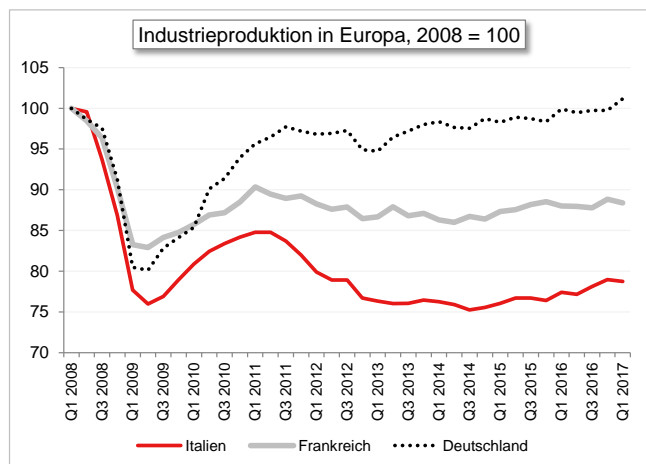


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Fünf Jahre nach der Draghi-Rede: Ist die Eurokrise überwunden oder nur verdrängt?

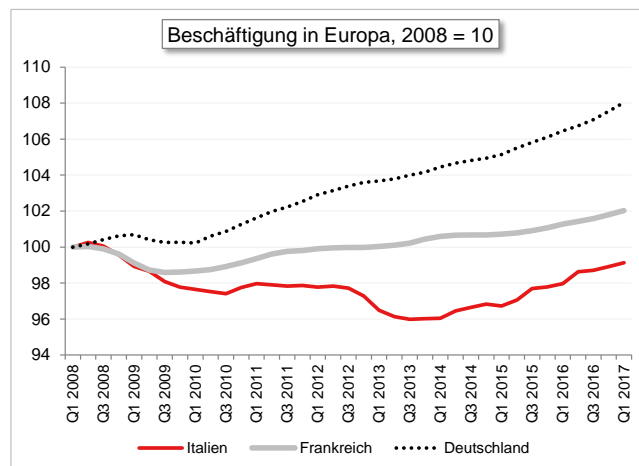
Es sind nun fast fünf Jahre vergangen, seitdem Mario Draghi in London die berühmte „whatever it takes“-Rede gehalten hat und damit den Euro vor einer dramatischen Abwärtsspirale bewahrte. Durch den Einsatz diverser Rettungsinstrumente und einer massiv expansiven Fiskalpolitik ist es tatsächlich gelungen, die Lage der Eurozone zu stabilisieren und das Schreckgespenst einer zerfallenden Währungsunion in den Hintergrund zu drängen. Mit den jüngsten Wahlergebnissen in den Niederlanden und Frankreich hat sich der Trend hin zu einer weiteren Stabilisierung verstärkt, und auch aus Italien kommen Signale, wonach die Fünf-Sterne-Bewegung des Politclowns Beppe Grillo von eurofeindlichen Positionen und weiteren populistischen Ansichten Abstand zu nehmen scheint. Ist also alles wieder im Lot? Vieles spricht dafür, dass dem leider nicht so ist. Natürlich hat sich die Wirtschaft in den letzten Jahren im Trend positiv entwickelt, und insbesondere in den letzten Quartalen ist das BIP-Wachstum in vielen Ländern der Eurozone überdurchschnittlich gut ausgefallen. Dementsprechend haben sich auch die Staatsfinanzen im Trend leicht positiv entwickelt, so dass die Schuldenkrise weit in den Hintergrund gerückt ist. Die steigende Beschäftigung und die unterdurchschnittliche Zahl an Insolvenzen trägt zudem dazu bei, ein allgemeines Gefühl der Sicherheit zu verbreiten.

