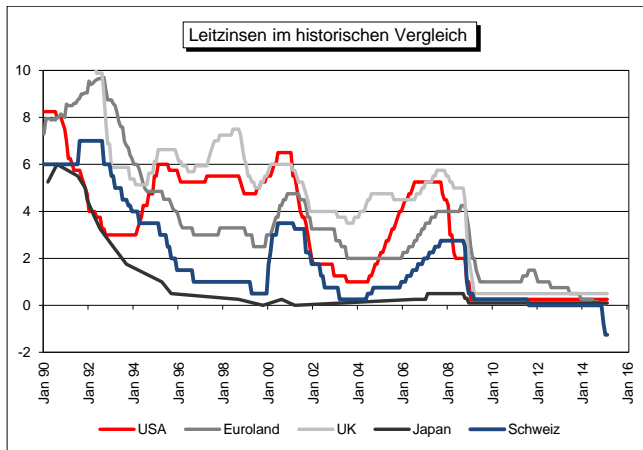


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

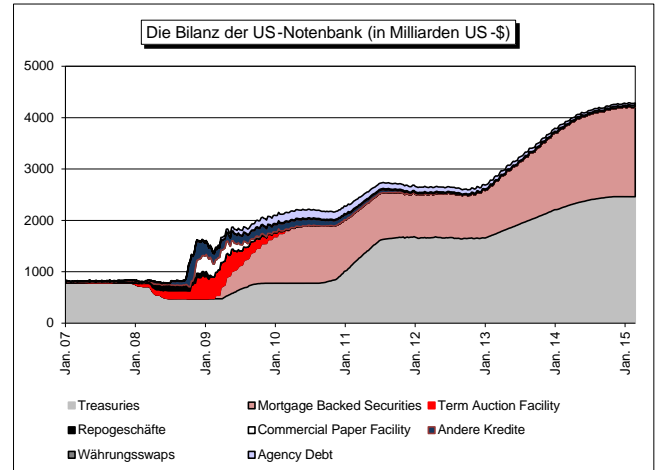
Was macht die Fed?

Viele Anleger warten geradezu sehnsüchtig auf höhere Zinsen. Doch ohne eine Änderung der Geldpolitik ist es kaum vorstellbar, dass sich an der gegenwärtigen Tiefzinsphase etwas ändert. Auch in diesem Jahr ist der Trend der Notenbanken, die Zinsen zu senken, voll intakt. So haben seit Jahresbeginn von den 59 Notenbanken, deren Leitzinsentwicklung wir verfolgen, 14 die Geldpolitik gelockert, darunter die Zentralbanken aus Australien, Dänemark, Indien, Indonesien, Schweden und der Schweiz. Die Zinsen erhöht haben dagegen nur die Notenbanken in Brasilien und der Ukraine. Hinzu kommt die Europäische Zentralbank, die zwar nicht den Leitzins gesenkt hat, die aber im Januar ein umfangreiches Anleiheaufkaufprogramm beschlossen hat, so dass auch ihre Geldpolitik ab März noch expansiver werden wird. Und selbst die chinesische Notenbank PBOC könnte die Geldschleusen in absehbarer Zeit noch weiter öffnen, da die wirtschaftliche Dynamik für chinesische Verhältnisse derzeit relativ schwach ist und gleichzeitig der Deflationsdruck zunimmt. Dies alles sind keine guten Nachrichten für Zinsanleger.



Die einzige „große“ Notenbank, die in diesem Jahr einen anderen Weg einschlagen könnte, ist die US-amerikanische Federal Reserve. Deren Leitzins liegt bereits seit Dezember 2008 bei null bis 0,25 Prozent, gleichzeitig hat sie im Verlauf der vergangenen sechs Jahre drei Anleiheaufkaufprogramme beschlossen und durchgeführt: „QE1“ begann im Dezember 2008 und lief bis März 2010. Dabei wurde zunächst beschlossen, hypothekenbesicherte Anleihen, Staatsanleihen sowie Quasi-Staatsanleihen in einem Umfang von 600 Milliarden US-Dollar zu kaufen; im März 2009 wurde das Programm um 900 Milliarden US-Dollar aufgestockt. „QE2“ dauerte von November 2010 bis Juni 2011 und umfasste den Aufkauf von Staatsanleihen in Höhe von weiteren 600 Milliarden US-Dollar (75 Milliarden US-Dollar pro Monat). Im September 2011 beschloss die Fed die „Operation Twist“; diese sah vor, die Laufzeit des von der Notenbank gehaltenen Anleiheportfolios zu erhöhen. Zu diesem Zweck wurden Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten in einem Volumen von 400 Milliarden US-Dollar gekauft und dagegen Staatsanleihen mit kürzeren Laufzeiten verkauft. Und schließlich wurde im September

