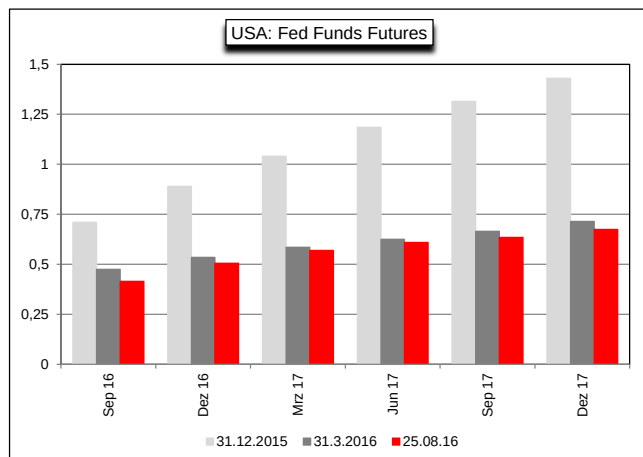


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

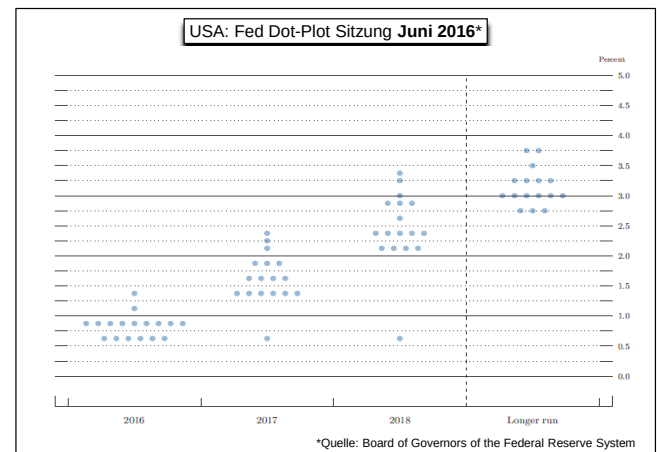
US-Notenbank: Die Botschaft hör' ich wohl

Jedes Jahr Ende August schaut die an Geldpolitik interessierte Öffentlichkeit nach Jackson Hole. Dort veranstaltet die Federal Reserve Bank von Kansas City seit Beginn der 1980er Jahre ein ökonomisches Symposium, bei dem sich internationale Notenbanker und Wissenschaftler treffen, um über wichtige geldpolitische Themen zu sprechen. In diesem Jahr lautet das Thema „Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future“, es geht also um die Schaffung stabiler geldpolitischer Rahmenbedingungen für die Zukunft. Im Mittelpunkt des Interesses steht dabei die Rede von Janet Yellen, der Präsidentin der US-Notenbank. Frau Yellen wird vermutlich die Gelegenheit nutzen, um ihre Sichtweise hinsichtlich der in den letzten Jahren gesammelten Erfahrungen mit negativen Zinsen und der sogenannten quantitativen Lockerung der Geldpolitik vorzustellen.

Die Kapitalmärkte sind allerdings weniger an theoretischen Aussagen und neuen Konzepten interessiert, sie erhoffen sich vor allem Hinweise darauf, wie es mit der US-amerikanischen Geldpolitik in nächster Zukunft weitergehen wird. Dabei steht insbesondere eine Frage im Raum: Wann erhöht die Federal Reserve das nächste Mal die Zinsen? Vielleicht schon auf der nächsten Sitzung des Federal Open Market Committees (FOMC), die am 20. und 21. September stattfinden wird? Oder doch eher später, wobei es in diesem Jahr nur noch zwei weitere Möglichkeiten gäbe, zum einem am 2. November oder am 14. Dezember? Oder kommt doch vielleicht gar keine Zinserhöhung mehr? Die Erwartungen an die Rede Frau Yellens sind vergleichsweise hoch, was auch etwas damit zu tun hat, dass zuletzt wieder mehr Stimmen aus der US-Notenbank zu hören waren, die sich für eine baldige Zinserhöhung stark gemacht haben. Am Kapitalmarkt haben diese Äußerungen aber bislang kaum Resonanz gefunden, wie der Blick auf die Fed Funds Futures zeigt. Getreu dem Ausspruch „Die Botschaft hör' ich wohl, allein mir fehlt der Glaube“, wird einer Zinserhöhung durch die Fed am 21. September nur eine Wahrscheinlichkeit von 21% zugewillt; für den 2. November steigt die Wahrscheinlichkeit auf 25% und für den 14. Dezember auf 50%.

