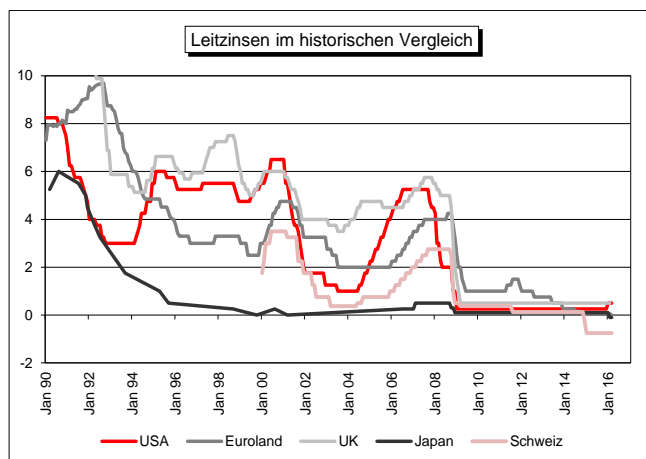


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Notenbanken bleiben am Drücker – Zinsprognosen reduziert

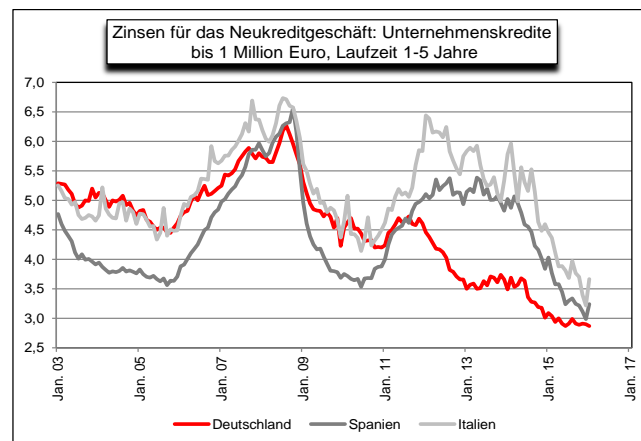
Vergangene Woche die Europäische Zentralbank, gestern die US Federal Reserve: Die Geldpolitik der großen Notenbanken bewegt weiterhin die Märkte. Und obwohl die EZB und die Fed verschiedene Richtungen bei ihrer Zinspolitik verfolgen, war die mit ihren jüngsten Beschlüssen verbundene Botschaft sehr ähnlich. Denn angesichts der bestehenden konjunkturellen Risiken, volatiler Finanzmärkte und einer (zu) geringen Inflationsrate bleibt die Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks auf absehbare Zeit hin außergewöhnlich expansiv; ein Ende der Niedrigzinsphase ist weiterhin nicht in Sicht. Doch trotz dieser Gemeinsamkeiten unterscheiden sich die Geldpolitik in der Eurozone und in den USA in ihrer grundsätzlichen Ausrichtung. So will die Fed, die im Dezember 2015 den Leitzins um 25 Basispunkte erhöhte, die Geldpolitik weiter straffen, während die EZB, die vergangene Woche ihre Zinsen nochmals senkte, noch mindestens bis 2017 bei ihrer ultra-lockeren Zinspolitik bleiben und im Zweifelsfall sogar eher einen noch expansiveren Pfad einschlagen wird.



Im Detail wurden die Zinssenkungen der EZB – der Hauptrefinanzierungssatz wurde von 0,05% auf 0,00%, der Spitzenrefinanzierungssatz von 0,30% auf 0,25% und die Einlagenfazilität von -0,30% auf -0,40% reduziert – mit der gesunkenen Inflationsrate und den damit verbundenen Deflationsrisiken sowie mit dem schwächer als bislang erwarteten Wirtschaftswachstum begründet. Darüber hinaus hat der EZB-Rat auch eine Ausweitung seines Anleiheaufkaufprogramms von bislang 60 Milliarden Euro monatlich ab April auf 80 Milliarden Euro angekündigt, wobei dieses Programm mindestens bis März 2017 laufen soll. Neben den bisher vereinbarten Wertpapieren (Staatsanleihen, Anleihen supranationaler Emittenten, Pfandbriefe und Asset Backed Securities) werden ab Ende des 2. Quartals auch Unternehmensanleihen, die ein Investment-Grade-Rating aufweisen, gekauft. Die überraschendste Neuerung der EZB war jedoch die Auflage eines neuen langfristigen Refinanzierungsprogramms (TLTRO II). Ab Juni 2016 können sich Banken quartalsweise in vier Tranchen für die Dauer von jeweils vier Jahren Zentralbankgeld zum jeweils gültigen Hauptrefinanzierungssatz leihen, derzeit also zu