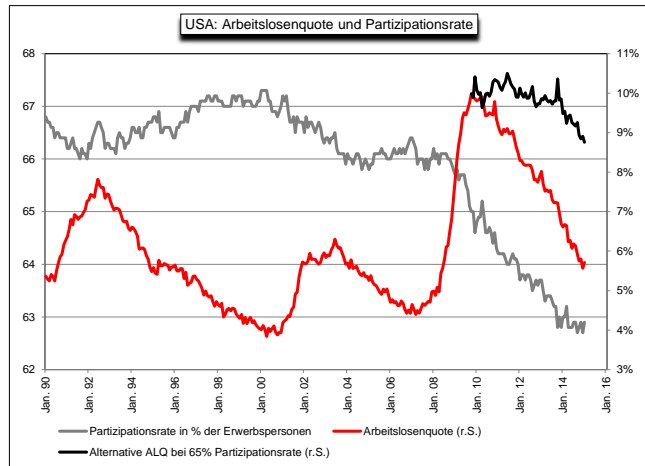
2012 das „QE3“-Programm auf den Weg gebracht. Zunächst kaufte die Fed Staatsanleihen und hypothekenbesicherte Anleihen in einem monatlichen Umfang von 85 Milliarden US-Dollar an, ab Januar 2014 wurden die Käufe monatlich um 10 Milliarden US-Dollar reduziert bis sie schließlich im Oktober 2014 komplett eingestellt wurden.



Der Grund für die ausgesprochen expansive Geldpolitik der US-Notenbank in den vergangenen Jahren war die schwache wirtschaftliche Entwicklung. Nachdem das reale US-BIP im Jahr 2008 um 0,3 Prozent und 2009 um 2,8 Prozent gesunken war, kam es in den Folgejahren nur zu einer moderaten Erholung. Die höchste reale Wachstumsrate mit einem Wert von 2,5 Prozent wurde dabei im vergangenen Jahr erzielt. Mit einer auf das Gesamtjahr hochgerechneten Wachstumsrate von jeweils über vier Prozent im zweiten und dritten Quartal 2014 war aber immerhin über einen Zeitraum von sechs Monaten die stärkste wirtschaftliche Dynamik seit dem Jahr 2003 zu beobachten. Nicht zuletzt aufgrund dieser positiven Entwicklung hat die Federal Reserve im vergangenen Jahr ihre unkonventionelle Geldpolitik beendet und damit die Diskussion um den möglichen Zeitpunkt einer ersten Zinserhöhung eröffnet.

Doch auch nach dem Auftritt von Fed-Präsidentin Janet Yellen vor dem Bankenausschuss des US-Senats ist man nicht viel schlauer als vorher, was das Timing einer ersten Erhöhung betrifft. Zu den Argumenten, die für einen baldigen Zinsschritt sprechen, gehören neben der allgemeinen wirtschaftlichen Erholung vor allem die Verbesserung des Arbeitsmarktes. So ist die Arbeitslosenquote von 10 Prozent im Oktober 2009 auf zuletzt 5,7 Prozent gefallen. Nimmt man den letzten Zinserhöhungszyklus der Fed, der im Juli 2004 begann, so lag die Arbeitslosenquote damals bei 5,5 Prozent. Allerdings stellt die derzeitige Arbeitslosenquote die tatsächliche Entwicklung am US-Arbeitsmarkt zu positiv dar, da sich viele US-Amerikaner nicht mehr arbeitslos melden. Dies wird deutlich an der geringen Partizipationsrate, also der Relation von Erwerbspersonen zur Bevölkerung im erwerbstätigen Alter. Die Partizipationsrate lag zuletzt bei knapp 63 Prozent im Vergleich zu einem Wert von 65 Prozent Ende 2009. Auch wenn sich der Unterschied vergleichsweise gering ausnimmt, hat er für die Berechnung der Arbeitslosenquote immense Konsequenzen.