So erfreulich dies ist, so gefährlich ist es jedoch, Warnsignale und Probleme zu übersehen, die spätestens in der nächsten Rezession mit voller Wucht in den Fokus zurückkehren werden. Dazu gehört beispielsweise die nach wie vor sehr heterogene realwirtschaftliche und monetäre Entwicklung innerhalb der Eurozone. Indexiert man beispielsweise die Industrieproduktion der wichtigsten Länder der Eurozone für den Januar 2008 auf 100, dann hat Deutschland trotz der massiven Rezession von 2008/2009 inzwischen ein neues Allzeithoch von 101 erreicht, während Frankreich immer noch bei einem Wert von unter 90 liegt und Italien nicht einmal die 80er-Grenze erreicht hat.

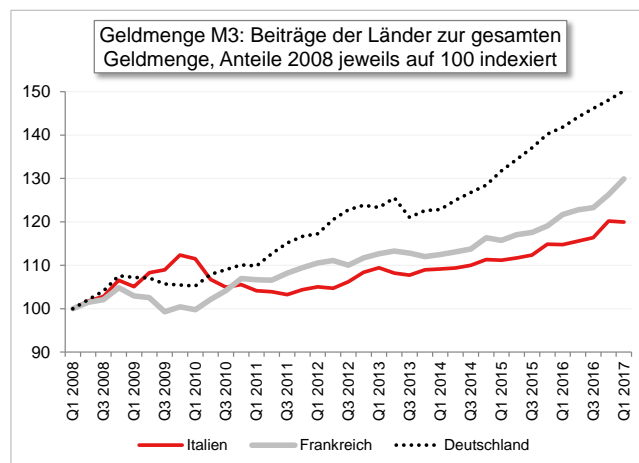


Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Beschäftigung. Indexiert man wiederum die Beschäftigung aus dem Januar

2008 auf 100, liegt Deutschland inzwischen auf einem Wert von 108, während Frankreich den Wert von 102 erreicht hat und Italien immer noch mit der 100er-Marke kämpft.



Diese hohe Heterogenität in der Realwirtschaft setzt sich im monetären Sektor fort, und spätestens das sollte als Alarmsignal gewertet werden. In einer einigermaßen homogenen Währungsunion müssten geldpolitische Entscheidungen und Maßnahmen im Idealfall auch gleichmäßig wirken, aber das ist in der Eurozone nicht der Fall. So hat die expansive Geldpolitik der EZB zu einem signifikant stärkeren Anstieg der Geldmenge M3 in Deutschland als in anderen Ländern geführt. Das bedeutet, dass der geldpolitische Transmissionsmechanismus in Deutschland zu einem gewissen Grad immer noch funktioniert, während sich in anderen Ländern die geldpolitischen Maßnahmen der EZB als zunehmend stumpfes Schwert erweisen.

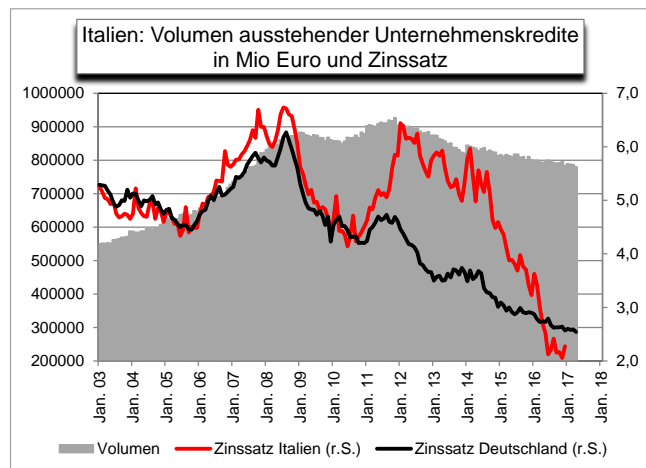
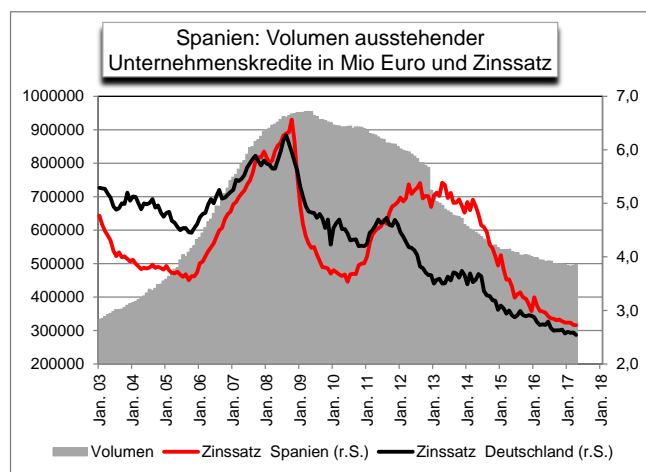


