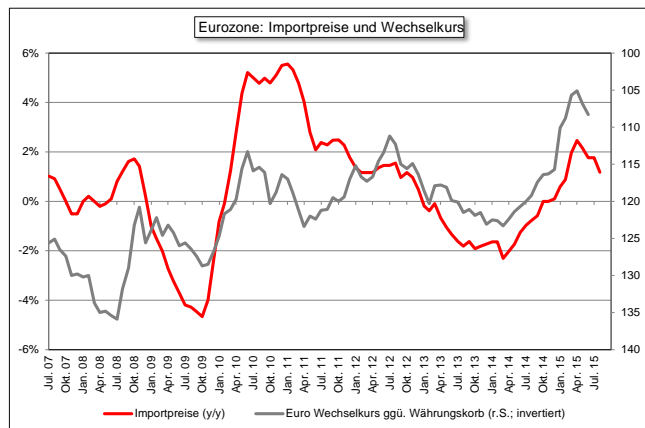


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Inflation: Immer noch kein Potenzial?

Die zuletzt veröffentlichten Preisdaten aus der Eurozone bestätigen unsere Einschätzung, dass die Verbraucherpreise dieses und auch nächstes Jahr kaum ansteigen werden. So ist die Inflationsrate der Vorabschätzung zufolge im September um 0,1% gegenüber dem Vorjahr gefallen. Dabei spielen geringere Preise für Energie und Nahrungsmittel durchaus eine Rolle: Die Kerninflationsrate (ohne Nahrungsmittel, Getränke und Energie) liegt mit einem Plus von zuletzt 1,2% deutlich höher, und aus der Sicht der Europäischen Zentralbank auch komfortabler über der Marke von 0%. Es wäre aus unserer Sicht aber ein Fehler, angesichts der immer noch recht ordentlichen Kerninflation die Schlussfolgerung zu ziehen, dass sich die Verbraucherpreise schon in die richtige Richtung entwickeln werden. Denn der Druck auf die Preise ist nach wie vor mehrheitlich abwärts gerichtet.

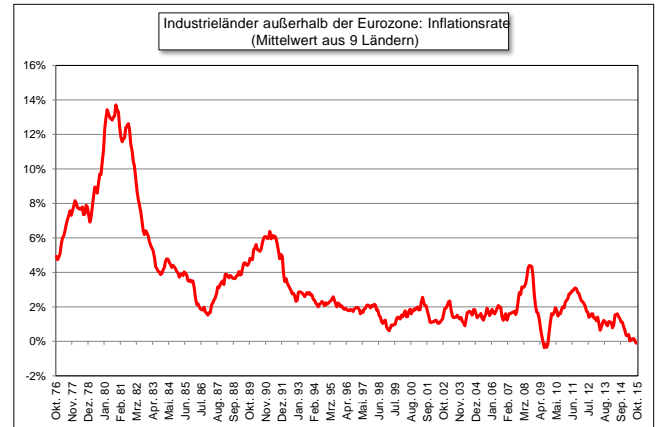
So lagen die Erzeugerpreise in der Eurozone 2015 bisher jeden einzelnen Monat unter dem Vorjahresniveau, im August 2015 lag der Wert um 2,6% niedriger als im Vorjahr. Und selbst bei den Einfuhrpreisen ebte der moderat aufwärtsgerichtete Trend zuletzt wieder ab. Denn der Effekt der schwächeren Gemeinschaftswährung, der sich leicht preistreibend ausgewirkt hatte, hat mit der Stabilisierung des Euro zuletzt wieder etwas abgenommen.



Ein kurzer Blick auf die Rahmenbedingungen in anderen Industrieländern zeigt, dass die Entwicklung in der Eurozone keinesfalls als singulär zu bezeichnen ist: In den neun Industrieländern außerhalb der Eurozone, für die wir die Inflationsraten verfolgen, ist der Mittelwert zuletzt ebenfalls in den negativen Bereich gefallen. Selbst in den Schwellenländern, die üblicherweise höhere Inflationsraten als die Industrieländer aufweisen (in der volkswirtschaftlichen Theorie als Samuelson-Effekt bekannt), lag der mittlere Preisauftrieb zuletzt nur noch bei 2,5%, deutlich weniger als im letzten Jahr, wo das Jahresmittel noch bei 4,6% lag.