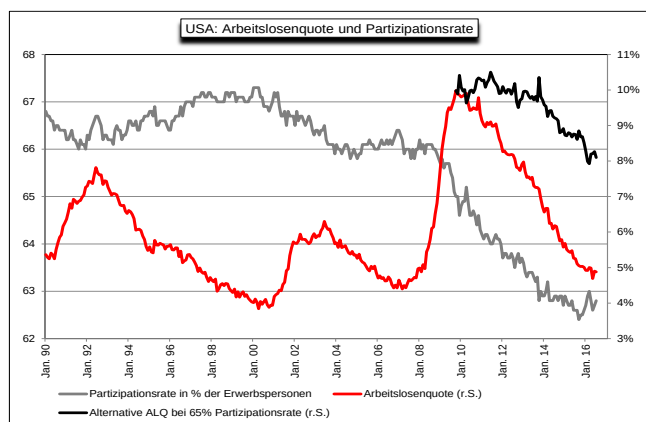


Dass die Märkte den Aussagen der Fed so wenig Glauben schenken, hat vor allem damit etwas zu tun, dass die US-Notenbank in der Vergangenheit sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Inflationsentwicklung immer wieder überschätzt hat. Von daher sind auch die von der Fed zunächst in Aussicht gestellten Zinserhöhungen nicht umgesetzt worden. Im Juni 2015 ging die US-Notenbank beispielsweise für das Jahr 2016 von einem Wirtschaftswachstum von 2,5%, einer Inflationsrate von 1,8% und einem Leitzins von 1,6% aus. Bis Juni 2016 wurde die Wachstumsprognose in mehreren Schritten auf 2,0% reduziert, die Inflationsrate wurde noch bei 1,4% gesehen und die Leitzinserwartung wurde im Median auf 0,9% reduziert. Im Unterschied zu den Marktteilnehmern, die maximal eine Zinserhöhung in diesem Jahr erwarten, gehen die FOMC-Mitglieder bislang immer noch mehrheitlich von zwei Zinsanhebungen aus. Der „Dot-Plot“ aus dem Juni zeigt dabei, dass es sechs Vertreter gab, die eine Zinserhöhung erwarten, neun Notenbankvertreter die zwei Zinserhöhungen prognostizieren und jeweils einen, der sogar drei bzw. vier Zinserhöhungen befürworten würde.



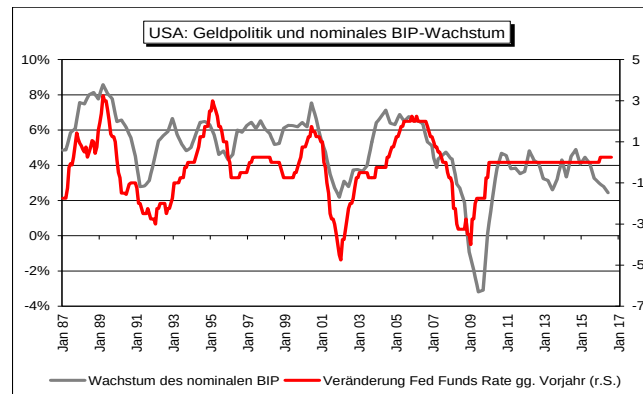
Noch größer ist die Diskrepanz bei den Einschätzungen für das Jahresende 2017: Während die US-Notenbanker im Mittel neben den beiden Zinsschritten in diesem Jahr von drei weiteren Zinserhöhungen im nächsten Jahr und damit von einer Fed Funds Rate von 1,50%-1,75% ausgehen, haben die Terminkmärkte bis Ende 2017 nur eine einzige Zinserhöhung auf 0,50%-0,75% eingepreist. Frau Yellens Aufgabe wird von daher auch darin bestehen, Erwartungsmanagement zu betreiben. Denn die spannende Frage wird sein, wessen Prognose sich als die bessere erweisen wird, die des Marktes oder die der Fed. Blickt man auf die jüngste Vergangenheit zurück, ist die Antwort klar: Der Kapitalmarkt lag mit seiner Einschätzung wesentlich besser. Dass sich die Notenbanker bei der Ehre gepackt fühlen und jede Möglichkeit nutzen, um in der Öffentlichkeit für die eigenen Positionen zu werben, kann nicht überraschen. Von daher würden wir den jüngsten Äußerungen, die in den Medien so gedeutet wurden, als ob schon eine Zinserhöhung im September erfolgen könnte, nicht überbewerten. Denn auch die ökonomischen Rahmenbedingungen sprechen unseres Erachtens nicht dafür, dass die Federal Reserve am 21. September eine Zinserhöhung beschließen wird.