Etwas überspitzt könnte man sogar davon sprechen, dass die massive expansive Geldpolitik ausgerechnet dort positive Effekte erzeugt, wo diese kaum benötigt werden. Aber genau das ist das Phänomen einer heterogenen Währungsunion, wo man mit einer „one-fits-all“-Geldpolitik die Heterogenität eher noch verstärkt.

Zum besseren Verständnis dieser Situation kann man eine Analogie aus dem Agrarbereich bemühen. Angenommen, ein Land besteht zur einen Hälfte aus vergleichsweise fruchtbaren Feldern mit guten klimatischen Bedingungen

und zur anderen Hälfte aus eher dünnen Feldern mit wenig Niederschlag. Wenn nun die Regierung versucht, die landwirtschaftliche Produktion durch das gleichmäßige Verteilen von Dünger zu verbessern, wird dies auf den fruchtbaren Feldern einen Mehrertrag ergeben, aber nur bedingt auf den dünnen Feldern ohne Niederschlag. Hier hilft der Dünger kaum; entscheidender wäre eine funktionierende Bewässerung und andere strukturelle Maßnahmen, um die Region wieder landwirtschaftlich nutzbar zu machen. In diesem Sinne verteilt die EZB zwar großzügig „Dünger“, nur führt dieser „Dünger“ nicht zu den gewünschten Ergebnissen, da damit die strukturellen Probleme nicht bekämpft, sondern allenfalls kaschiert werden.

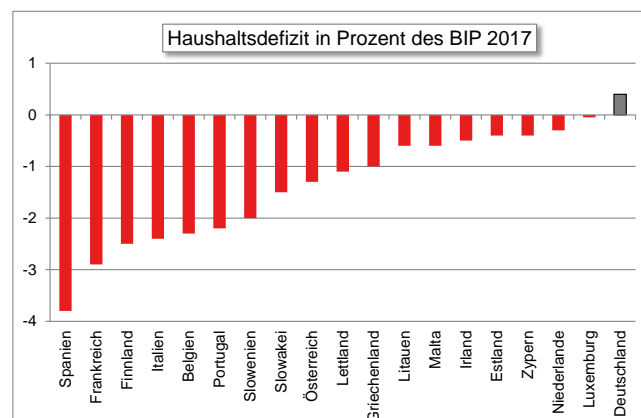
So ist vielleicht auch zu erklären, wenn die expansive Geldpolitik der EZB mit deutlich fallenden Zinssätzen für Kredite in Ländern wie Spanien und Italien den Rückgang der Kreditvolumina nicht verhindern konnte.



Im Ergebnis gelangen einige Volkswirtschaften der europäischen Währungsunion in einen Teufelskreislauf. Realwirtschaftliche Probleme führen zu einer geringeren Effektivität der Geldpolitik, und eine wenig effektive Geldpolitik belastet indirekt die Realwirtschaft.

Spätestens in der nächsten Rezession werden daher diese grundlegenden Probleme, welche von guten Konjunkturdaten derzeit kaschiert werden, erneut zu Tage treten. Früher hätten variable Wechselkurse hier für Anpassungen gesorgt, die nun über andere Mechanismen dargestellt werden müssen. Ein typischer „Kandidat“ für diese Anpassungen

wären flexible (und damit fallende) Löhne in den wirtschaftlich schwächeren Ländern, doch ist diese Option politisch nur bedingt durchsetzbar. Dementsprechend ist jetzt schon absehbar, dass der Ruf nach Transfers in den kommenden Jahren lauter werden wird. Da Deutschland hinsichtlich seines Haushaltsüberschusses fiskalisch ganz einsam in einer anderen Liga spielt als alle anderen Länder der Eurozone, bedarf es keiner großen Phantasie sich vorzustellen, in Richtung welchen Landes die Begehrlichkeiten gehen werden.



