

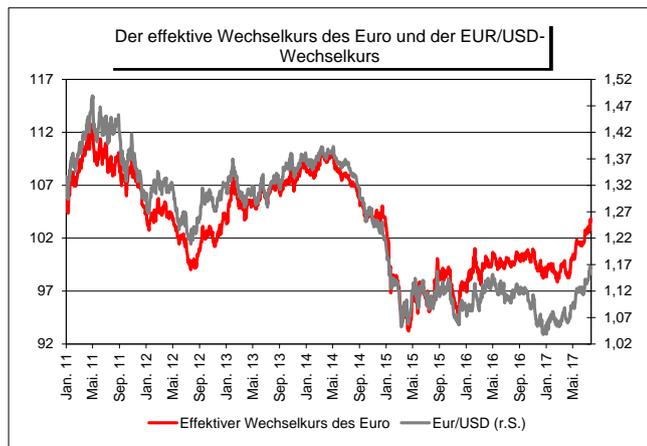
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

EZB: Wegen der Euro-Aufwertung kein scharfer Kurswechsel zu befürchten

Mario Draghi ist bei der Europäischen Zentralbank der unangefochtene Chef und Taktgeber der Geldpolitik. Entsprechend sensibel wird jede seiner Aussagen gewichtet und interpretiert. Schon eine kleine Veränderung in seiner Wortwahl führte am 27. Juni 2017 zu einem Renditeanstieg bei zehnjährigen Bundesanleihen von mehr als 10 Basispunkten innerhalb eines Tages, was einem Kursverlust von 1% entspricht. Dabei hatte er lediglich gesagt, dass die „gegenwärtigen inflationsdämpfenden Effekte temporärer Natur seien“. Seiner dominanten Rolle gemäß halfen Relativierungen seiner Kollegen, zu denen immerhin auch der EZB-Vizepräsident Vitor Constâncio gehörte, nicht, so dass die Renditen in den Folgetagen weitere rund 30 Basispunkte nach oben kletterten. Aktuell liegen sie mit 0,53% deutlich über dem Ausgangswert von 0,25% vor Draghis Rede.

Diese Kursentwicklung belegt, welch großes Rückschlagpotenzial bei Anleihekursen besteht, falls die EZB eine restriktivere Geldpolitik einschlagen würde. Oder anders ausgedrückt, wie schwierig ein Ausstieg aus der aktuellen Geldschwemme werden wird. Denn gemäß Aussagen führender EZB-Ratsmitglieder ist ein spürbarer Zinsanstieg nicht gewünscht, weil die europäische Wirtschaft noch als abhängig von stimulierenden Wirkungen angesehen wird.

Dabei werden die europäischen Unternehmen schon jetzt durch den sehr festen Euro einem Test ihrer Wettbewerbsfähigkeit unterzogen. Seit dem Tief zu Jahresbeginn hat der Euro gegenüber dem US-Dollar um 13 Prozent aufgewertet. Effektiv, d. h. handelsgewichtet, lag die Aufwertung im gleichem Zeitraum zwar nur bei rund 5,5 Prozent, aber seit dem Tiefpunkt im April 2015 wurde die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Handelspartnern allein durch die Wechselkursentwicklung um insgesamt 11 Prozent belastet.