Diese Daten zeigen, dass zumindest das aktuelle Umfeld wenig Phantasie für steigende Preise bietet. Wir rechnen allerdings auch im Hinblick auf die Zeit bis Ende 2016 nicht mit einer wesentlichen Veränderung des Preisumfeldes. In den Ländern der Eurozone liegt das aktuelle Wachstum immer noch deutlich unter dem Potenzial: Die Kapazi-

täten sind oftmals nicht voll ausgelastet, und von wenigen Fällen abgesehen baut sich in den meisten Industrieländern auch noch kein Lohndruck auf. Zudem deuten die Produzentenpreise darauf hin, dass nach wie vor ein globaler Angebotsüberhang besteht, so dass die Preise für viele handelbare Güter in der Tendenz weiter fallen dürften.

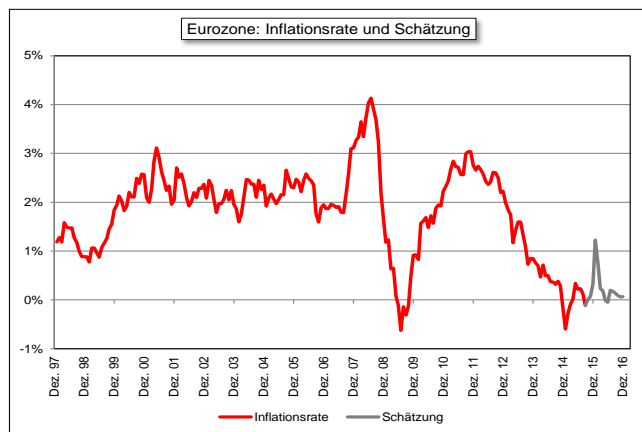


Dennoch ist bei manchen Investoren die Sorge zu hören, dass all diese Faktoren möglicherweise keine Rolle spielen könnten, wenn die Wachstumsraten nur hoch genug ausfallen, so wie das etwa in Spanien oder Irland der Fall ist. So fasste das britische Magazin "The Economist" im Dezember 1994 zusammen: "Fast growing economies, like champagne parties, have a habit of spinning out of control, unleashing inflation...". Dahinter steht die Vorstellung, dass sich eine höhere Inflationsrate einstellt, wenn eine schnell wachsende Wirtschaft nicht durch höhere Zinsen oder andere regulatorische Maßnahmen gebremst wird. Tatsächlich wird oft vergessen, dass sich steigende Preise regelmäßig erst mit einer Verzögerung einstellen, wenn die Wirtschaft wieder kräftig wächst. Bis die (Kern-)Inflation tatsächlich zunimmt können nach unseren Berechnungen durchaus zwischen einem und zwei Jahren vergehen. Dieses Ergebnis macht nicht nur rechnerisch Sinn, es deckt sich auch mit dem gesunden Menschenverstand. Schließlich dauert es seine Zeit, bis sich höhere Wachstumsraten auch am Arbeitsmarkt widerspiegeln und die Gewerkschaften höhere Lohnabschlüsse erzielen. Auch für viele Unternehmen kann es betriebswirtschaftlich Sinn machen, die Preise nicht zu oft anzupassen.

Dennoch halten wir es für unwahrscheinlich, dass derartige „Speed-Limit-Effects“ die Inflationsrate in der Eurozone mit Blick auf die Zeit bis Ende 2016 deutlich unterstützen werden. Das wäre nur dann eine Gefahr, wenn die vorhandenen Kapazitäten im verarbeitenden Gewerbe, bei den Dienstleistungen und am Arbeitsmarkt bereits ordentlich ausgelastet wären. Dies ist jedoch für die meisten Länder der Eurozone nicht der Fall: So schätzt der Internationale Währungsfonds, dass die Wirtschaft der Eurozone derzeit noch eine Output-Lücke von mehr als 2% aufweist. Es ist zwar ein mit Unsicherheiten behaftetes Unterfangen, diese Lücke zu messen, aber der Internationale Währungsfonds steht mit der Einschätzung nicht alleine dar, dass es noch (reichlich) ungenutzte Kapazitäten gibt. Eine Vollausslas-

tung sieht der Fonds bislang nur in den baltischen Staaten und in Irland; die deutsche Wirtschaft hat trotz der ordentlichen Entwicklung im laufenden Jahr die Output-Lücke dagegen noch nicht geschlossen.