Die US-amerikanische Zentralbank verfolgt mit ihrer Geldpolitik drei übergeordnete Ziele: Es sollen ein maximaler Beschäftigungsstand, Preisniveaustabilität und ein moderates Niveau bei den langfristigen Zinsen erreicht werden. Die Zielvorgabe bei den langfristigen Zinsen ist ohne Zweifel erreicht. Auch mit Blick auf die Arbeitslosenquote, die im Juli 2016 bei nur 4,9% lag, könnte man zu dem Schluss kommen, dass die Fed ihr Ziel erfüllt hat. Schließlich ist die Arbeitslosenquote mittlerweile wieder fast so niedrig wie vor dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise. Die Zahl der Arbeitslosen hat sich seit dem Frühjahr 2010 fast halbiert (auf 7,8 Millionen), und die Zahl der Beschäftigten ist mit mehr als 144 Millionen Personen höher als jemals zuvor. Der einzige Schönheitsfehler: Die Zahl der Arbeitslosen und die Arbeitslosenquote sind deswegen so niedrig, weil sich weniger US-Amerikaner als in der Vergangenheit üblich um einen freien Job bemühen und sich beim Arbeitsamt registrieren lassen. Dies zeigt die sogenannte Partizipationsrate, die angibt, wie hoch der Anteil derjenigen ist, die einen Arbeitsplatz haben oder die als arbeitslos gemeldet sind, im Vergleich zum Arbeitskräftepotenzial, also der Gesamtzahl von Personen, die dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen. Dies sind alle Personen im erwerbsfähigen Alter, also zwischen 15 und 65 Jahren. Zuletzt lag die Partizipationsrate bei niedrigen 62,8%. Läge sie dagegen wie im Frühjahr 2010 bei 65%, wäre die Arbeitslosenquote immer noch bei 8,1% und die Zahl der Arbeitslosen bei über 13 Millionen!



Ähnlich differenziert ist das Bild, das die Preisentwicklung vermittelt. Die US-Notenbank verfolgt das Ziel einer Inflationsrate von 2%; (dauerhafte) Abweichungen nach oben wie nach unten sollen vermieden werden. Auch bei der Messung der Preisentwicklung gibt es viele verschiedene Indizes, die zum Teil zu unterschiedlichen Aussagen kommen. Neben der „normalen“ CPI Inflations- oder auch Kerninflationsrate (ohne Berücksichtigung der Energie- und Nahrungsmittelpreise) gibt es in den USA auch den sogenannten PCE-Preisindex. Dieser unterscheidet sich konzeptionell vom CPI und wird von der US-Notenbank bei der Inflationsmessung bevorzugt. Die Jahresveränderungsrate des PCE-Preisindex lag im Juni 2016 bei 0,9% und damit seit Mai 2012 kontinuierlich unter der 2%-Marke. Die weniger schwankende PCE-Kerninflationsrate betrug zuletzt 1,6%; auch sie verfehlt die Zielvorgabe der Fed von 2% seit Mai 2012. Selbst wenn man davon ausgeht, dass der zu erwartende Basiseffekt bei den Ölpreisen ab Ende 2016 zu etwas höheren Inflationsraten führen wird,

ist ein Anstieg auf oder in die Nähe von 2% unwahrscheinlich. Alles in allem ist das Ziel der Preisniveaustabilität derzeit nicht erfüllt, sodass der Zielerreichungsgrad aller drei Vorgaben von uns auf 50% veranschlagt wird – unserer Meinung nach zu wenig, um eine Zinserhöhung im September zu rechtfertigen.