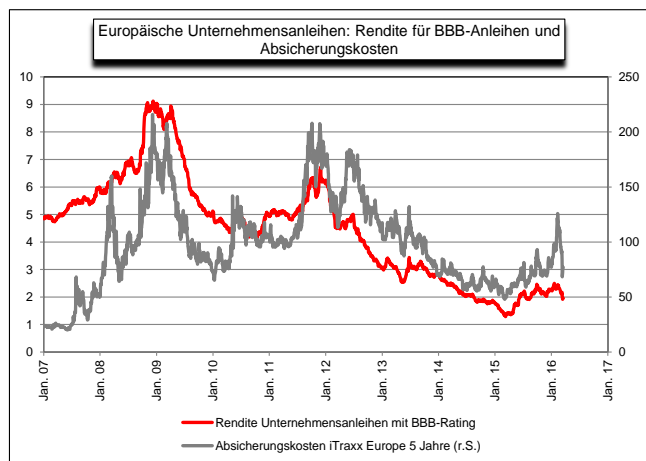
0,00%. Unter der Voraussetzung, dass Banken verstärkt Kredite an die Realwirtschaft verleihen (wobei Immobilienkredite nicht angerechnet werden), kann der Zinssatz bei Erreichen bestimmter Schwellenwerte sogar bis auf den Einlagenzinssatz von derzeit -0,40% reduziert werden. Banken erhalten somit von der EZB eine „Prämie“, wenn sie genügend neue Kredite vergeben.

All diese Maßnahmen sollen die Kreditvergabe ankurbeln und damit – so das Kalkül der EZB – zu mehr Wachstum und Inflation führen. Doch ob und wie schnell dies gelingen wird, ist fraglich. Denn die schwache Kreditvergabe in der Eurozone hat unseres Erachtens nach wenig mit einem zu hohen und damit zu unattraktiven Zinssatz zu tun. In Deutschland liegt der Durchschnittszinssatz für neue Kredite an Unternehmen bis zu einer Größenordnung von 1 Million Euro seit Mitte letzten Jahres unter 3 Prozent; für Kredite über 1 Million Euro zahlen Unternehmen sogar weniger als 2 Prozent Zinsen. Und auch in Ländern wie Spanien und Italien sind die Kreditzinsen in den vergangenen 12 Monaten massiv gesunken. Von daher deutet vieles darauf hin, dass die Banken entweder keine neuen Kredite verleihen wollen, weil ihnen die Bonität des Schuldners nicht ausreicht, oder dass sie keine neuen Kredite vergeben können, weil sie nicht über das notwendige Eigenkapital verfügen. Denn die zunehmende Regulierung des Finanzsektors, wie beispielsweise die Basel 3-Vorschriften, führt zu höheren Finanzierungskosten und zunehmenden Anforderungen an die Sicherheiten. Gleichzeitig wird durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld die Fähigkeit vieler Banken erschwert, Eigenkapital aus Gewinnrücklagen zu bilden; hiervon sind vor allem Banken mit einem risikoärmeren Geschäftsmodell (ohne starke Bedeutung des Investmentbankings) betroffen. So positiv die EZB-Maßnahmen für das Sentiment gegenüber Bankaktien sein mögen, so stellt sich dennoch die Frage, ob sich die Ertragslage der Banken (und damit auch deren Aktienkurse) tatsächlich verbessern wird.



