

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

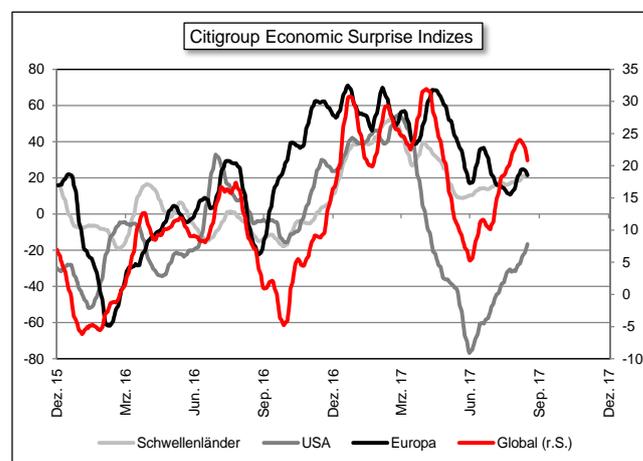
Mehr Wachstum, aber wenig Inflation: Wohin steuert die Geldpolitik?

Der Aufschwung der Weltwirtschaft hat sich bis zuletzt mit unverminderter Dynamik fortgesetzt. Von den 38 Volkswirtschaften, deren reale Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes wir auswerten, wiesen im zweiten Quartal 2017 alle eine positive Wachstumsrate auf – das erste Mal seit dem vierten Quartal 2005. Seit 1980, also über einen Zeitraum von 150 Quartalen, war dies überhaupt nur vier Mal (also in 2,7 Prozent aller beobachteten Quartale) der Fall. Die meisten Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich an dieser positiven Konstellation in der nächsten Zeit wenig ändern wird. Nimmt man die globalen Einkaufsmanagerindizes als Maßstab, könnte sich das Wachstumstempo sogar noch etwas beschleunigen. Im verarbeitenden Gewerbe, für das es Indizes aus 41 Ländern gibt, lag der Medianwert zuletzt bei 55,1 Punkten und damit auf einem Niveau wie zuletzt im Mai 2007. 90 Prozent der Indexwerte lagen dabei über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Bei den Dienstleistern, für die es Indizes aus 17 Ländern gibt, lag der Medianwert bei 53,5 Punkten, wobei in 88 Prozent der Fälle die Werte über 50 Punkte lagen. Auch die so genannten Economic Surprise Indizes, die die Abweichung der tatsächlichen Wirtschaftsdaten im Vergleich zu den Erwartungen messen, befinden sich nach der Abschwächung im zweiten Quartal 2017 seit Anfang Juli wieder deutlich im Aufwind. All dies spricht dafür, dass das globale Wirtschaftswachstum in diesem Jahr besser ausfallen wird, als es der IWF mit einer Rate von 3,5 Prozent erwartet.



Besonders erfreulich ist die Tatsache, dass der globale Aufschwung das erste Mal seit langer Zeit sehr synchron verläuft und fast alle Länder an ihm beteiligt sind. In den USA, die mit einer Wirtschaftsleistung von gut 18 Billionen US-Dollar einen Anteil von 24 Prozent an der globalen Wirtschaftsleistung haben (nimmt man die Kaufkraftparitäten als Maßstab, reduziert sich dieser Anteil auf 15 Prozent), hat sich das Wirtschaftswachstum nach einem schwachen ersten Quartal mit einer Wachstumsrate von annualisiert 1,2 Prozent auf 3,0 Prozent im zweiten Quartal beschleunigt. Trotz des vermeintlichen Chaos im Weißen Haus dürfte dieses Wachstumstempo in der zweiten Jahres-