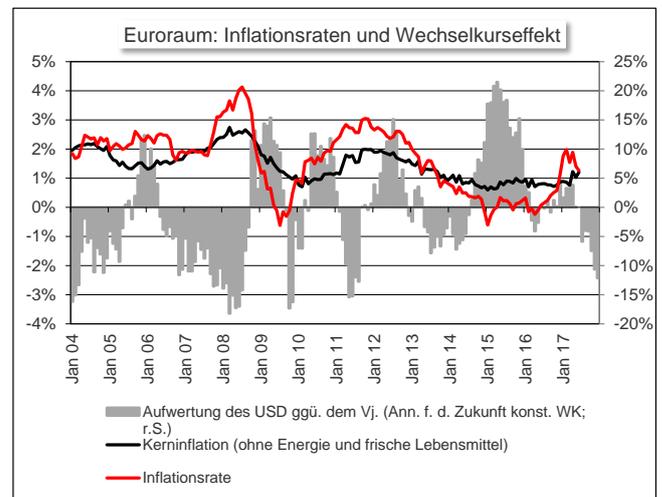


Vor diesem Hintergrund überrascht die euphorische Stimmung der deutschen Unternehmen, wie sie sich im Rekordhoch des ifo-Index und insbesondere auch bei den Exporterwartungen ausdrückt. Die europäischen Einkaufsmangerindizes gingen zwar leicht zurück, blieben aber ebenfalls auf einem hohen Niveau. Die Erfahrungen aus der

Vergangenheit zeigen jedoch, dass sich die Wechselkurseffekte erst mit Zeitverzug in der Stimmung bemerkbar machen. Wechselkursabsicherungen und Auftragsbestände dämpfen die Belastungen zumindest kurzfristig noch ab. Wir erwarten jedoch, dass der jüngste dynamischere Anstieg des Euro-Wechselkurses nicht ganz ohne Folgen für die Unternehmensgewinne im dritten und vierten Quartal bleiben wird.

Dies macht es für die EZB noch schwieriger, mit dem Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik zu beginnen. Denn schon ein zu schnelles Tapering, d. h. eine schnellere Rückführung des Volumens der monatlichen Anleihekäufe, könnte den Euro weiter aufwerten lassen und damit den noch jungen Aufschwung in Europa gefährden.

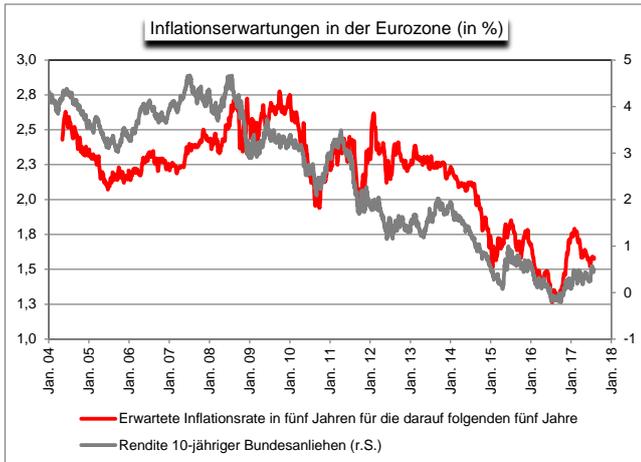
Darüber hinaus dämpft ein starker Euro die Inflationsentwicklung. Bleibt der US-Dollar auf dem aktuellen Niveau, dürften Importe aus dem US-Dollar Währungsraum, zu dem wegen der engen Anbindung des Yuan an den US-Dollar letztendlich auch China gezählt werden sollte, gegenüber dem Vorjahr in den kommenden Monaten um bis zu 10 Prozent günstiger werden. In den Monaten Mai und Juni war dagegen noch kein Effekt vorhanden. Das wird die Inflationsrate, die mit 1,3% ohnehin schon weit vom Inflationsziel der EZB von knapp unter 2% entfernt ist, weiter nach unten drücken.



Die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sind ohnehin noch zu niedrig. Vor allem die langfristigen Inflationserwartungen, gemessen anhand der Erwartungen in fünf Jahren für fünf Jahre, bereiten den EZB-Ratsmitgliedern Sorgen, weil darauf basierend viele langfristige Projekte geplant werden. Liegt diese Rate längerfristig unter der 2-Prozent-Marke, kann sich die zu niedrige Inflation verfestigen.