Positiv wirken sich die Beschlüsse der Europäischen Zentralbank dagegen auf Unternehmensanleihen aus. Auch wenn die genauen technischen Details des Aufkaufprogramms noch nicht bekannt sind, gehen wir davon aus, dass die EZB monatlich rund 5 Milliarden Euro an Unternehmensanleihen aufkaufen könnte. Diese Erwartung hat beispielsweise dem iBoxx-Index für Unternehmensanleihen

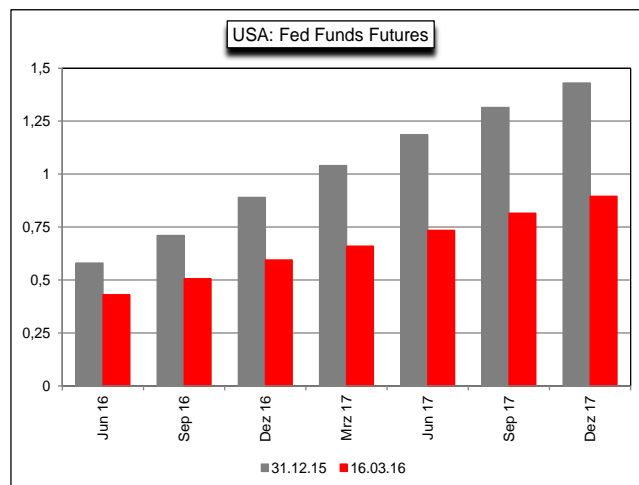
mit einem BBB-Rating in der vergangenen Woche zum stärksten Tagesgewinn seit über einem Jahr verholfen. Gleichzeitig haben sich die Kosten, um sich für den Ausfall von Unternehmensanleihen mit Investmentgraderating abzusichern, deutlich verringert. Die günstigeren Rahmenbedingungen lassen es angezeigt erscheinen, die Quote von Unternehmensanleihen in einem Portfolio zu erhöhen. Allerdings ist festzustellen, dass der Markt derzeit so gut wie leergefegt ist, weil kaum ein Anleger bereit ist, Bestände abzugeben. Von daher kommen Anleger fast nur bei Neuemissionen zum Zuge. Eine Reihe von Unternehmen, wie beispielsweise die Deutsche Telekom, haben die Gunst der Stunde genutzt und deswegen neue Anleihen emittiert. Vor allem schwach kapitalisierte Unternehmen profitieren von dem Aufkaufprogramm der EZB, weil sie nun (wieder) über einen Zugang zum Kapitalmarkt verfügen. Da die günstigeren Finanzierungsbedingungen für diese Unternehmen grundsätzlich positiv einzuschätzen sind, ist es nicht verwunderlich, dass auch deren Aktienkurse positiv reagiert haben. Insofern zeigt sich, dass die EZB-Politik Auswirkungen auf alle Segmente des Kapitalmarktes hat.



Aber nicht nur die EZB hat die Märkte überrascht, auch die Fed hat sich auf ihrer letzten Sitzung sehr „dovish“, sprich handzahn, geäußert. Dass die US-Notenbank die Zinsen nicht erhöhen würde, war allgemein erwartet worden. Dass jedoch die Zinserwartungen im Vergleich zur Sitzung vom Dezember 2015 von vier Erhöhungen in diesem Jahr auf nur noch zwei nach unten geschraubt wurden, war erstaunlich. Für Ende 2017 geht die Mehrheit der Fed-Mitglieder von einem Leitzins von 1,875% aus (insgesamt 6 Zinserhöhungen, bisherige Prognose: 2,375%), für Ende 2018 von 3,0% (bisher: 3,3%). Ausschlaggebend für die vorsichtigere Haltung des Federal Open Market Committee waren zum einen größere globale Konjunkturrisiken und zum anderen die Entwicklung an den Finanzmärkten in den letzten Monaten. Dementsprechend wurde die Wachstumsprognose für die US-Wirtschaft für dieses Jahr von 2,4% auf 2,2% reduziert – obwohl die jüngsten Frühindikatoren wieder ein positiveres Bild zeichnen. Dagegen blieben die Erwartungen für die Arbeitslosenquote (4,7%) und für die PCE-Kerninflationsrate (1,6%) unverändert. Mit der Anpassung der Zinserwartungen seitens des FOMC stehen diese nun wieder mehr im Einklang mit den Markterwartungen.