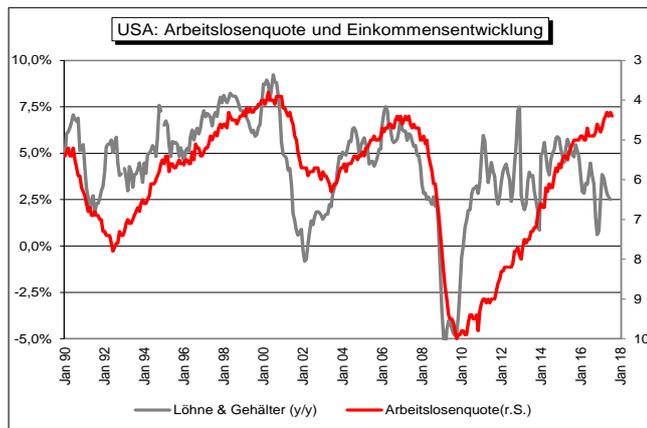
hälfte in etwa beibehalten werden, sodass die US-Wirtschaft auf Gesamtjahressicht real um 2,3 Prozent wachsen wird. Zwar ist es sehr wahrscheinlich, dass die beiden Wirbelstürme „Harvey“ und „Irma“ kurzfristig einen wirtschaftlich dämpfenden Effekt haben, mittelfristig werden die zwischenzeitlichen Produktionsausfälle aber wieder aufgeholt, und die Vergangenheit zeigt, dass die nach solchen Naturkatastrophen initiierten staatlichen Ausgabenprogramme die Wirtschaft sogar überdurchschnittlich stark beflügeln. Auf Seiten der Industrieländer gehören zudem sowohl Japan als auch die Eurozone zu den positiven Überraschungen in diesem Jahr. Die japanische Wirtschaft wird 2017 eine reale Wachstumsrate von 1,6 Prozent erreichen, die Eurozone sogar eine von 2,0 Prozent. Erfreulich ist, dass erstmals seit dem Jahr 2007 alle Länder in der Eurozone eine positive Wachstumsrate aufweisen werden.



Positiver als erwartet hat sich in diesem Jahr auch die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, China, entwickelt (Anteil US-Dollar-BIP: 15 Prozent, Anteil Kaufkraftparitäten-BIP: 18 Prozent). Obwohl viele Volkswirte und Anleger zu Jahresbeginn befürchteten, dass der chinesischen Wirtschaft aufgrund einer zunehmenden Verschuldung und/oder eines überhitzten Immobilienmarktes schon bald die Luft ausgehen könnte, wächst die Wirtschaft 2017 erneut stärker als es zu Jahresbeginn prognostiziert worden ist. Die Notenbank bremst die Aktivitäten am Immobilienmarkt zwar ab, doch verläuft dieser Prozess sehr geordnet. Dazu passt auch, dass die chinesische Währung seit Jahresbeginn um mehr als fünf Prozent gegenüber dem US-Dollar aufgewertet hat und die Währungsreserven zuletzt wieder angestiegen sind. Doch nicht nur in China, auch in den anderen großen Schwellenländern Indien, Brasilien und Russland läuft die Wirtschaft gut bzw. in den Fällen Brasilien und Russland auch deutlich besser als in den Vorjahren.

Doch trotz der derzeit guten konjunkturellen Situation ist die globale Inflationsrate nach wie vor sehr niedrig – niedriger als man es aus früheren Zeiten gewohnt ist. Bislang sind sich die Notenbanken nicht sicher, ob dies ein temporäres Phänomen ist oder ob strukturelle Veränderungen dazu geführt haben, dass die Inflation dauerhaft niedriger ausfällt. In den vergangenen Jahren sind die Inflationsprog-

nosen sowohl der US-Notenbank als auch der Europäischen Zentralbank jedoch regelmäßig zu hoch ausgefallen. Dies liegt vor allem daran, dass die ökonomische Lehre davon ausgeht, dass mit einer signifikant zurückgehenden Arbeitslosigkeit der Lohn- und mit kurzer zeitlicher Verzögerung auch die Inflation zunimmt. Diesen ökonomischen Zusammenhang, den schon Helmut Schmidt 1972 mit seiner Aussage „lieber fünf Prozent Inflation als fünf Prozent Arbeitslosigkeit“ auf den Punkt brachte, beschreibt die sogenannte Phillips-Kurve. Vor allem in den USA, wo die offizielle Arbeitslosenquote von 9,9 Prozent im April 2010 auf zuletzt 4,4 Prozent gesunken ist, hat es in der Vergangenheit wesentlich höhere Lohn- und Gehaltssteigerungsraten gegeben, wenn die Arbeitslosigkeit derart niedrig war.