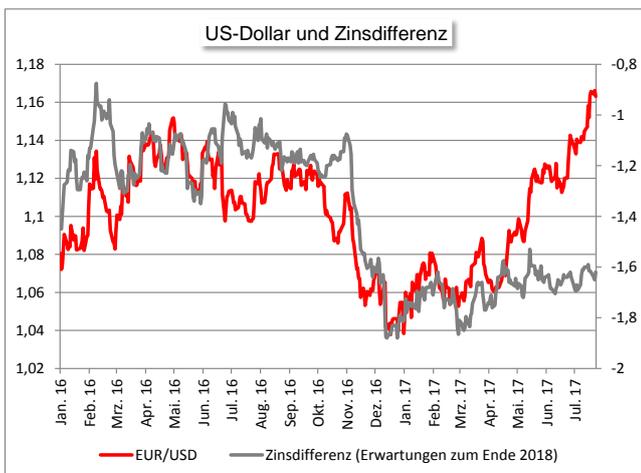
Wirkliche Gründe für die Abkehr von der expansiven Geldpolitik ergeben sich allein aus der Preisentwicklung nicht. So bleiben vor allem die Lohnzuwachsdaten in diesen Konjunkturphasen üblichen Werten. Im boomenden Deutschland legen die Tariflöhne im Jahr 2017 wohl nur um 2,2% zu. In den europäischen Krisenstaaten liegen die Lohnanstiege zumeist noch deutlich darunter.

Eine lohninduzierte Inflation ist unter diesen Umständen nicht vorstellbar.

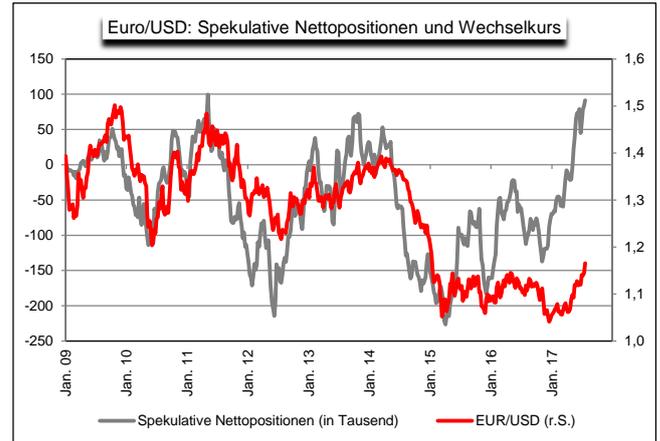


Handlungsdruck besteht daher für die EZB nicht. Echte Handlungsspielräume bekäme die EZB aber wohl auch erst dann, wenn aus den USA bessere Nachrichten kämen. Denn der US-Dollar wird aktuell auch durch die schwindenden Erfolgsaussichten einer großen US-Steuerreform geschwächt. Die Schwierigkeiten, die US-Präsident Trump hat, die staatliche Krankenversicherung Obamacare abzuschaffen oder zumindest zu modifizieren, deuten an, dass das ungleich größere Projekt einer umfassenden Steuerreform nur mit einer geringen Wahrscheinlichkeit durchzusetzen sein wird. Mehr noch gerät Trump durch die Russland-Affäre verstärkt unter Druck, was das latente Risiko eines Politikwechsels mit sich bringt.

Da die US-Wirtschaft ohne zusätzliche fiskalische Impulse nur mit einem moderaten Tempo wächst und die US-Löhne noch keine größeren Sprünge machen, sind die Zinsfantasien der Marktteilnehmer zuletzt wieder gesunken. Das ist einer der Gründe für den schwachen US-Dollar. Allerdings würden allein die Zinsdifferenzen eher einen EUR/USD-Wechselkurs von 1,07 rechtfertigen.



Aktuell sind es in erster Linie die Spekulanten, die den Wechselkurs treiben. Die Nettoposition der Spekulanten, die auf eine Euro-Aufwertung setzen, ist die höchste seit dem Jahr 2011. In der Vergangenheit waren derart starke Positionierungen jedoch zumeist ein Indikator für eine bevorstehende Trendwende.