Die Fed Funds Futures zeigen, dass die Kapitalmarktteilnehmer bis Ende 2016 eine Zinserhöhung erwarten und bis

Ende 2017 eine weitere. Diese Sichtweise wäre aus unserer Sicht nur dann realistisch, wenn sich die Konjunktur schwächer als erwartet entwickelt, die Erholung am Arbeitsmarkt zum Erliegen kommt und der derzeit zu beobachtende, leicht zunehmende Preisdruck schon bald wieder nachlässt. All diese Annahmen halten wir für wenig wahrscheinlich, sodass wir bis Ende 2016 von zwei Zinserhöhungen und für das Jahr 2017 von zwei bis drei weiteren Zinserhöhungen ausgehen.



Obwohl man die vorsichtigere Haltung der Fed negativ hinsichtlich der weiteren Entwicklung der US-Wirtschaft auslegen könnte, interpretieren wir die Botschaft letztendlich doch als eher positiv: So wiederholt die Fed nicht die Fehler aus der Vergangenheit, als man den Marktteilnehmern den Eindruck vermittelte, dass unmittelbar eine abruptere Zinswende bevorstehen könnte. Deutlich steigende Renditen am Rentenmarkt sowie eine kräftige Aufwertung des US-Dollar waren zwischenzeitlich die Folge – mit negativen Folgen für die US-Wirtschaft, aber auch für die konjunkturelle Entwicklung in vielen Schwellenländern. Unseres Erachtens wird die Fed mit der Strategie, die Märkte in Sicherheit zu wiegen, ihrem Ziel, das Zinsniveau zu normalisieren, schneller und effektiver näher kommen. Bleiben nämlich Renditeanstieg und Dollar-Aufwertung (zunächst) aus, kann sich die Wirtschaft stärker erholen, die Inflationsrate steigt an und die Fed muss dann doch, weil sie von der Entwicklung „überrascht“ wird, die Zinsen erhöhen. Weniger jetzt, später dafür mehr – das könnte die Strategie der US-Notenbank sein.

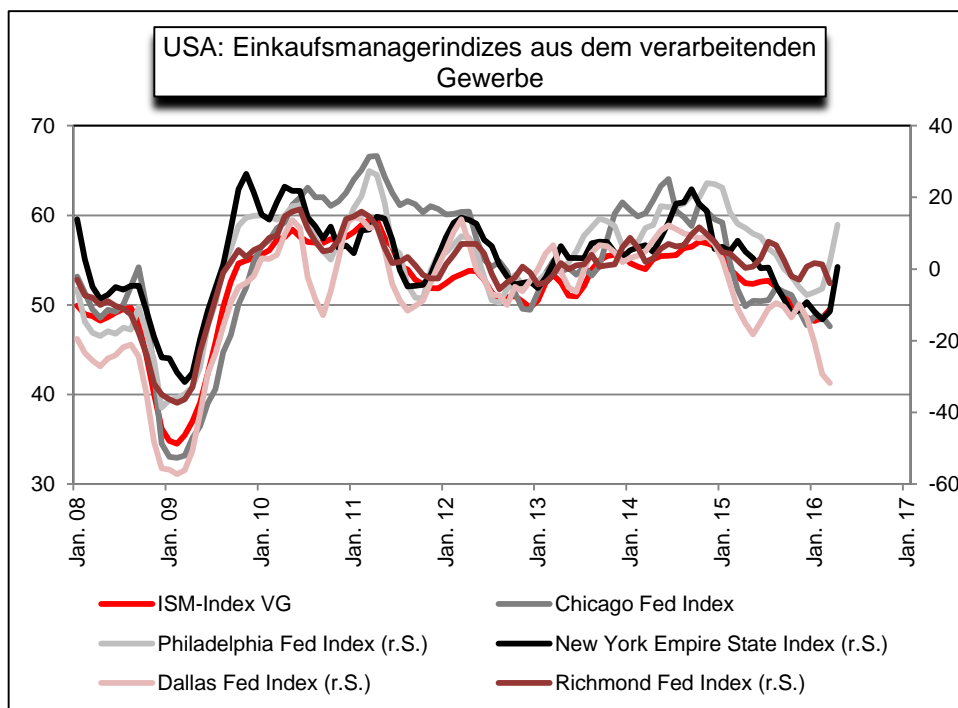
Die neuen geldpolitischen Maßnahmen bedeuten für uns, dass wir unsere bisherigen Prognosen für die Renditeentwicklung 10-jähriger Bundesanleihen und 10-jähriger US-Treasuries nach unten revidieren: 10-jährige Bunds erwarten wir nun bei 0,50% am Jahresende (bislang: 0,75%), 10-jährige US-Staatsanleihen bei 2,20% (bislang: 2,60%). Die im Vergleich zu heute höheren Renditen am Jahresende resultieren aus unserer Erwartung, dass sich die Konjunktur und vor allem die Inflationsraten in der zweiten Jahreshälfte erholen werden. Unsere Prognose für den US-Dollar gegenüber dem Euro lassen wir dagegen unverändert bei 1,10. Die Haltung der Fed wird sich unseres Erachtens nur kurzfristig negativ auf den EUR/USD-Wechselkurs auswirken, da es an der grundsätzlichen Richtung der zukünftigen Geldpolitik weiterhin keinen Zweifel gibt.