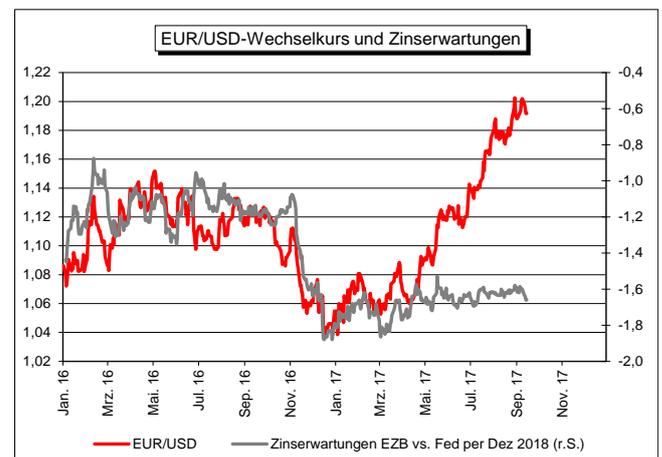


Die für die Geldpolitik entscheidende Frage ist, ob sich der historisch beobachtbare Zusammenhang zwischen der Veränderung der Arbeitslosigkeit und der Veränderung der Löhne dauerhaft aufgelöst hat oder ob es sich hierbei nur um ein temporäres Phänomen handelt. Neben der Globalisierung und demographischen Veränderungen dürften auch disruptive Prozesse, die die gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge beeinflussen, eine Rolle spielen. Die Globalisierung ist eine der Ursachen, weshalb die Preisüberwälzungsspielräume der Unternehmen gering sind. Verschärft wird diese Entwicklung durch den technologischen Fortschritt. So führt der zunehmende Einfluss von Geschäftsmodellen, wie von Amazon, Uber oder Airbnb zu einer umfassenden Preistransparenz, die es den Verbrauchern erlaubt, ihre Ausgaben nach den preisgünstigsten Angeboten auszurichten. Hinzu kommt, dass durch den demographischen Wandel mehr und mehr Arbeitnehmer aus der Baby-Boomer-Generation aus dem aktiven Arbeitsleben ausscheiden und durch jüngere Mitarbeiter ersetzt werden. Dies bedeutet aber auch, dass ältere Arbeiter und Angestellte mit in der Regel höheren Einkommen durch günstigere Arbeitnehmer mit zunächst niedrigeren Löhnen und Gehältern ersetzt werden. Auch dies dürfte eine Ursache für den immer noch geringen Lohn- und Preisdruck sein.

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Geldpolitik? In der Eurozone wird die Inflation auf absehbare Zeit sehr niedrig bleiben. Die Preissteigerungsraten dürften unter denen der USA liegen, da der Aufschwung noch nicht so lange anhält und deswegen auch die Unterauslastung der Arbeitsmärkte in vielen Ländern noch erheblich ist. Zudem wirkt sich der stärkere Euro preisdämpfend aus. Das bedeutet, dass es für die EZB, abgesehen von den technischen

Notwendigkeiten einer langsamen Reduzierung des Anleihekaufprogramms ab Beginn nächsten Jahres, keine Gründe gibt, die für eine explizite Erhöhung der Zinsen sprechen. Das Umfeld sehr niedriger Zinsen mit einem negativen Einlagenzins und einem Hauptrefinanzierungssatz von null Prozent wird also auch im Jahr 2018 Bestand haben. Da die Geldpolitik der EZB voll und ganz auf das Ziel der Preisniveaustabilität (Inflationsrate nahe, aber unter zwei Prozent) ausgerichtet ist und die Inflationsrate in den kommenden Monaten zunächst sogar noch sinken wird, besteht für die Notenbank kein Druck, ihre Geldpolitik anzupassen. Von daher gehen wir davon aus, dass die Renditen für Bundesanleihen auf absehbare Zeit auf einem sehr niedrigen Niveau verharren werden. Für das Jahresende 2017 reduzieren wir von daher unsere Renditeprognose für 10-jährige Bundesanleihen von bislang 0,7 auf 0,5 Prozent.