Man muss zudem kein großer Prophet sein um zu erkennen, dass auch das Thema der gemeinsamen Haftung von Schulden wieder auf die Tagesordnung kommen wird. Dabei sind Eurobonds hinsichtlich ihrer Konstruktion und Anreizwirkung geradezu grotesk. Man stelle sich vor, alle Anwohner einer Straße treffen sich und verabreden, gegenseitig für alle Schulden einzustehen. Was im Privatleben unvorstellbar erscheint, ist auch auf staatlicher Ebene eine wenig sinnvolle Idee und bringt zudem demokratietheoretische Probleme mit sich. Das haben inzwischen auch die Befürworter von Eurobonds verstanden, so dass nun „abgemilderte“ Varianten in die Diskussion gebracht werden, die auch unter ordnungspolitischen Aspekten weniger gravierende Konstruktionsmängel aufweisen.

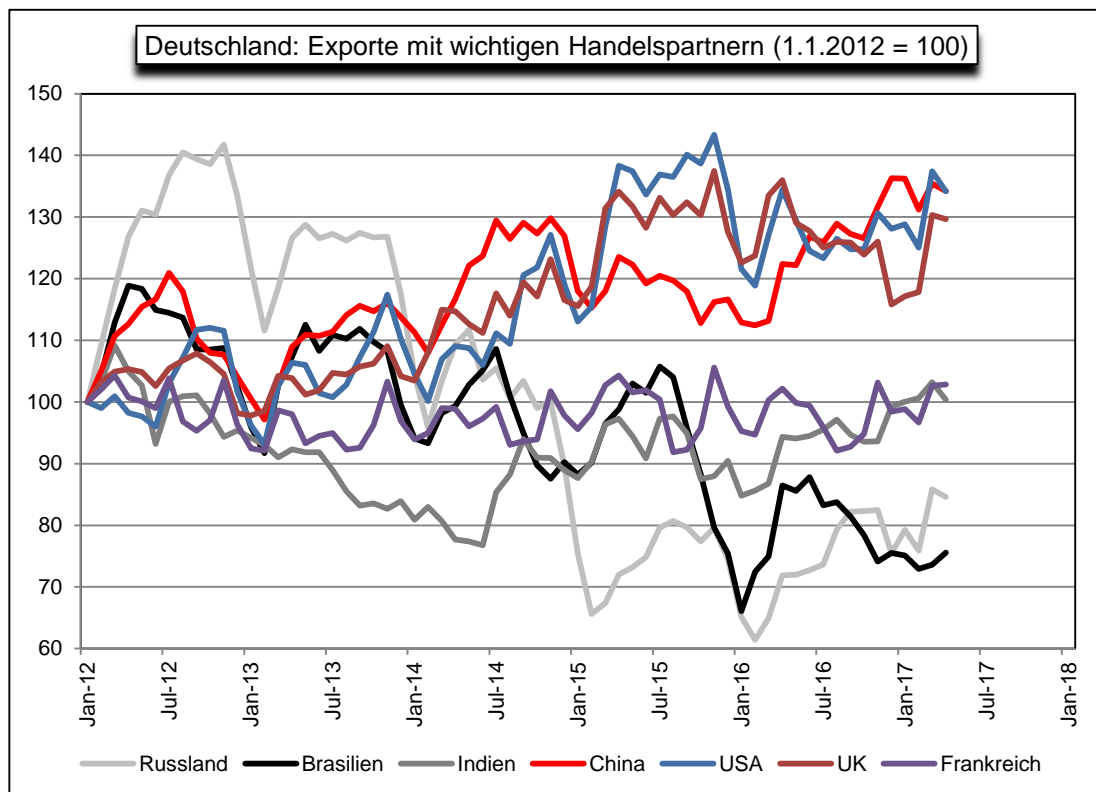
So könnte beispielsweise die Europäische Kommission Anleihen begeben, die mit „normalen“ Staatsanleihen der Eurozone besichert sind. Damit diese besicherten Euro-Anleihen eine geringe Rendite wie Bundesanleihen aufweisen, müsste eine weitere Tranche emittiert werden, die ebenfalls besichert ist, aber im Fall von Zahlungsausfällen die Verluste absorbiert und damit für die „Sicherheit“ der anderen Tranche sorgt. Was sich auf den ersten Blick elegant anhört, entpuppt sich bei näherem Ansehen jedoch als akademischer Papiertiger. Denn wer sollte als Investor ernsthaft Interesse an diesen Wertpapieren haben? Wer als Investor explizit in allerhöchste Bonitäten investieren möchte, wird im Zweifel immer zum „Original“ greifen und Bundesanleihen oder ähnlich sicher eingestufte Anleihen kaufen. Und wer ein Interesse an höheren Renditen und geringeren Bonitäten hat, kann sich mit bestehenden Anleihen ein diversifiziertes und transparentes Portfolio nach seinen Präferenzen selbst zusammenstellen. In letzter Konsequenz bleibt es dabei: Mit großen Reden und expansiver Geldpolitik kann man zwar sehr (!) viel Zeit kaufen. Am Ende hängt die Zukunft der Eurozone trotzdem davon ab, wie reformfreudig sich die Regierungen erweisen werden.