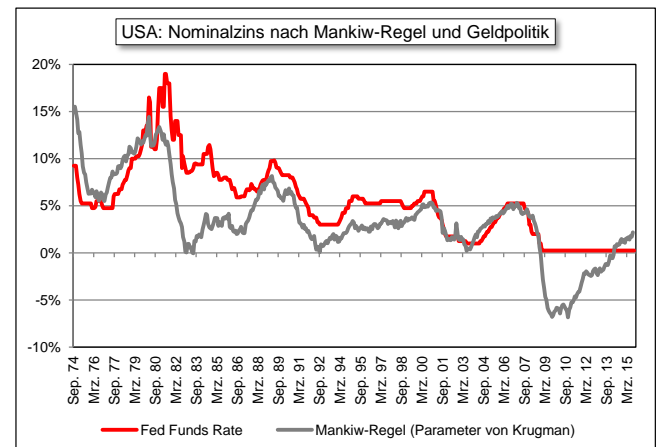
Wir halten es nicht für wahrscheinlich, dass eine hohe Wachstumsgeschwindigkeit auch in einem deutlich unterausgelasteten Wirtschaftsraum zu höheren Inflationsraten führt, vor allem, wenn die Inflationserwartungen relativ niedrig verankert sind. Zunächst werden Unternehmen versuchen, ihre Kapazitäten besser auszulasten, Arbeitslose wieder an den Arbeitsmarkt zurückzukehren. Auch historische Daten deuten darauf hin, dass hohe Wachstumsraten im Umfeld nicht ausgelasteter Kapazitäten keinen signifikanten Effekt auf die (Kern-)Inflationsrate haben. Wir haben dies für insgesamt sieben Industrieländer getestet, für die wir jeweils Daten über einen Zeitraum von mehr als 40 Jahren ausgewertet haben. Weder bei einer realen Wachstumsrate von 3%, noch bei einer realen Wachstumsrate von 4% hat die Kerninflation im selben oder darauffolgenden Jahr signifikant zugenommen, wenn die Berechnungen des Währungsfonds gleichzeitig eine Output-Lücke ausgewiesen haben.



Wir revidieren vor diesem Hintergrund unsere Inflationsprognose für die Eurozone marginal nach unten und rechnen für 2015 nun nur noch mit einem Jahresmittel von 0% (vormals: 0,1%). Erstmals geben wir auch eine Schätzung für 2016 ab, wo die Verbraucherpreise im Mittel um 0,3% ansteigen dürften. Während unsere Schätzung für das Jahr 2015 nur knapp unter der Reuters-Konsensschätzung von 0,1% liegt, befindet sich unsere Prognose für 2016 ganz am unteren Ende der Konsensschätzungen (Median: 1,1%). Gemessen an den impliziten Inflationserwartungen für ein Jahr von -0,2% und von 0,1% für zwei Jahre sieht unsere Schätzung allerdings nicht mehr ganz so vorsichtig aus. In jedem Falle wird das Inflationsziel der EZB aber auf absehbare Zeit weiter verfehlt werden. Wie in der Grafik zu sehen ist, ist Ende 2015 / Anfang 2016 mit einem temporären Anstieg der Inflationsrate zu rechnen – dies ist jedoch lediglich auf die niedrigen Vorjahreswerte zurückzuführen und damit ein reiner Basiseffekt, der nicht von dem generell schwachen Preistrend ablenken sollte.