Für die US-Geldpolitik stellt sich das Bild dagegen etwas anders dar. Die Inflationsrate liegt im Vergleich zur Eurozone auf einem etwas höheren Niveau, wenn auch unter der Marke von zwei Prozent. Im Unterschied zur EZB hat die Fed aber eine andere Reaktionsfunktion: Neben Preisniveaustabilität wird auch explizit die Situation am Arbeitsmarkt berücksichtigt. Nach jüngsten Schätzungen der Fed beträgt die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) 4,6 Prozent. Eine darunterliegende Arbeitslosenquote, wie es derzeit der Fall ist, müsste also über kurz oder lang zu einem Inflationsanstieg führen. Aus diesem Grund halten wir eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr weiterhin für wahrscheinlich. Allerdings könnte die bislang von der US-Notenbank postulierte Annahme von drei Zinserhöhungen im Jahr 2018 zu optimistisch sein, wir halten zwei weitere Zinsschritte für wahrscheinlicher. Von daher dürfte die Rendite für 10-jährige US-Treasuries bis zum Jahresende moderat auf 2,4 Prozent steigen. Das sowohl 2017 als auch 2018 etwas stärkere US-Wirtschaftswachstum im Vergleich zur Eurozone sowie die restriktivere Geldpolitik der US-Notenbank – im Vergleich dazu wird die Geldpolitik in der Eurozone nur etwas weniger expansiv – sollten dazu beitragen, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro wieder an Stärke gewinnt. Allerdings wird unsere bisherige Prognose eines Wechselkurses von 1,10 EUR/USD zum Jahresende wohl nicht mehr zu erreichen sein. Eine Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro auf 1,15 halten wir aber für wahrscheinlich.

