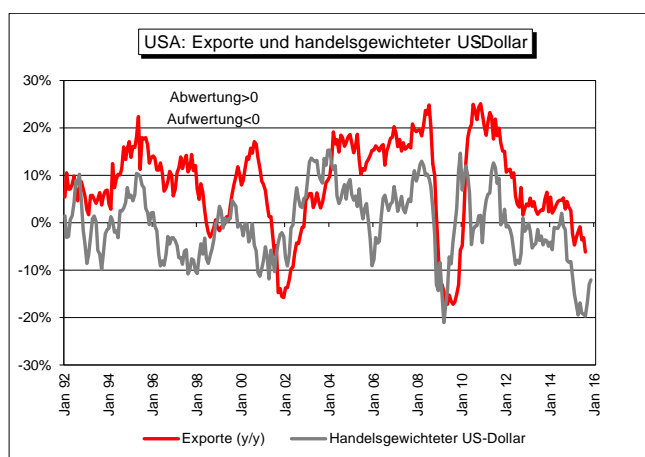


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

USA: Im Zickzackkurs zur ersten Zinserhöhung

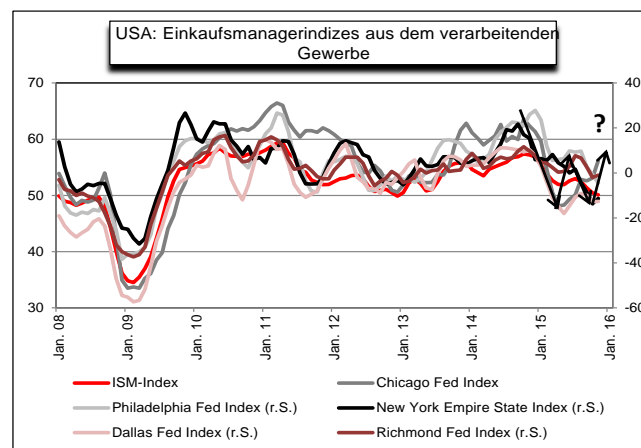
Was lange währt, wird endlich gut. Nachdem die US-Notenbank die Kapitalmärkte seit mehr als zwei Jahren unermüdlich mit dem Gedanken vertraut zu machen versucht, dass die Zeit der ultra-lockeren Geldpolitik irgendwann einmal zu Ende gehen könnte, scheint die erste Zinserhöhung seit fast 10 Jahren nicht mehr lange auf sich warten zu lassen. Bleiben in den kommenden Wochen größere negative Überraschungen bei den Konjunkturdaten aus, so wird die Federal Reserve wohl am 16. Dezember 2015 die Zinsen erhöhen – das erste Mal seit Juni 2006.

Dabei waren viele Kapitalmarktteilnehmer ursprünglich davon ausgegangen, dass die Fed schon früher in diesem Jahr die Zinsen erhöhen würde – die FOMC-Sitzungen im Juni oder im September schienen durchaus prädestiniert zu sein für eine solche Entscheidung. Doch den Mitgliedern des Offenmarktausschusses kam jedes Mal, wenn sich eine Chance für den ersten Zinsschritt bot, der Zickzackkurs der US-Wirtschaft dazwischen. Nach einem starken 2. und 3. Quartal 2014, die eigentlich die Grundlage für eine restriktivere Geldpolitik bildeten, schwächte sich das Wirtschaftswachstum in den beiden Folgequartalen deutlich ab. Vor allem zu Jahresbeginn 2015 forderten der harte Winter und die Streiks der Hafentarbeiter an der Westküste ihren Tribut, sodass die US-Wirtschaft mit einer auf das Gesamtjahr hochgerechneten Rate von +0,6% kaum noch wuchs. Doch neben diesen temporären Effekten wirkten sich auch zwei andere Faktoren bremsend auf das Wachstum aus: Zum einen der starke US-Dollar, der der Exportwirtschaft des Landes das Leben schwer machte und zum anderen der gesunkene Ölpreis, der dafür sorgte, dass die US-amerikanische Öl- und Gasindustrie ihre Investitionen deutlich einschränkte.