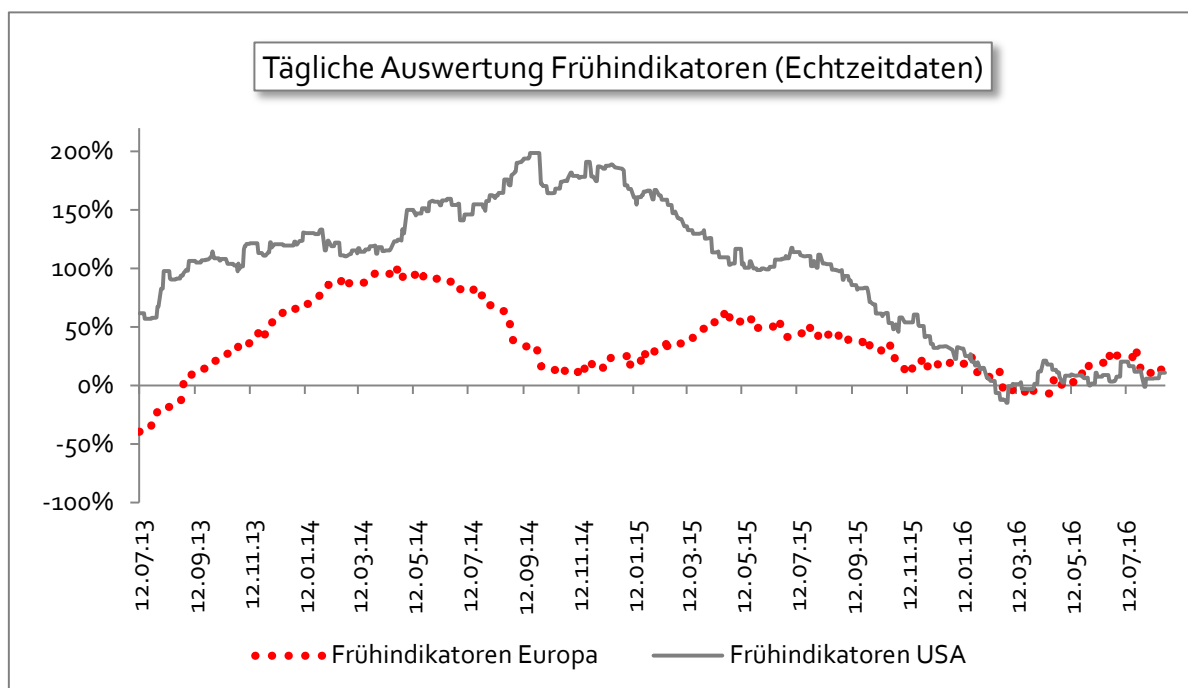
Dass die Fed am 2. November die Zinsen erhöhen wird, halten wir für ausgeschlossen, weil sich die Notenbank sonst dem Vorwurf der politischen Einflussnahme aussetzen könnte; schließlich findet knapp eine Woche später die US-Präsidentenwahl statt. Blicke also noch die Sitzung Mitte Dezember, auf der eine Zinserhöhung beschlossen werden könnte. Bis dahin kann konjunkturell gesehen noch viel passieren. Da die Fed in den vergangenen Monaten immer wieder betont hat, bei ihren Zinsentscheidungen „datenabhängig“ zu agieren, ist die Vorhersehbarkeit der Geldpolitik kaum noch gegeben. Schließlich wird es zu jeder Zeit Daten geben, die die eine oder die andere Vorgehensweise rechtfertigen können. Denn selbst wenn die US-Daten für eine restriktivere Geldpolitik sprächen, können (geo-) politische Unsicherheiten, schwache globale Wirtschaftsdaten oder auch Kursrückgänge am Aktienmarkt dazu führen, dass es die US-Notenbank vorzieht, die Geldpolitik nicht zu verändern.

