden von der Fed monatlich Wertpapiere in einem Volumen von 85 Milliarden US-Dollar gekauft. Auch wenn der Startschuss des Programms noch unklar ist und es vom Umfang her verhältnismäßig gering ausfällt, könnte es ebenfalls dazu beitragen, den Druck auf die US-Renditen zu erhöhen.

Wochenausblick für die Zeit vom 19. Juni bis 23. Juni 2017

	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Juni	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,7%	0,2%	0,0%	0,4%	0,0%		20. Juni
D: Produzentenpreise, y/y	2,4%	3,1%	3,1%	3,4%	2,9%		20. Juni
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	56,4	56,8	58,3	58,2	59,5	59,2	23. Juni
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	53,4	54,4	55,6	55,4	55,4	55,2	23. Juni
E-19: Konsumentenvertrauen	-4,9	-6,2	-5,0	-3,6	-3,3	-2,5	22. Juni
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	55,2	55,4	56,2	56,7	57,0	56,8	23. Juni
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	53,7	55,5	56,0	56,4	56,3	56,2	23. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Kann es noch besser werden?



Im europäischen Vergleich ist Deutschland das einzige Land, das eine positive Haushaltsbilanz vorweisen kann. Zwar liegen bis auf Spanien die meisten Länder oberhalb der durch die Maastricht-Kriterien vorgegebenen 3%-Grenze, doch macht diese überhaupt noch Sinn? Die 3%-Grenze der Neuverschuldung ergab sich in den 90er Jahren aus der Zielsetzung, die damals durchschnittliche Schuldenquote relativ zum BIP in Höhe von 60% einzuhalten. Darüber hinaus entsprach sie auch einfach der damals durchschnittlichen Neuverschuldung der EU-Länder. Ökonomisch ließ sie sich aber auch sinnvoll herleiten: Mit einem erwarteten durchschnittlichen nominalen Wirtschaftswachstum in Höhe von 5% durfte die jährliche Neuverschuldung höchstens 3% betragen, damit die Schuldenquote nicht über 60% steigt. Mittlerweile liegt die Schuldenquote im EU-Durchschnitt jedoch bei rund 70%, in der Eurozone sogar bei knapp 80%. Neben unzähligen Verstößen einzelner EU-Staaten gegen die Maastricht-Kriterien sind vor allem die damals geltenden Prämissen keineswegs mehr gültig. Insbesondere beim Wirtschaftswachstum waren die Öko-

nomen damals extrem optimistisch, wenn nicht sogar naiv. Mit einem aktuellen (im Vergleich zu den letzten Jahren hohen) durchschnittlichen Nominalwachstum in der Eurozone in Höhe von 3,2% dürfte die Neuverschuldung höchstens 1,9% betragen, wenn die Schuldenquote langfristig wieder bei 60% liegen soll. Eine Neuverschuldung von 3% hingegen würde zu einem langfristigen Anstieg der Schuldenquote auf 94% führen. In Hinsicht auf die obige Grafik scheinen viele Staaten schon eingesehen zu haben, dass ein Festhalten an der 3%-Grenze, wenn auch sanktionsfrei, nicht mehr ausreichend ist. Nach wie vor ist die Neuverschuldungsquote bei den üblichen Verdächtigen jedoch noch sehr hoch. Die Euro-Schuldenkrise hat gezeigt, wie gefährlich eine hohe Staatsverschuldung werden kann, wenn die Wirtschaft einbricht und Gläubiger an der Zahlungsfähigkeit ihrer Schuldner zweifeln. Momentan läuft die Wirtschaft in Europa mehr als gut. Wir können nur hoffen, dass das noch lange so bleibt - eine Rezession könnte sich Europa nicht leisten.

	Stand	Veränderung zum			
	15.06.2017 17:21	08.06.2017 -1 Woche	12.05.2017 -1 Monat	14.03.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	21339	0,7%	2,1%	2,4%	8,0%
S&P 500	2425	-0,3%	1,4%	2,5%	8,3%
Nasdaq	6195	-2,0%	1,2%	5,8%	15,1%
DAX	12681	-0,3%	-0,7%	5,8%	10,5%
MDAX	25009	-0,6%	0,2%	6,8%	12,7%
TecDAX	2248	-2,1%	1,7%	13,6%	24,1%
EuroStoxx 50	3520	-1,2%	-3,2%	3,5%	7,0%
Stoxx 50	3170	-0,9%	-3,1%	2,2%	5,3%
SMI (Swiss Market Index)	8840	0,3%	-3,1%	2,0%	7,5%
FTSE 100	7409	-0,5%	-0,4%	0,7%	3,7%
Nikkei 225	19884	-0,1%	0,0%	1,4%	4,0%
Brasilien BOVESPA	61923	-1,3%	-9,2%	-4,3%	2,8%
Russland RTS	992	-4,5%	-9,8%	-6,8%	-13,9%
Indien BSE 30	31076	-0,4%	2,9%	5,5%	16,7%
China Shanghai Composite	3133	-0,6%	1,6%	-3,3%	0,9%
MSCI Welt (in €)	1931	1,0%	-0,5%	-0,1%	4,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1014	0,2%	-1,4%	2,8%	11,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	164,59	203	371	503	44
Bobl-Future	132,74	58	123	136	-89
Schatz-Future	112,06	-20	-6	-24	-23
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	0	-2	-9	0
3 Monats \$ Libor	1,25	2	7	11	25
Fed Funds Future, Dez 2017	1,24	0	0	-5	0
10-jährige US Treasuries	2,16	-3	-19	-44	-29
10-jährige Bunds	0,29	3	-11	-16	18
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	0	2	-2	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,16	2	-10	-12	4
US Treas 10Y Performance	586,90	0,5%	1,9%	4,2%	3,1%
Bund 10Y Performance	616,36	0,3%	1,6%	2,2%	0,6%
REX Performance Index	484,26	0,0%	0,6%	0,5%	-0,2%
IBOXX AA, €	0,72	-1	-2	-9	4
IBOXX BBB, €	1,29	-3	-8	-30	-21
ML US High Yield	5,95	-7	-11	-48	-51
JPM EMBI+, Index	830	0,2%	1,4%	5,6%	7,5%
Wandelanleihen Exane 25	7256	0,0%	0,4%	4,3%	4,9%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	399,74	-1,2%	-2,6%	-4,1%	-5,0%
MG Base Metal Index	288,67	0,3%	0,3%	-2,4%	3,2%
Rohöl Brent	46,86	-2,4%	-7,4%	-7,3%	-17,4%
Gold	1253,86	-1,8%	2,0%	4,0%	8,3%
Silber	17,17	-1,6%	4,6%	0,9%	7,0%
Aluminium	1872,50	-1,4%	-0,7%	1,5%	9,9%
Kupfer	5668,50	-0,6%	2,3%	-2,2%	2,6%
Eisenerz	56,00	-2,6%	-4,3%	-34,9%	-30,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	865	5,0%	-14,7%	-22,2%	-10,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1152	-0,7%	2,5%	4,9%	5,8%
EUR/ GBP	0,8734	0,8%	3,1%	-0,2%	2,3%
EUR/ JPY	123,34	-0,3%	-0,4%	1,0%	0,0%
EUR/ CHF	1,0868	0,1%	-0,9%	1,3%	1,2%
USD/ CNY	6,8050	0,1%	-1,4%	-1,6%	-2,1%
USD/ JPY	109,58	-0,4%	-3,3%	-4,5%	-6,3%
USD/ GBP	0,7834	1,4%	1,0%	-4,7%	-3,2%

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.