Wochenausblick für die Zeit vom 21. bis 25. März 2016

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	109	108,6	107,3	105,7	106,0		22. März
D: ZEW Konjunkturerwartungen	10,4	16,1	10,2	1,0	5,0		22. März
D: GfK Konsumklima	9,4	9,3	9,4	9,4	9,5	9,5	24. März
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,9	53,2	52,3	50,5	51,0		24. März
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,6	56,0	55,0	55,3	55,0		24. März
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,9	-5,7	-6,3	-8,8	-7,0		21. März
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,8	53,2	52,3	51,2	51,5		24. März
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,2	54,2	53,6	53,3	53,0		24. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Neuer Optimismus im verarbeitenden Gewerbe



In den USA haben in dieser Woche zwei der fünf wichtigsten Frühindikatoren im verarbeitenden Gewerbe für den Monat März einen überraschend starken Sprung nach oben vollzogen und damit den seit Anfang des Jahres 2015 bestehenden Abwärtstrend durchbrochen. Dies sind gute Nachrichten für die US-Wirtschaft, deren Dynamik vor allem aufgrund der schlechten Zahlen im verarbeitenden Gewerbe in den letzten Monaten ins Straucheln geraten ist. Der heute veröffentlichte Philadelphia Fed Index steigt von minus 2,8 Punkten im Vormonat auf plus 12,4 Punkte. Der Stimmungsindikator liegt damit erstmals seit verganginem August wieder über der Expansionsschwelle von null Punkten und auf einem ähnlichen Niveau wie zuletzt im Februar 2015. Nachdem bereits am Dienstag der New Yorker Empire State Index von minus 16,64 auf plus 0,62 Punkte kräftig zugelegt hatte scheint es so, als ob zumindest im Nordosten der USA die Industrie wieder

Tritt gefasst hat. Besonders kräftig stiegen in beiden Regionen die Subkomponenten für Neuaufträge und die Aussichten für die kommenden sechs Monate, was auch auf anhaltend gute Bedingungen hindeutet. Bevor am 1. April allerdings der ISM-Index, der die Geschäftsbedingungen im verarbeitenden Gewerbe für die gesamten USA misst, veröffentlicht wird, stehen in der kommenden Woche noch die Frühindikatoren der Chicago und der Richmond Fed und am 28. März der Index der Dallas Fed an. Der durch die ölpreis-induzierten Probleme der Fracking-Industrie stark gebeutelte Südwesten der USA dürfte nach der Stabilisierung des Ölpreises in den letzten Wochen auch leichte Erholungstendenzen zeigen. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob die verbesserte Stimmung in der Industrie tatsächlich als Trendwende interpretiert werden kann, denn schließlich macht eine Schwalbe auch noch keinen Sommer.