Weniger eindeutig fällt das Urteil dagegen für die USA und für Großbritannien aus: Dort hat sowohl die Beschäftigung als auch die Auslastung deutlich zugenommen. Dies spiegelt sich auch in den Schätzungen des Internationalen Wäh-

rungsfonds für die beiden Länder wider: Während die USA bereits eine negative Output-Lücke aufweisen und damit praktisch allmählich in den überausgelasteten Bereich vorstoßen, wird dies in Großbritannien für das nächste Jahr erwartet. Die Preisentwicklung wird auch in den USA und in Großbritannien durch den Druck bei den Preisen für handelbare Güter und Rohstoffe belastet. Grundsätzlich zeigt unsere Analyse jedoch, dass ein etwas höherer Inflationsdruck dort in Zukunft nicht vollständig ausgeschlossen werden kann. Dies sollten Investoren bei der Diskussion um Zinserhöhungen in den USA und im Vereinigten Königreich nicht ausblenden. Natürlich bleibt abzuwarten, ob die aktuelle konjunkturelle Schwäche in den USA tatsächlich nur temporärer Natur ist, wie wir es erwarten. Wir rechnen damit, dass die Fed sich zunächst auf die abwartende Seite stellt, und bessere Daten abwartet, so dass der erste Zinsschritt noch weiter in die Zukunft verschoben werden könnte. Sollten sich die Daten jedoch wieder verbessern, müssen die Fed und die Bank of England aufpassen, nicht zu stark hinter die Kurve zu geraten. Ein ganz moderater Zinsanhebungspfad wäre dann aus unserer Sicht angemessen und sollte Investoren eigentlich auch nicht mehr unvorbereitet treffen.



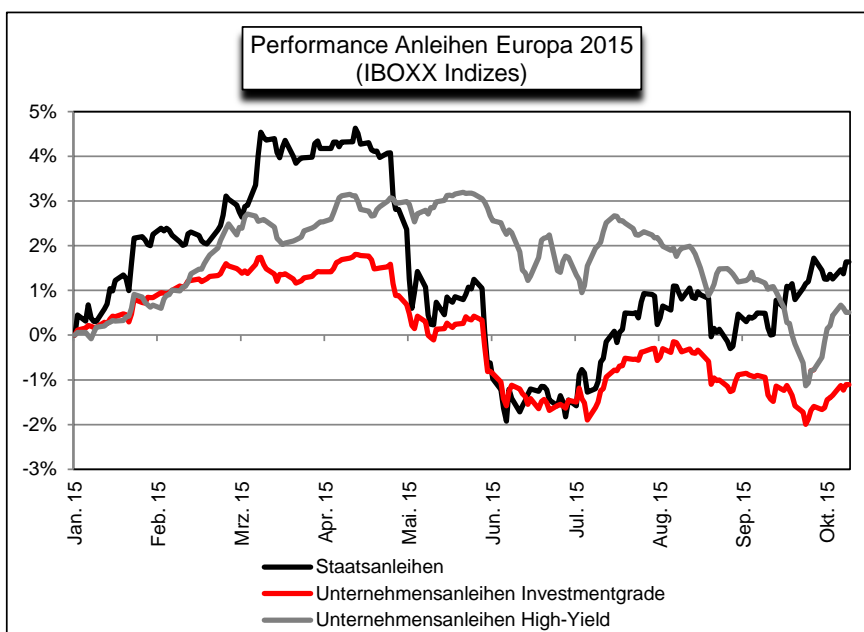
In der Eurozone dagegen könnten die Zeichen zunächst einmal auf mehr geldpolitische Lockerung stehen. Darauf deuten sowohl die Äußerungen von Notenbank-Präsident Mario Draghi in der letzten Pressekonferenz hin, als auch die jüngsten Kommentare einiger Direktoriumsmitglieder. Insbesondere die leichte Aufwertungstendenz des Euro dürfte der Notenbank Sorgen bereiten, weil eine schwache Währung eines der einfachsten Instrumente für eine etwas höhere Inflationsrate ist. Da es jedoch technisch gar nicht mehr so einfach ist, im Rahmen der bestehenden Regeln noch deutlich mehr Anleihen am Markt aufzukaufen, dürfte sich die EZB zunächst auf eine schärfere Rhetorik verlegen. Zudem rechnen wir nach wie vor damit, dass die Notenbank auch über den September 2016 hinaus weiter Anleihen erwerben wird. Am Niedrigzinsumfeld in der Eurozone und den umgebenden Ländern wird sich daher so schnell nichts ändern. Vor dem Hintergrund unserer Erwartung, dass auch das Jahr 2016 lediglich von einem eher schwachen Wachstum der Weltwirtschaft gekennzeichnet sein wird, dürften auch in den USA und in Großbritannien die Zinsen trotz erster Aktionen der Notenbanken im historischen Vergleich sehr niedrig bleiben.