Auch wenn man davon ausgehen kann, dass sich die US-Wirtschaft nach einem äußerst schwachen 1. Halbjahr 2016 im 3. und im 4. Quartal wieder etwas besser entwickeln wird, werden die Bäume wohl nicht in den Himmel wachsen. Darauf deuten viele Frühindikatoren hin, die vor allem für das verarbeitende Gewerbe nach wie vor ein eher schwaches Bild vermitteln. Wir gehen davon aus, dass die USA in diesem Jahr nur eine Wachstumsrate von 1,5% erreichen werden; das wäre das geringste Wachstum seit dem Krisenjahr 2009. Insofern spricht sogar einiges dafür, dass die Zinsen in diesem Jahr unverändert bleiben. Ohnehin wurden die Zinsen durch die US-Notenbank noch nie so langsam erhöht wie in diesem Zinszyklus. Allerdings haben sich die US-Notenbanker mit ihren Aussagen zur Geldpolitik selbst unter Zugzwang gesetzt, sodass von einem gewissen „Bias“ zu einer Zinserhöhung ausgegangen werden kann. Von daher halten wir einen Zinsschritt in diesem Jahr noch für möglich. Drei weitere Erhöhungen in 2017 sehen wir jedoch nicht, sodass die FOMC-Mitglieder mit ihren Einschätzungen wohl weiter zurückrudern müssen. Es wird sich zeigen, ob Frau Yellen in ihrer Rede die Gelegenheit nutzen wird, um die Welt auf eine vorsichtiger Vorgehensweise der Fed vorzubereiten.

Wochenausblick für die Zeit vom 29. August bis 2. September 2016

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	-0,1%	0,9%	0,5%	0,3%			29.-30. August
D: Importpreise, y/y	-6,6%	-5,5%	-4,6%	-3,6%			29.-30. August
D: vorl. Inflationsrate, m/m	-0,4%	0,3%	0,1%	0,3%	0,2%		30. August
D: vorl. Inflationsrate, y/y	-0,1%	0,1%	0,3%	0,4%	0,6%		30. August
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-17	-11	-6	-7	-5		31. August
D: Arbeitslosenquote	6,2	6,1	6,1	6,1	6,1		31. August
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	51,8	52,1	54,5	53,8	53,6		1. September
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,1%	0,7%	-0,1%	0,1%			29.-31. August
E-19: Wirtschaftsvertrauen	104	104,6	104,4	104,6	104,4		30. August
E-19: Industrier vertrauen	-3,6	-3,7	-2,8	-2,4	-2,6		30. August
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	-0,2%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,4%		31. August
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	10,2	10,1	10,1	10,0			31. August
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	51,7	51,5	52,8	52,0	51,8		1. September
E-19: Produzentenpreise m/m	-0,4%	0,7%	0,7%	0,4%			2. September
E-19: Produzentenpreise y/y	-4,4%	-3,8%	-3,1%	-2,6%			2. September

Chart der Woche: Richtungslose Konjunktorentwicklung



Nachdem schon der belgische Frühindikator etwas schwach ausgefallen ist, hat nun auch der deutsche Ifo-Index enttäuscht. Gegenüber dem Vormonat ist sowohl die Geschäftserwartung wie auch die aktuelle Geschäftsbeurteilung schlechter als im Vormonat ausgefallen. Und auch wenn das Niveau für sich genommen vollkommen unproblematisch ist, so muss der rückläufige Wert im Ifo-Geschäftsklima doch als ein Warnhinweis darauf gewertet werden, dass die globalen Unsicherheiten auch an den deutschen Unternehmen nicht komplett spurlos vorbeigehen. Immerhin liegt der Ifo-Index nun auf dem niedrigsten Wert seit Ende 2014, und auch der Rückgang von über zwei Punkten im Geschäftsklima ist eher selten. Die negative Entwicklung lässt sich in fast allen Branchen beobachten; nur das Bauhauptgewerbe zeigt sich gegen-

über dem Vormonat stabil. Allerdings macht es wenig Sinn, Konjunktüreinschätzungen nur an einem einzigen Indikator festzumachen. Aus diesem Grund errechnen wir seit mehreren Jahren jeden Tag auf Basis einer Vielzahl von verfügbaren Zeitreihen für Europa und die USA – quasi in Echtzeit – einen Index, der die Informationen sämtlicher Frühindikatoren zu einem Gesamtbild zusammenfügt. Dieses Gesamtbild ist seit einigen Monaten durchwachsen, aber nicht schlecht. Nachdem über längere Zeit eher negative Tendenzen zu beobachten waren, haben sich die Frühindikatoren in Europa und den USA seit Jahresanfang mehr oder weniger auf einem durchschnittlichen Niveau eingependelt und tendieren seitdem seitwärts. Solange dies so bleibt, macht uns eine Enttäuschung im Ifo-Index nicht nervös.