Sollte der Euro jedoch so stark bleiben, rechnen wir nur mit einem langsamen Rückgang der Anleihekäufe. Denkbar wären Reduktionen von 5 Mrd. Euro alle etwa zwei Monate frühestens ab Januar 2018. Erst falls sich bei den Spekulanten die Erkenntnis breit macht, dass die EZB ganz behutsam vorgehen wird und der Euro bei anhaltend guten Konjunkturdaten in Europa wieder in der Nähe von 1,10 EUR/USD notiert, wären wohl Schritte von 10 Mrd. Euro möglich.

Dafür wird die EZB den regionalen Verteilungsschlüssel der Anleihekäufe ändern müssen. Denn von einigen Ländern, wie z. B. Finnland, Portugal und Deutschland werden schon in diesem Jahr die noch erwerbbareren Staatsanleihen knapp. Diese können auch nicht durch Unternehmensanleihen substituiert werden, da dieser Markt mit einem Gesamtvolumen von nur 525 Mrd. erwerbbarer Rentenpapieren deutlich kleiner ist als der Markt für Euro-Staatsanleihen mit rund 6 Billionen Euro. Daher werden ab dem Jahr 2018 wohl überproportional viele italienische, französische und belgische Staatsanleihen erworben werden.

Die Zinsen, also sowohl der Leitzins von 0 Prozent als auch der Einlagenzins von -0,4 Prozent werden wohl nicht mehr im Jahr 2018 angetastet werden können. Die Effekte auf den Wechselkurs und damit indirekt auf die Wachstumsaussichten wären zu stark.

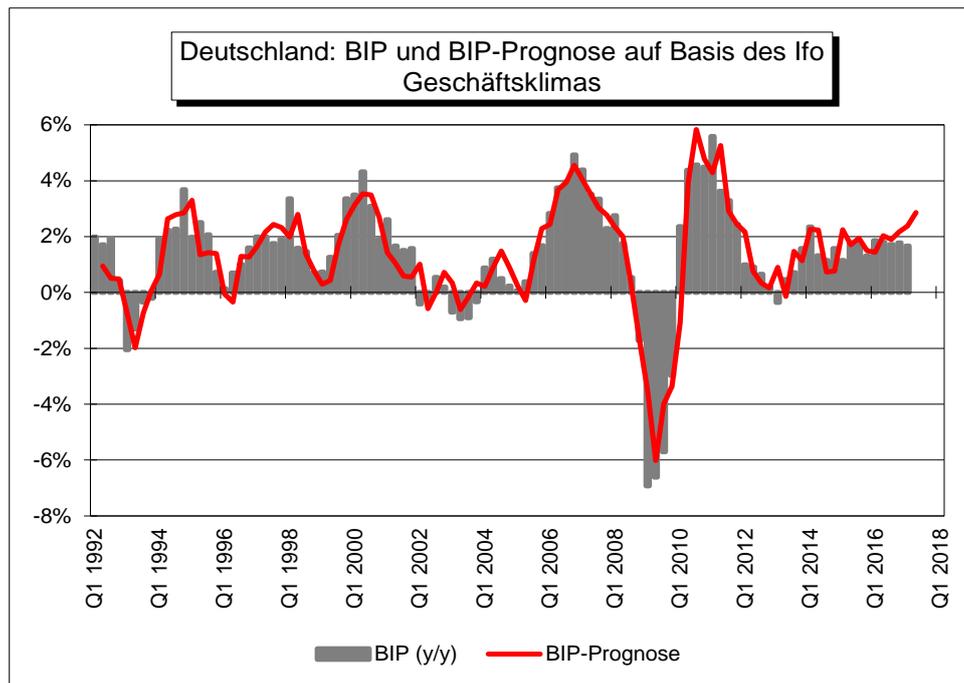
Der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik wird für die EZB zu einem schwierigen Balanceakt, in den die Komponenten Wechselkurs und Zinsentwicklung miteinbezogen werden müssen. Wir gehen daher davon aus, dass sowohl starke Zinsanstiege als auch deutliche Euro-Aufwertungen zu einem Zurückrudern führen würden. Dazu passt auch eine weitere Aussage von Draghi vom 27. Juni, dass „ein beträchtlicher Akkommodationsgrad der Geldpolitik weiter erforderlich [ist], damit die Inflation dauerhaft und selbsttragend an Dynamik gewinnt“. Große Sorgen vor einer abrupten Änderung der EZB-Politik halten wir daher für unangemessen. Für den Anleger bedeutet dies, dass starke Sprünge in der Wertentwicklung, wie derzeit beim US-Dollar, Kaufgelegenheiten darstellen. Auch Renditen von mehr als 0,70% bei zehnjährigen Bundesanleihen wären aus unserer Sicht Gelegenheiten, durch eine Verlängerung der Laufzeiten bei Anleihen einen Mehrwert zu generieren.