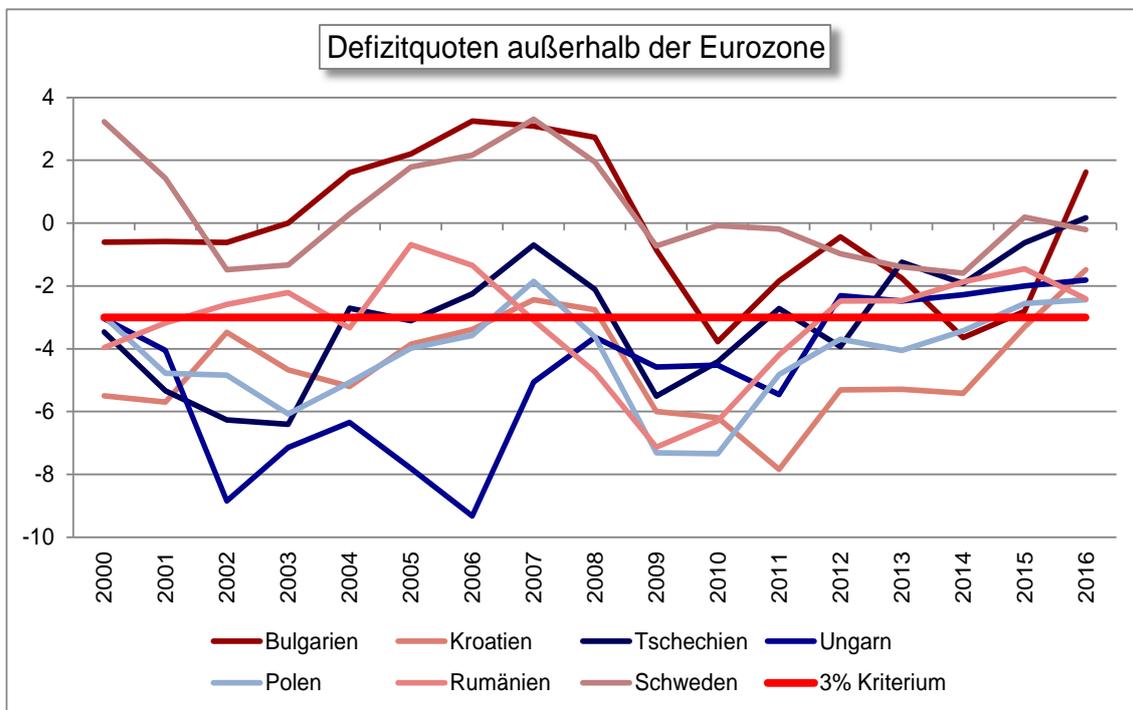


Wochenausblick für die Zeit vom 18. September bis 22. September 2017

	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sept.	Veröffentlichung
E-19: Konsumentenpreise, m/m – final	0,4%	-0,1%	0%	-0,5%	0,3%		18. September
E-19: Kerninflationsrate, y/y – final	1,9%	1,4%	1,3%	1,3%	1,5%		18. September
D: ZEW Index	19,5	20,6	18,6	17,5	10		19. September
D: Produzentenpreise, m/m	0,4%	-0,2%	0%	0,2%	0,2%		20. September
D: Produzentenpreise, y/y	3,4%	2,8%	2,4%	2,3%	2,3%		20. September
D: Market PMI verarb. Gewerbe	58,2	59,5	59,6	58,3	59,4	59,1	22. September
D: Market PMI Dienstleistungssektor	55,4	55,4	54,0	53,5	53,4	53,6	22. September
E-19: Market PMI verarb. Gewerbe	56,7	57,0	57,4	56,8	57,4	57,2	22. September
E-19: Market PMI Dienstleistungssektor	56,4	56,3	55,4	55,4	54,9	55,1	22. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fehler sollten nicht wiederholt werden



Unter dem Titel „Den Wind in unseren Segeln nutzen“ forderte EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker den „Euro für Alle“. Also den Euro für alle Mitgliedsstaaten der Europäischen Union – mit Ausnahme von Großbritannien und Dänemark, die sich vorbehalten haben, selbst über eine Einführung der Gemeinschaftswährung zu entscheiden. Die Forderung von Juncker ist durchaus plausibel, schließlich verpflichteten sich die (meisten) EU-Länder mit ihrem Beitritt zu der langfristigen Einführung des Euro, wenn Sie die Konvergenzkriterien erfüllen. Und in der Tat können die noch fehlenden Länder Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechien und Ungarn (sowie Schweden) die meisten der Maastricht-Kriterien erfüllen. Die Preisniveaus sind stabil, die langfristigen Zinsen bewegen sich in einem engen Korridor zum Eurozonen-Durchschnitt und auch der Schuldenstand wird - außer von Ungarn und Kroatien - erfüllt. Bei den Defizitquoten erfül-

len sogar alle Länder - im Gegensatz zur Eurozone - das Kriterium von 3%. Heißt das also, dass diese Länder tatsächlich möglichst bald die Gemeinschaftswährung einführen sollten? Nein. Erstens hängt die Sinnhaftigkeit des Schulden- und Defizitkriteriums stark vom nominalen Wirtschaftswachstum ab: Liegt dieses statt der notwendigen (und unrealistischen) 5% bei 2% und die Defizitquote bei 3%, ergibt sich eine gleichgewichtige Schuldenquote von 150%. Zweitens und unseres Erachtens wesentlich entscheidender: Auch wenn die Kriterien von südländischen Staaten zumindest auf dem Papier erfüllt wurden, zeigte sich doch schnell, dass der Wechselkurs als Mechanismus zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit fehlte. Mit bekannten Folgen für die Staaten. Auch wenn wir Juncker zustimmen und wir „den Wind in unseren Segeln“ nutzen wollen, sollte der Kapitän einen anderen Kurs einschlagen - um nicht auf den nächsten Sturm zuzusteuern.