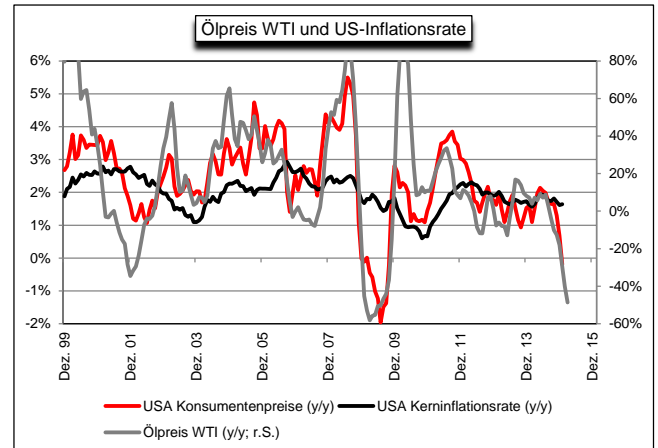
zen: Würde man diejenigen, die sich nicht mehr arbeitslos melden, zu den Arbeitslosen hinzurechnen, dann gäbe es nicht – wie offiziell ausgewiesen – knapp 9 Millionen, sondern gut 14 Millionen Arbeitslose, und die Quote läge bei knapp 9 Prozent. Zwar könnte es sein, dass der Rückgang der Partizipationsrate strukturell bedingt ist, beispielsweise durch die demografische Entwicklung, doch erklärt dies wahrscheinlich nur zum Teil die rückläufige Entwicklung. Und selbst wenn man annimmt, dass die Hälfte des Rückgangs auf strukturelle Veränderungen am US-Arbeitsmarkt zurückzuführen ist, läge die Arbeitslosenquote dann immer noch bei etwas über 7 Prozent.



Allerdings wird die US-Notenbank für ihre zukünftige Geldpolitik nicht allein auf den Arbeitsmarkt achten, sondern (wie jede andere Notenbank) auch auf die allgemeine Preisentwicklung; schließlich hat sie ein duales Mandat. Und genau hier wird es knifflig. So ist die Inflationsrate im Januar 2015 vor allem aufgrund des starken Rückgangs der Energiepreise auf -0,2 Prozent gefallen. Diejenigen, die sich für eine baldige Zinserhöhung in den USA aussprechen – darunter auch einige Mitglieder des Offenmarktausschusses – verweisen zwar auf die Kerninflationsrate, die die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausblendet und die bei +1,6 Prozent im Vergleich zum Januar 2014 liegt. Dennoch zeigt die Preisentwicklung unseres Erachtens so stark nach unten, dass auch die Kerninflationsrate in den kommenden Monaten weiter sinken wird.

Nimmt man beispielsweise das Jahr 2009 als Vergleichsmaßstab, so fällt auf, dass die Gesamtinflation im Januar das erste Mal negativ war und der Höhepunkt dieser Entwicklung im Juli 2009 zu beobachten war. Auch damals waren es in erster Linie die Energiepreise, die zu dem Rückgang der Konsumentenpreise beitrugen. Die Kerninflationsrate lag zu diesem Zeitpunkt zwischen 1,4 und 1,8 Prozent im Plus. Im Frühjahr 2010 betrug die Gesamtinflation dagegen schon wieder mehr als 2 Prozent, nicht zuletzt weil sich die Energiepreise wieder erholt hatten. Die Kerninflationsrate bildete sich dagegen weiter zurück, zunächst auf rund 1 Prozent, bis zum Herbst 2010 sogar auf 0,6 Prozent. Mit anderen Worten: Die Kerninflationsrate hat gegenüber der Gesamtinflation üblicherweise einen Nachlauf. Da Basiseffekte beim Ölpreis dazu führen werden, dass die Gesamtinflation auch in den kommenden

Monaten bei etwa null Prozent liegen wird, sollte auch die Kerninflation sinken.