Die konjunkturelle Erholung im 2. Quartal 2015 (das annualisierte Wachstum beschleunigte sich auf 4,0%) gewann erst gegen Quartalsende richtig an Kraft – für die US-Notenbank zu spät, um noch auf der Juni-Sitzung mit einer Zinserhöhung zu reagieren. Von daher deutete vieles darauf hin, dass auf der Septembersitzung des FOMC ein Beschluss für eine restriktivere Geldpolitik gefasst werden könnte. Da sich aber in den Sommermonaten das Auf und Ab der Konjunkturdaten fortsetzte und zudem im August

und September die globalen Aktienmärkte auf neue Entwicklungen in China (Währungsabwertung, Börsenturbulenzen, zunehmende Unsicherheiten hinsichtlich der weiteren Konjunktorentwicklung) mit zum Teil heftigen Kurseinbrüchen reagierten, hielt es die Fed Mitte September – aus unserer Sicht zu recht – nicht für opportun, die Zinsen zu erhöhen. Doch nun scheint sich das Blatt zu wenden.

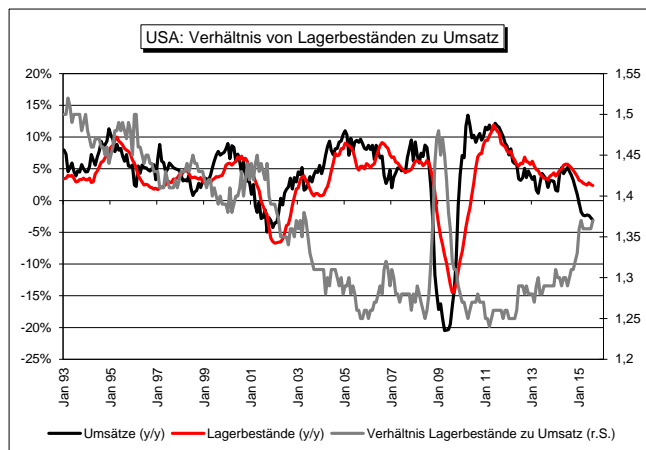


Blickt man auf die gängigen US-Frühindikatoren, zeigt sich auf den ersten Blick immer noch ein bestenfalls gemischtes Bild. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe lag im Oktober mit 50,1 Punkten nur noch marginal über der Wachstumsschwelle von 50. Auch andere Indikatoren, die an den Kapitalmärkten große Beachtung finden, wie der Philadelphia Fed Index (-4,5 Punkte) oder der Empire State Index (-11,4 Punkte), zeigen, dass die Situation für die US-Industrie nach wie vor schwierig ist. Positiv hervorzuheben ist allenfalls die Tatsache, dass sich beide Indizes gegenüber dem Vormonat etwas verbessert haben. Bei einer mutigen Interpretation könnte man insofern von einer möglichen Bodenbildung bei den Frühindikatoren sprechen. Doch so mutig muss man vielleicht gar nicht sein. Erweitert man nämlich die Analyse um einige Frühindikatoren aus der zweiten Reihe, fällt das Gesamturteil durchaus positiver aus: Von insgesamt 17 nationalen und regionalen Einkaufsmanagerindizes, die wir beobachten, haben sich im Oktober 12 gegenüber dem Vormonat verbessert; im August waren es dagegen nur 6 und im September 8. Bestätigt wird dieser positivere Eindruck auch, wenn man auf die Auftragseingangskomponenten der Einkaufsmanagerindizes abstellt, die maßgeblich für die weitere Entwicklung der Frühindikatoren in den kommenden Monaten sind. Von den insgesamt 9 dieser uns zur Verfügung stehenden Subindizes haben sich im Oktober 6 verbessert; auch dieser Wert fällt besser aus als in den Vormonaten.