Wochenausblick für die Zeit vom 31. Juli bis 4. August 2017

	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Veröffentlichung
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	1,0%	0,7%	-0,2%	0,5%	0,2%		31. Juli
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-15	-27	-14	-8	7	-5	1. August
D: Arbeitslosenquote	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	1. August
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	56,8	58,3	58,2	59,5	59,6	58,3	1. August
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	54,4	55,6	55,4	55,4	54,0	53,5	3. August
D: Auftragseingänge, m/m	3,5%	1,1%	-2,2%	1,0%	0,3%		4. August
D: Auftragseingänge, y/y	4,7%	2,4%	3,2%	3,7%	4,3%		4. August
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	2,0%	1,5%	1,9%	1,4%	1,3%	1,3%	31. Juli
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,9%	0,7%	1,2%	1,0%	1,2%	1,0%	31. Juli
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	31. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	55,4	56,2	56,7	57,0	57,4	56,8	1. August
E-19: Produzentenpreise m/m	0,0%	-0,3%	0,0%	-0,4%	0,0%		2. August
E-19: Produzentenpreise y/y	4,5%	3,9%	4,3%	3,3%	2,5%		2. August
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,5	56,0	56,4	56,3	55,4	55,4	3. August
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	0,5%	0,4%	0,1%	0,4%	0,2%		3. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Stimmung in Deutschland besser denn je



Die Stimmung in Deutschland ist besser denn je. Im Juli erreichte das Ifo-Geschäftsklima den dritten Rekordwert in Folge. Seit der Wiedervereinigung waren die Firmenlenker noch nie zufriedener mit der aktuellen Geschäftslage, aber auch die Geschäftserwartungen verbesserten sich. Weder der zähe Beginn der Brexit-Verhandlungen, noch die Aufwertung des Euro oder die Probleme der Automobilbauer konnten dem Optimismus etwas anhaben. Allerdings ist festzustellen, dass die Stimmung schon seit geraumer Zeit besser als die tatsächliche Lage zu sein scheint, auch wenn letztere keinesfalls als schlecht zu bezeichnen ist. Nach unseren Berechnungen hätte das Wirtschaftswachstum in Deutschland in den vergangenen

Quartalen aber eigentlich noch stärker ausfallen müssen, als es die tatsächlichen Daten zeigen. Prognostiziert man die Wachstumsrate des deutschen Bruttoinlandsproduktes auf Basis der Ifo-Daten, hätte die deutsche Wirtschaft seit dem zweiten Quartal 2016 mindestens mit einer Rate von zwei Prozent wachsen müssen. Für das zweite Quartal 2017 errechnet sich sogar eine Wachstumsrate von fast drei Prozent gegenüber dem Vorjahr. Wenn am 15. August das Statistische Bundesamt die Schnellschätzung für das BIP veröffentlicht, wird man sehen, wie stark die deutsche Wirtschaft tatsächlich gewachsen ist.