Von daher gehen wir davon aus, dass die Fed auch weiterhin „geduldig“ sein wird und sich mit der ersten Zinserhöhung Zeit lässt. Erst wenn das Wort „patient“ im Sprachgebrauch der US-Notenbank nicht mehr auftaucht, wäre dies als Signal zu verstehen, dass eine Zinserhöhung möglich wäre. Doch selbst dies wäre wohl kaum als Automatismus zu verstehen. Allerdings hätte die Fed dann mehr Handlungsspielraum und könnte von Sitzung zu Sitzung über eine erste geldpolitische Straffung entscheiden. Sollte beim FOMC-Meeting am 17. und 18. März das Signalwort „geduldig“ nicht mehr benutzt werden, könnte die erste Zinserhöhung auf der übernächsten Sitzung, die am 16. und 17. Juni stattfindet, beschlossen werden, doch halten wir diesen Zeitpunkt für unwahrscheinlich. Schaut man auf die Fed Funds Futures, die die Markterwartungen hinsichtlich der Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank widerspiegeln, so wird am Markt eingepreist, dass der Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung im September sein wird. Unseres Erachtens spricht die Inflationsrate zu diesem Zeitpunkt noch gegen einen Zinsschritt, so dass wir erst Ende Oktober oder sogar erst Mitte Dezember mit der ersten Anhebung rechnen. Für Anleger, die auf höhere Zinsen warten, bedeutet dies also ebenfalls, geduldig zu sein. Und auch wenn die Fed die Zinsen erhöht, wird sie dies nur langsam und in kleinen Schritten tun. Bis Dezember 2016 haben die Markterwartungen nur eine Fed Funds Zielrate von 1,25% eingepreist.

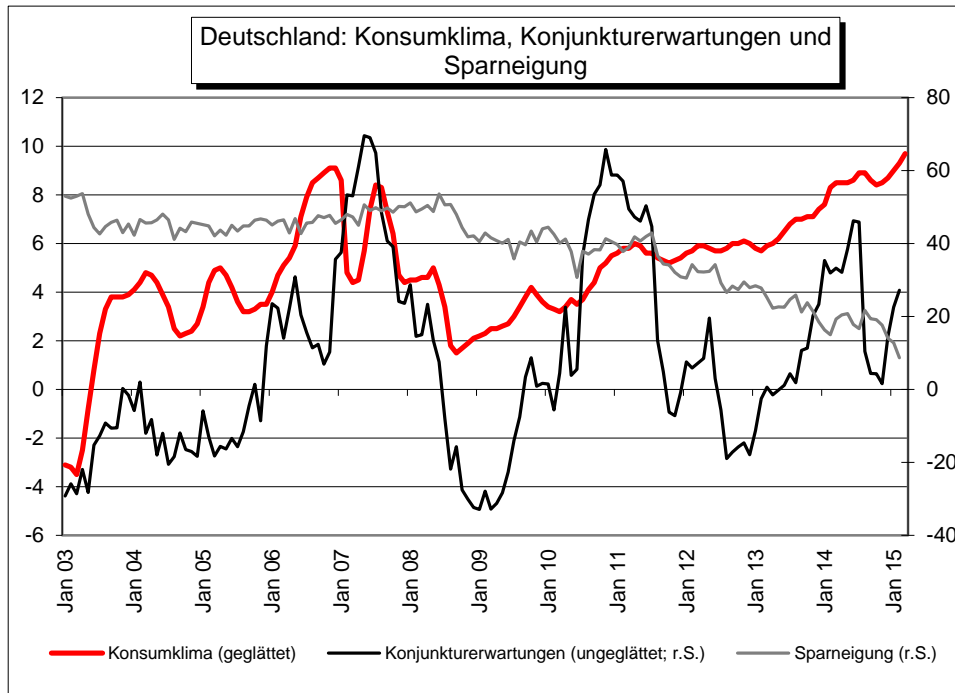
Insofern spricht nichts für eine Zinswende am Kapitalmarkt, selbst in den USA werden die Renditen allenfalls leicht ansteigen. In der Eurozone wird die EZB die Zinsen wohl mindestens in den nächsten beiden Jahren nicht verändern – und auch danach spricht die Höhe der Staatsverschuldung dafür, dass die Zinsen niedrig bleiben müssen. Anleger, die Bundesanleihen die Treue halten und mit einer 10-jährigen deutschen Staatsanleihe vier Prozent verdienen wollen, müssen also darauf setzen, dass die Rendite auch für die langen Laufzeiten negativ wird. Denn erst bei einer Rendite von -0,05 Prozent reichen die Kursgewinne aus, um dieses Ziel zu erreichen. Andererseits würde ein Renditeanstieg auf 0,75 Prozent dazu führen, dass man in 12 Monaten mit einer 10-jährigen Bundesanleihe vier Prozent verliert. Angesichts des Niedrigzinsumfeldes haben also schon kleine Veränderungen große Auswirkungen.