..

	Stand 14.09.2017	Veränderung zum			
		07.09.2017 -1 Woche	11.08.2017 -1 Monat	13.06.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	22171	1,8%	1,4%	3,9%	12,2%
S&P 500	2497	1,3%	2,3%	2,3%	11,5%
Nasdaq	6460	1,0%	3,3%	3,9%	20,0%
DAX	12540	2,0%	4,4%	-1,8%	9,2%
MDAX	25283	1,9%	3,2%	0,0%	13,9%
TecDAX	2369	1,4%	6,8%	4,1%	30,7%
EuroStoxx 50	3529	2,4%	3,6%	-0,8%	7,2%
Stoxx 50	3115	2,0%	2,8%	-2,4%	3,5%
SMI (Swiss Market Index)	9071	1,8%	2,1%	2,3%	10,4%
FTSE 100	7295	-1,4%	-0,2%	-2,7%	2,1%
Nikkei 225	19807	2,1%	0,4%	-0,5%	3,6%
Brasilien BOVESPA	74702	1,8%	10,9%	20,8%	24,0%
Russland RTS	1126	1,3%	10,1%	9,2%	-2,3%
Indien BSE 30	32242	1,8%	3,3%	3,7%	21,1%
China Shanghai Composite	3371	0,2%	5,1%	6,9%	8,6%
MSCI Welt (in €)	1987	1,9%	1,5%	-2,7%	0,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1099	1,6%	4,4%	2,8%	13,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	-223	-140	-179	-101
Bobl-Future	131,40	-183	-145	-167	-223
Schatz-Future	112,19	-11	0	2	-11
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,33	0	0	-2	0
3 Monats \$ Libor	1,32	0	1	7	32
Fed Funds Future, Dez 2017	1,21	2	2	-4	0
10-jährige US Treasuries	2,19	13	1	-1	-25
10-jährige Bunds	0,41	11	10	15	31
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	4	-2	-1	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,08	9	10	10	13
US Treas 10Y Performance	588,71	-1,3%	0,2%	0,9%	3,4%
Bund 10Y Performance	610,67	-1,0%	-0,2%	-0,6%	-0,4%
REX Performance Index	483,55	-0,2%	0,0%	-0,2%	-0,4%
IBOXX AA, €	0,73	8	4	-1	6
IBOXX BBB, €	1,29	5	3	-3	-21
ML US High Yield	6,07	-1	-11	9	-39
JPM EMBI+, Index	844	-0,1%	2,3%	2,0%	9,3%
Wandelanleihen Exane 25	7203	0,0%	1,0%	-0,6%	4,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	429,90	-1,3%	-2,5%	-2,7%	1,6%
MG Base Metal Index	332,72	-2,4%	3,4%	16,1%	18,9%
Rohöl Brent	55,71	3,0%	7,5%	15,5%	-1,8%
Gold	1325,30	-1,6%	2,9%	4,9%	14,5%
Silber	17,72	-2,0%	3,9%	5,5%	10,4%
Aluminium	2078,25	-0,2%	2,0%	10,6%	22,0%
Kupfer	6511,25	-5,3%	2,0%	14,5%	17,9%
Eisenerz	74,94	-0,6%	1,6%	38,8%	-6,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1337	3,2%	17,5%	53,7%	39,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1879	-0,8%	1,0%	5,9%	12,7%
EUR/ GBP	0,8872	-3,1%	-2,4%	0,8%	3,9%
EUR/ JPY	131,45	0,9%	2,4%	6,5%	6,5%
EUR/ CHF	1,1481	0,6%	1,4%	5,8%	6,9%
USD/ CNY	6,5520	1,0%	-1,7%	-3,7%	-5,8%
USD/ JPY	110,49	1,9%	1,2%	0,4%	-5,5%
USD/ GBP	0,7470	-2,1%	-3,1%	-4,9%	-7,7%

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.