	Stand	Veränderung zum			
	17.03.2016 16:33	10.03.2016 -1 Woche	16.02.2016 -1 Monat	16.12.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17415	2,5%	7,5%	-1,9%	-0,1%
S&P 500	2034	2,2%	7,3%	-1,9%	-0,5%
Nasdaq	4764	2,2%	7,4%	-6,1%	-4,9%
DAX	9865	3,9%	8,0%	-5,8%	-8,2%
MDAX	19985	4,3%	8,4%	-3,3%	-3,8%
TecDAX	1602	2,3%	3,7%	-10,6%	-12,5%
EuroStoxx 50	3037	2,2%	7,7%	-6,5%	-7,0%
Stoxx 50	2830	1,3%	4,5%	-7,4%	-8,7%
SMI (Swiss Market Index)	7861	-0,4%	0,6%	-8,6%	-10,9%
Nikkei 225	16936	0,5%	5,5%	-11,1%	-11,0%
Brasilien BOVESPA	50586	2,0%	23,5%	12,4%	16,7%
Russland RTS	874	4,8%	23,3%	11,3%	15,4%
Indien BSE 30	24677	0,2%	6,4%	-3,2%	-5,5%
China Shanghai Composite	2906	3,6%	2,4%	-17,4%	-17,9%
MSCI Welt (in €)	1621	-2,4%	5,4%	-6,0%	-6,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	791	-3,9%	6,9%	-3,1%	-4,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,30	114	-205	498	438
Bobl-Future	130,79	31	-193	19	12
Schatz-Future	111,76	2	-9	27	25
3 Monats Euribor	-0,23	0	-4	-10	-10
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,28	-1	4	-10	0
3 Monats \$ Libor	0,64	1	2	11	3
Fed Funds Future, Dez 2016	0,59	-5	14	-23	0
10-jährige US Treasuries	1,90	-3	12	-40	-37
10-jährige Bunds	0,23	-6	-3	-45	-40
10-jährige JGB	-0,04	-1	-9	-32	-30
US Treas 10Y Performance	582,91	-0,1%	-1,3%	3,6%	3,3%
Bund 10Y Performance	600,61	-0,1%	-0,4%	4,2%	3,7%
REX Performance Index	481,50	-0,3%	-0,4%	1,5%	1,5%
Hypothekenzinsen USA	3,68	0	3	-27	-33
IBOXX AA, €	0,94	-12	-15	-37	-35
IBOXX BBB, €	1,96	-21	-45	-32	-31
ML US High Yield	8,65	-13	-122	-25	-24
JPM EMBI+, Index	733	0,0%	3,8%	4,5%	4,1%
Wandelanleihen Exane 25	6656	0,0%	3,8%	-3,2%	-4,4%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	387,63	1,1%	5,6%	4,1%	2,2%
MG Base Metal Index	239,82	-1,6%	3,8%	6,4%	3,3%
Rohöl Brent	39,41	-3,2%	16,7%	2,8%	7,9%
Gold	1263,31	-0,2%	3,9%	17,6%	18,9%
Silber	15,29	-1,9%	-0,6%	7,8%	10,4%
Aluminium	1489,00	-4,0%	-2,3%	0,2%	-0,7%
Kupfer	4950,00	1,0%	8,5%	7,5%	5,2%
Eisenerz	53,80	-9,3%	16,2%	37,9%	22,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	393	2,3%	30,6%	-16,6%	-17,8%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1299	4,1%	1,2%	3,3%	3,8%
EUR/ GBP	0,7815	0,3%	0,3%	7,1%	6,0%
EUR/ JPY	126,01	1,7%	-0,8%	-5,4%	-3,9%
EUR/ CHF	1,0933	-0,1%	-0,8%	1,0%	0,9%
USD/ CNY	6,4745	-0,7%	-0,6%	0,0%	-0,3%
USD/ JPY	112,59	-0,5%	-1,3%	-7,9%	-6,4%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. 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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin 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.