	Stand	Veränderung zum			
	27.07.2017	20.07.2017	26.06.2017	26.04.2017	30.12.2016
Aktienmärkte	15:44	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	21775	0,8%	1,7%	3,8%	10,2%
S&P 500	2478	0,2%	1,6%	3,8%	10,7%
Nasdaq	6423	0,5%	2,8%	6,6%	19,3%
DAX	12220	-1,8%	-4,3%	-2,0%	6,4%
MDAX	24864	0,0%	-1,6%	0,9%	12,1%
TecDAX	2283	-0,4%	0,7%	9,6%	26,0%
EuroStoxx 50	3493	-0,2%	-1,9%	-2,4%	6,2%
Stoxx 50	3129	-0,7%	-2,6%	-2,2%	3,9%
SMI (Swiss Market Index)	9055	0,3%	-0,7%	2,5%	10,2%
FTSE 100	7443	-0,6%	0,0%	2,1%	4,2%
Nikkei 225	20050	-0,5%	-0,5%	3,9%	4,9%
Brasilien BOVESPA	65488	0,8%	5,3%	1,0%	8,7%
Russland RTS	1027	-1,1%	3,4%	-8,2%	-10,9%
Indien BSE 30	32383	1,5%	4,0%	7,5%	21,6%
China Shanghai Composite	3249	0,1%	2,0%	3,5%	4,7%
MSCI Welt (in €)	1962	-1,9%	-2,6%	-2,9%	1,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1062	-1,5%	-0,3%	0,7%	11,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,15	22	-299	88	-200
Bobl-Future	132,08	24	-65	51	-155
Schatz-Future	112,06	8	8	-11	-23
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	0	0	-5	0
3 Monats \$ Libor	1,31	0	2	14	32
Fed Funds Future, Dez 2017	1,22	-1	-2	-2	0
10-jährige US Treasuries	2,31	5	17	0	-14
10-jährige Bunds	0,53	6	28	18	42
10-jährige Staatsanl. Japan	0,07	0	2	5	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,03	3	20	18	23
US Treas 10Y Performance	581,63	-0,1%	-1,0%	0,8%	2,1%
Bund 10Y Performance	601,75	-0,2%	-2,2%	-1,2%	-1,8%
REX Performance Index	480,97	0,2%	-0,6%	-0,4%	-0,9%
IBOXX AA, €	0,82	-1	7	9	15
IBOXX BBB, €	1,35	-1	6	-9	-15
ML US High Yield	5,93	-2	-13	-11	-53
JPM EMBI+, Index	824	-0,3%	-0,5%	1,1%	6,7%
Wandelanleihen Exane 25	7200	0,0%	-0,1%	0,7%	4,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	404,79	-0,3%	3,9%	-0,9%	-3,8%
MG Base Metal Index	312,45	3,3%	5,9%	5,8%	11,7%
Rohöl Brent	51,04	2,9%	12,1%	-2,4%	-10,0%
Gold	1261,71	1,3%	1,4%	-0,2%	9,0%
Silber	16,42	0,6%	-1,0%	-5,8%	2,3%
Aluminium	1920,75	1,5%	3,5%	-1,8%	12,7%
Kupfer	6297,75	6,3%	9,1%	10,7%	14,0%
Eisenerz	70,00	1,4%	19,7%	4,5%	-12,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	968	0,4%	9,5%	-15,6%	0,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1694	1,8%	4,5%	7,4%	10,9%
EUR/ GBP	0,8905	-0,6%	1,3%	5,3%	4,3%
EUR/ JPY	130,31	1,1%	4,3%	7,4%	5,6%
EUR/ CHF	1,1232	1,7%	3,2%	3,7%	4,6%
USD/ CNY	6,7380	-0,4%	-1,5%	-2,3%	-3,1%
USD/ JPY	111,17	-0,7%	-0,6%	0,1%	-4,9%
USD/ GBP	0,7617	-1,1%	-3,0%	-2,1%	-5,9%

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.