Wochenausblick für die Zeit vom 26. Juni bis 30. Juni 2017

	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Juni	Juli	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	111,1	112,2	113	114,6	114,5		26. Juni
D: Ifo-Geschäftserwartungen	104	105,4	105,2	106,5	106,2		26. Juni
D: Ifo-Lageeinschätzung	118,6	119,4	121,4	123,2	123,4		26. Juni
D: GfK Konsumklima	10,2	10	9,8	10,2	10,4	10,6	29. Juni
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,6%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,2%		29. Juni
D: vorl. Inflationsrate, y/y	2,2%	1,6%	2,0%	1,5%	1,6%		29. Juni
D: vorl. Kerninflationsrate, y/y	1,3%	1,1%	1,6%	1,3%	1,4%		29. Juni
D: Importpreise, m/m	0,7%	-0,5%	-0,1%	-0,1%			30. Juni
D: Importpreise, y/y	7,4%	6,1%	6,1%	5,0%			30. Juni
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	1,1%	0,2%	-0,2%	0,3%			30. Juni
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-16	-28	-15	-9	-11		30. Juni
D: Arbeitslosenquote	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%		30. Juni
<hr/>							
E-19: M3, y/y	4,7%	5,4%	4,9%	5,0%			28. Juni
E-19: Geschäftsklima	0,82	0,82	1,1	0,9	0,8		29. Juni
E-19: Wirtschaftsvertrauen	108	108	109,7	109,2	109,4		29. Juni
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-6,4	-5,1	-3,6	-3,3	-3,0		29. Juni
E-19: Industrievertrauen	1,3	1,3	2,6	2,8	2,9		29. Juni
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	2,0%	1,5%	1,9%	1,4%	1,4%		30. Juni
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,9%	0,7%	1,2%	0,9%	1,0%		30. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Deutscher Außenhandel boomt



Nachdem zu Beginn des Jahres noch Sorgen vor einer neuen protektionistischen Eiszeit aufkamen, zeigt sich, dass Donald Trump bislang kaum etwas von seinen wirtschaftspolitischen Ideen durchsetzen konnte. Insofern können sich die deutschen Exporteure auch in diesem Jahr einer regen Nachfrage nach ihren Produkten erfreuen. Besonders starke Exportzuwächse

waren in den ersten vier Monaten des Jahres 2017 mit Russland (+30% gegenüber dem Vorjahr), Vietnam (+25%) und Indonesien (+21%) zu verzeichnen, aber beispielsweise auch mit Indien und China (jeweils +13%). Rückläufige Exporte gab es nur mit der Türkei (-10%), Brasilien (-4%) und Großbritannien (-4%).