	Stand	Veränderung zum			
	25.08.2016 16:58	18.08.2016 -1 Woche	22.07.2016 -1 Monat	24.05.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18475	-0,7%	-0,5%	4,3%	6,0%
S&P 500	2174	-0,6%	0,0%	4,7%	6,4%
Nasdaq	5218	-0,4%	2,3%	7,3%	4,2%
DAX	10535	-0,6%	3,8%	4,8%	-1,9%
MDAX	21483	-0,9%	3,2%	4,7%	3,4%
TecDAX	1718	0,0%	2,6%	2,7%	-6,1%
EuroStoxx 50	2986	-0,3%	0,5%	-0,8%	-8,6%
Stoxx 50	2845	-0,6%	-1,3%	-0,9%	-8,2%
SMI (Swiss Market Index)	8138	-0,6%	-0,7%	0,2%	-7,7%
FTSE 100	6810	-0,9%	1,2%	9,5%	9,1%
Nikkei 225	16556	0,4%	-0,4%	0,3%	-13,0%
Brasilien BOVESPA	57985	-2,0%	1,7%	17,5%	33,8%
Russland RTS	962	-1,3%	2,8%	7,9%	27,1%
Indien BSE 30	27836	-1,0%	0,1%	10,0%	6,6%
China Shanghai Composite	3068	-1,2%	1,8%	8,7%	-13,3%
MSCI Welt (in €)	1731	0,0%	-1,0%	3,6%	0,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	897	-1,8%	0,7%	12,7%	9,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	167,44	-2	107	393	952
Bobl-Future	133,53	-6	14	226	286
Schatz-Future	111,99	0	0	18	48
3 Monats Euribor	-0,30	0	0	-4	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,32	1	1	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,83	1	10	16	21
Fed Funds Future, Dez 2016	0,50	2	3	-15	0
10-jährige US Treasuries	1,56	2	-1	-30	-71
10-jährige Bunds	-0,08	7	1	-25	-71
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,08	-1	14	2	-34
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,52	-1	-1	-24	-44
US Treas 10Y Performance	607,07	-0,2%	0,1%	2,9%	7,6%
Bund 10Y Performance	627,55	0,1%	0,6%	3,1%	8,4%
REX Performance Index	490,93	0,1%	0,3%	1,4%	3,5%
Hypothekenzinsen USA	3,43	0	-2	-15	-58
IBOXX AA, €	0,37	-1	-6	-44	-92
IBOXX BBB, €	1,20	0	-10	-60	-107
ML US High Yield	6,75	-3	-21	-108	-214
JPM EMBI+, Index	812	-0,2%	1,6%	7,7%	15,3%
Wandelanleihen Exane 25	6822	0,0%	2,1%	0,8%	-2,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	419,63	-1,3%	-0,4%	4,0%	10,6%
MG Base Metal Index	252,81	-2,0%	-1,7%	8,3%	8,9%
Rohöl Brent	49,34	-2,5%	8,4%	0,7%	38,2%
Gold	1322,10	-2,1%	0,1%	7,1%	24,4%
Silber	18,58	-6,0%	-5,6%	14,0%	34,2%
Aluminium	1633,25	-2,2%	2,3%	5,5%	8,9%
Kupfer	4615,00	-3,7%	-6,0%	-0,2%	-1,9%
Eisenerz	62,50	2,5%	6,8%	17,9%	42,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	706	3,5%	-1,7%	14,2%	47,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1279	-0,4%	2,4%	1,0%	3,6%
EUR/ GBP	0,8549	-0,7%	1,9%	11,9%	16,0%
EUR/ JPY	113,35	-0,2%	-3,0%	-7,5%	-13,5%
EUR/ CHF	1,0911	0,5%	0,5%	-1,5%	0,7%
USD/ CNY	6,6560	0,3%	-0,3%	1,5%	2,5%
USD/ JPY	100,45	0,6%	-5,3%	-8,7%	-16,5%
USD/ GBP	0,7581	-0,2%	-0,8%	10,7%	11,7%

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. 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.