Wochenausblick für die Zeit vom 19. Oktober bis 23. Oktober 2015

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,5%	-0,2%		20. Oktober
D: Produzentenpreise, y/y	-1,3%	-1,4%	-1,3%	-1,7%	-1,9%		20. Oktober
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	52,1	51,1	51,9	53,3	52,3	52,0	23. Oktober
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,0	53,0	53,8	54,9	54,1	54,0	23. Oktober
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,6	-5,6	-7,2	-6,9	-7,1	-7,2	22. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,0	52,2	52,2	52,3	52,0	51,8	23. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,1	53,8	54,4	54,4	53,7	53,7	23. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Kein gutes Jahr für europäische Unternehmensanleihen mit Investmentgrade



Viele Kapitalmarktteilnehmer hatten in der Vergangenheit aufgrund der Staatsschuldenkrise und dem niedrigen Zinsniveau europäische Unternehmensanleihen mit Investmentgrade schon als den neuen „sicheren Hafen“ proklamiert. Aber spätestens mit dem Beginn des laufenden Jahres ist klar, dass mit Unternehmensanleihen auch signifikante Risiken verbunden sind. Dies spiegelt sich deutlich in der Performanceentwicklung des breiten IBOXX Index wider, der seit Jahresbeginn mit -1,1% deutlich hinter dem Staatsanleihen-Index (+1,6%) liegt. Die Gründe für die aktuelle Schwäche sind im Wesentlichen an drei Risikotreibern festzumachen. An erster Stelle sind die immer wieder auftretenden Unsicherheiten über die wirtschaftliche Entwicklung in den Emerging Markets, die Rohstoffpreisentwicklung und die Leitzinsentwicklung in den USA zu nennen, welche wiederholt zu hoher Volatilität an den Anleihemärkten geführt haben. An zweiter Stelle trugen Einzelrisiken wie die Abgasaffäre bei VW, die Probleme rund um Glencore oder die wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Brasilien dazu bei, dass zuerst einzelne Sektoren und anschließend das ganze Segment der Unternehmensanleihen deutlich unter Druck geriet. Insbesondere die Einzelrisiken haben die Anfälligkeit eines durch unterschiedlichste Themen schon angeschlagenen Marktes schonungslos offengelegt. Die

Illiquidität im Unternehmensanleihen-Segment – als dritter wichtiger Grund für die Schwäche – führt dazu, dass schon wenige Verkäufe ausreichen, extreme Marktbewegungen zu erzeugen. Denn der Jahresverlauf hat gezeigt, dass sobald ein Titel oder ein Sektor unter Druck geraten, es kaum Käufer am Markt gibt, so dass die Kurse innerhalb kürzester Zeit sehr deutlich fallen und große Volumina (wenn überhaupt) nur unter hohen Abschlägen handelbar sind. Dennoch sind aus unserer Sicht auch in Zukunft Unternehmensanleihen mit Investmentgrade unverzichtbar bei der Portfoliokonstruktion. Denn vielen Investoren ist aufgrund ihrer Anlagerichtlinien der Zugang zum High-Yield Segment versperrt. Das bedeutet, dass alleine schon aus Gründen der Diversifikation die Nachfrage nach Unternehmensanleihen mit Investmentgrade ungebrochen bleiben wird. Auch erwarten wir, dass bei Ausbleiben weiterer Einzelrisiken und einer anhaltend expansiven Geldpolitik der EZB die Suche nach Rendite nach und nach wieder Oberhand gewinnen wird. Auf Sicht der nächsten sechs Monate sollten sich die Spreads von Unternehmensanleihen daher wieder einengen. Allerdings wird das Tempo der Einengung aus unserer Sicht deutlich langsamer sein als bei der vorherigen Ausweitung.