	Stand	Veränderung zum			
	22.06.2017 17:06	14.06.2017 -1 Woche	19.05.2017 -1 Monat	20.03.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	21450	0,4%	3,1%	2,6%	8,5%
S&P 500	2438	0,0%	2,4%	2,7%	8,9%
Nasdaq	6188	-0,1%	1,7%	4,9%	15,0%
DAX	12784	-0,2%	1,1%	6,1%	11,3%
MDAX	25261	-0,2%	0,9%	7,0%	13,8%
TecDAX	2283	0,1%	2,8%	14,6%	26,0%
EuroStoxx 50	3551	0,1%	-1,0%	3,3%	7,9%
Stoxx 50	3197	0,8%	-1,2%	2,0%	6,2%
SMI (Swiss Market Index)	9042	2,2%	0,2%	4,0%	10,0%
FTSE 100	7439	-0,5%	-0,4%	0,1%	4,1%
Nikkei 225	20230	1,7%	3,3%	3,6%	5,8%
Brasilien BOVESPA	61193	-1,2%	-2,3%	-5,7%	1,6%
Russland RTS	978	-3,6%	-10,1%	-12,8%	-15,2%
Indien BSE 30	31291	0,4%	2,7%	6,0%	17,5%
China Shanghai Composite	3147	0,5%	1,8%	-3,2%	1,4%
MSCI Welt (in €)	1920	-0,1%	1,5%	-0,5%	3,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1006	-0,3%	1,3%	-0,2%	10,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,14	-32	384	536	99
Bobl-Future	132,79	-40	112	142	-84
Schatz-Future	112,02	-14	-14	-22	-28
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	0	-2	-10	0
3 Monats \$ Libor	1,28	3	9	12	28
Fed Funds Future, Dez 2017	1,24	0	2	-2	0
10-jährige US Treasuries	2,16	2	-9	-31	-29
10-jährige Bunds	0,25	2	-12	-19	14
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	0	1	-2	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,16	2	-5	-9	4
US Treas 10Y Performance	586,31	-0,1%	1,0%	3,0%	3,0%
Bund 10Y Performance	614,60	-0,3%	1,1%	1,8%	0,3%
REX Performance Index	483,76	-0,1%	0,2%	0,3%	-0,3%
IBOXX AA, €	0,75	3	0	-4	8
IBOXX BBB, €	1,30	1	-10	-27	-20
ML US High Yield	6,02	7	1	-24	-44
JPM EMBI+, Index	824	-0,8%	0,5%	3,0%	6,7%
Wandelanleihen Exane 25	7219	-0,3%	0,0%	3,3%	4,4%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	392,85	-1,7%	-4,9%	-7,1%	-6,6%
MG Base Metal Index	290,74	0,7%	0,1%	-4,7%	3,9%
Rohöl Brent	45,64	-2,7%	-14,8%	-12,0%	-19,5%
Gold	1250,65	-2,0%	-0,2%	1,3%	8,0%
Silber	16,44	-4,3%	-1,9%	-5,7%	2,4%
Aluminium	1876,50	0,2%	-3,4%	-1,7%	10,1%
Kupfer	5630,50	-0,7%	-0,6%	-3,8%	1,9%
Eisenerz	57,00	1,8%	-8,8%	-35,2%	-28,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	844	-2,4%	-11,7%	-30,0%	-12,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1157	-0,4%	-0,2%	3,8%	5,8%
EUR/ GBP	0,8808	-0,1%	2,5%	1,3%	3,2%
EUR/ JPY	124,21	0,5%	-0,1%	2,5%	0,7%
EUR/ CHF	1,0845	-0,3%	-0,7%	1,2%	1,0%
USD/ CNY	6,8328	0,6%	-0,8%	-1,1%	-1,7%
USD/ JPY	111,45	1,7%	0,2%	-1,0%	-4,7%
USD/ GBP	0,7896	1,0%	2,8%	-2,4%	-2,4%

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.