Wochenausblick für die Zeit vom 2. bis 6. März 2015

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	49,9	51,8	50,0	52,1	50,9	50,9	2. März
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	55,7	54,8	52,1	51,2	54,0	55,5	4. März
D: Auftragseingänge, m/m	1,1%	2,9%	-2,4%	4,2%	-0,5%		5. März
D: Auftragseingänge, y/y	-0,7%	2,6%	-0,5%	3,7%	3,0%		5. März
D: Industrieproduktion, m/m	1,1%	0,5%	0,3%	0,1%	-0,6%		6. März
D: Industrieproduktion, y/y	0,6%	1,8%	-0,3%	-0,4%	-1,3%		6. März
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,4	50,7	50,4	50,6	51,0	51,1	2. März
E-19: Konsumentenpreise, m/m	0,4%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-1,6%	0,2%	2. März
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,3%	0,4%	0,3%	-0,2%	-0,6%	-0,7%	2. März
E-19: Arbeitslosenquote, sa	11,5	11,5	11,4	11,3	11,3		2. März
E-19: Produzentenpreise, m/m	0,2%	-0,3%	-0,3%	-1,0%	-0,6%		3. März
E-19: Produzentenpreise, y/y	-1,5%	-1,3%	-1,6%	-2,7%	-3,0%		3. März
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	52,7	52,4	51,3	51,6	52,7	53,9	4. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: GfK-Konsumklima steigt auf 13-Jahres Hoch



Das von der Nürnberger Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) für den Monat März ermittelte Konsumklima in Deutschland ist mit 9,7 Punkten auf den höchsten Wert seit Oktober 2011 gestiegen. Auch die drei wesentlichen Teilkomponenten des Konsumklimas (Einkommenserwartungen, Anschaffungsneigung und Konjunkturerwartungen) sind gegenüber dem Vormonat stark gestiegen. Angetrieben durch die niedrige Inflation und einen stabilen Arbeitsmarkt ist die Anschaffungsneigung der Deutschen so hoch wie zuletzt im Dezember 2006. Auch halten die Verbraucher die niedrigen Energiepreise für einen wichtigen konjunkturellen Impuls. Unterstützend liegt die Sparneigung der Deutschen derzeit auf einem historischen Tiefststand. Die niedrigen Zinsen geben dem Verbraucher keinen Anreiz Geld zu sparen. Es gibt einige Anzeichen dafür, dass sich das Konsumklima in Deutsch-

land in den kommenden Monaten weiter verbessern wird. Aus Konsumentensicht entwickeln sich derzeit alle relevanten Indikatoren positiv. Zum einen sorgt die Geldpolitik der EZB dafür, dass die Zinsen auf lange Zeit niedrig bleiben werden. Zum anderen sorgt die Situation auf dem Arbeitsmarkt für steigende Beschäftigung und höhere Einkommen. Wie die Bundesagentur für Arbeit am Donnerstag mitteilte, ist die Zahl der Arbeitslosen im Februar um 15.000 auf 3,017 Millionen gesunken. Das ist die geringste Februar-Arbeitslosigkeit seit 1991. Selbst der zum Jahresanfang eingeführte, vielfach kritisierte, Mindestlohn von 8,50 Euro könnte sich letztendlich als Konsumtreiber entpuppen. Zusammenfassend bestätigen die neuen Daten den aktuell positiven konjunkturellen Trend in Deutschland und unterstützen unsere Anhebung der Prognose des realen Wirtschaftswachstums auf 2 Prozent.

## Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	26.02.2015 17:54	19.02.2015 -1 Woche	23.01.2015 -1 Monat	25.11.2014 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	18215	1,3%	3,1%	2,2%	2,2%
S&P 500	2113	0,7%	3,0%	2,2%	2,6%
Nasdaq	4967	0,9%	4,4%	4,4%	4,9%
DAX	11327	3,0%	6,4%	14,9%	15,5%
MDAX	19920	1,4%	6,8%	16,9%	17,6%
TecDAX	1579	2,5%	6,7%	17,8%	15,1%
EuroStoxx 50	3575	2,5%	5,7%	10,8%	13,6%
Stoxx 50	3390	2,5%	4,3%	10,5%	12,9%
SMI (Swiss Market Index)	9049	1,7%	10,9%	0,1%	0,7%
Nikkei 225	18786	2,9%	7,3%	7,9%	7,7%
Brasilien BOVESPA	51477	0,4%	5,5%	-7,4%	2,9%
Russland RTS	912	0,6%	11,1%	-13,5%	15,3%
Indien BSE 30	28747	-2,4%	-1,8%	1,4%	4,5%
China Shanghai Composite	3299	1,6%	-1,6%	28,5%	2,0%
MSCI Welt (in €)	1777	2,5%	3,9%	13,0%	12,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	993	2,4%	0,1%	9,0%	12,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	159,84	121	111	752	397
Bobl-Future	131,30	22	63	308	102
Schatz-Future	111,33	3	12	42	23
3 Monats Euribor	0,04	-1	-1	-4	-4
3M Euribor Future, Dez 2015	0,00	-3	0	-9	0
3 Monats \$ Libor	0,26	0	0	3	1
Fed Funds Future, Dez 2015	0,47	-4	3	36	0
10-jährige US Treasuries	1,98	-14	17	-28	-19
10-jährige Bunds	0,30	-9	-3	-45	-25
10-jährige JGB	0,34	-5	9	-11	1
US Treas 10Y Performance	569,44	1,3%	-1,2%	3,1%	2,1%
Bund 10Y Performance	591,01	0,5%	0,3%	4,4%	2,3%
REX Performance Index	474,27	0,2%	-0,1%	1,7%	0,5%
Hypothekenzinsen USA	3,76	0	13	-23	-7
IBOXX AA, €	0,71	-4	-6	-26	-18
IBOXX BBB, €	1,42	-4	-17	-36	-37
ML US High Yield	6,42	-10	-51	-7	-53
JPM EMBI+, Index	700	0,4%	0,5%	-1,1%	1,2%
Wandelanleihen Exane 25	6853	0,0%	2,1%	7,8%	6,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	431,60	-1,2%	-0,8%	-11,1%	-3,5%
MG Base Metal Index	284,11	0,0%	0,1%	-13,1%	-6,5%
Rohöl Brent	61,12	0,1%	25,2%	-23,7%	6,6%
Gold	1209,40	0,1%	-6,4%	0,9%	1,9%
Silber	16,48	0,1%	-10,1%	-0,4%	4,6%
Aluminium	1778,75	-1,1%	-2,4%	-14,4%	-2,5%
Kupfer	5803,00	0,6%	4,6%	-12,8%	-8,9%
Eisenerz	64,50	0,0%	-3,7%	-7,9%	-10,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	524	2,5%	-27,2%	-60,1%	-33,0%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1212	-1,5%	0,1%	-9,8%	-7,7%
EUR/ GBP	0,7269	-1,5%	-2,9%	-8,5%	-6,3%
EUR/ JPY	133,79	-1,3%	1,3%	-8,8%	-7,9%
EUR/ CHF	1,0695	-0,9%	9,0%	-11,1%	-11,1%
USD/ JPY	118,86	-0,1%	0,9%	0,8%	-0,7%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.