	Stand 15.10.2015 15:51	Veränderung zum			
		08.10.2015 -1 Woche	14.09.2015 -1 Monat	14.07.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	16925	-0,7%	3,4%	-6,3%	-5,0%
S&P 500	1994	-1,0%	2,1%	-5,4%	-3,1%
Nasdaq	4783	-0,6%	-0,5%	-6,3%	1,0%
DAX	9916	-0,8%	-2,1%	-13,9%	1,1%
MDAX	19587	-2,6%	0,7%	-4,8%	15,7%
TecDAX	1692	-4,6%	-1,6%	-3,1%	23,4%
EuroStoxx 50	3192	-1,0%	0,5%	-11,5%	1,4%
Stoxx 50	3049	-1,4%	1,0%	-11,8%	1,5%
SMI (Swiss Market Index)	8573	-1,2%	-1,3%	-7,9%	-4,6%
Nikkei 225	17891	-1,4%	-0,4%	-12,2%	2,5%
Brasilien BOVESPA	46710	-4,9%	-1,2%	-12,3%	-6,6%
Russland RTS	863	0,8%	6,8%	-6,1%	9,2%
Indien BSE 30	26780	-0,2%	3,6%	-4,1%	-2,6%
China Shanghai Composite	3262	3,8%	4,7%	-16,9%	0,9%
MSCI Welt (in €)	1653	-2,0%	1,1%	-9,7%	2,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	849	-1,2%	4,2%	-12,7%	-5,5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	156,88	56	160	550	101
Bobl-Future	129,26	21	40	-28	-102
Schatz-Future	111,37	2	5	9	27
3 Monats \$ Libor	0,32	0	-2	3	6
10-jährige US Treasuries	1,98	-13	-20	-42	-19
10-jährige Bunds	0,55	-4	-11	-29	1
10-jährige JGB	0,31	-2	-3	-15	-2
US Treas 10Y Performance	576,07	1,1%	1,9%	4,3%	3,3%
Bund 10Y Performance	582,85	0,4%	1,1%	3,3%	0,9%
REX Performance Index	474,63	0,0%	0,3%	1,4%	0,6%
Hypothekenzinsen USA	3,76	0	-14	-28	-7
IBOXX AA, €	1,31	-6	-1	-11	42
IBOXX BBB, €	2,26	-6	12	13	47
ML US High Yield	7,86	-8	41	89	91
JPM EMBI+, Index	711	0,3%	1,7%	1,4%	2,8%
Wandelanleihen Exane 25	6706	0,0%	0,8%	-2,4%	3,8%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	408,55	1,4%	3,3%	-4,3%	-8,7%
MG Base Metal Index	253,42	2,5%	0,0%	-6,9%	-16,6%
Rohöl Brent	49,44	-5,2%	3,9%	-13,9%	-13,8%
Gold	1176,80	2,8%	6,3%	1,8%	-0,8%
Silber	16,12	2,5%	11,9%	5,1%	2,3%
Aluminium	1572,50	1,8%	-1,9%	-5,5%	-13,8%
Kupfer	5317,00	3,3%	-0,3%	-4,1%	-16,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	787	-3,7%	-2,2%	-14,0%	0,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,14	1,4%	0,9%	3,4%	-6,0%
EUR/ GBP	0,74	0,5%	1,0%	4,9%	-4,5%
EUR/ JPY	136,48	1,2%	0,3%	0,3%	-6,0%
EUR/ CHF	1,09	-0,3%	-0,7%	4,6%	-9,3%
USD/ JPY	118,83	-0,9%	-1,2%	-3,7%	-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
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.