Auffällig ist insbesondere die derzeit starke Diskrepanz zwischen den Frühindikatoren aus der Industrie und denen aus dem Dienstleistungssektor. Im Durchschnitt der letzten 18 Jahre lag der Einkaufsmanagerindex der Dienstleistungsunternehmen rund 2 Punkte über dem der Industriefirmen. Seit Juli 2015 beträgt der Abstand hingegen mehr als 7 Punkte und im Oktober lag er sogar bei 9 Punkten. Offensichtlich ist die konjunkturelle Situation im Dienst-

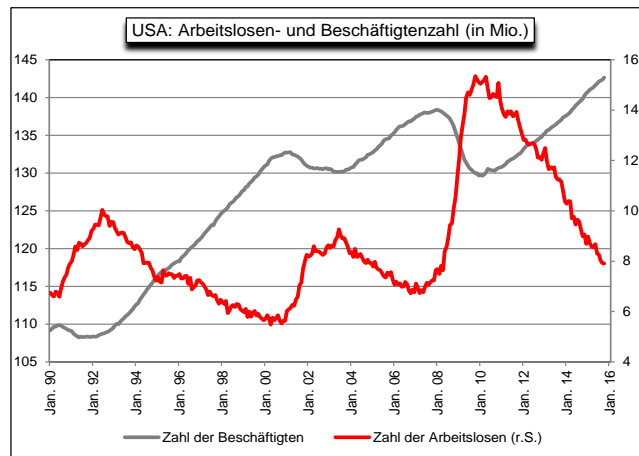
leistungssektor demnach deutlich besser als im verarbeitenden Gewerbe. Dass in den vergangenen Monaten auch in den USA die Konjunktursorgen Oberhand gewonnen haben, könnte nicht zuletzt darauf zurückzuführen sein, dass es wesentlich mehr Daten aus der Industrie gibt, die allerdings nur einen Anteil an der gesamten US-Wertschöpfung von rund 10 Prozent hat. Es besteht von daher die Gefahr einer „selektiven Wahrnehmungsverzerrung“ wegen der rein quantitativen Dominanz von Daten aus einem Wirtschaftssektor, der aber in der Realität eine wesentlich geringere Bedeutung für die Gesamtwirtschaft hat.

Das Hauptproblem, unter dem die US-amerikanische Industrie derzeit leidet, sind die – gemessen an den Umsätzen – zu hohen Lagerbestände. Zwar nimmt die Gesamtsumme der Lagerbestände nur noch moderat zu, in Relation zu der sehr schwachen Umsatzentwicklung ist das Verhältnis von Lagerbeständen zu Umsätzen aber so hoch wie zuletzt während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009. Diese hohen Lagerbestände müssen zunächst einmal auf ein Normalmaß reduziert werden, ehe die Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe ihre Produktion wieder hochfahren und dann auch wieder mehr Personal einstellen. Dieser Anpassungsprozess wird sich noch hinziehen, so dass von der Industrie auch in nächster Zeit nicht mit größeren Wachstumsimpulsen zu rechnen ist.



Dennoch dürfte die US-Wirtschaft in der Lage sein, die Schwäche des verarbeitenden Gewerbes zu kompensieren. Denn der Löwenanteil des Bruttoinlandsproduktes macht mit einem Anteil von fast 70 Prozent nach wie vor der US-Konsum aus. Nachdem sich der Stellenaufbau im August und September verlangsamt hatte, wurden im Oktober wieder mehr als 270.000 neue Arbeitsplätze geschaffen; das war der höchste Zuwachs in diesem Jahr. Auch andere Arbeitsmarktindikatoren signalisieren eine weiterhin robuste Entwicklung. Zwar stellt sich angesichts der Tatsache, dass sich viele US-Amerikaner gar nicht mehr arbeitslos melden, die Frage, ob die niedrige Arbeitslosenquote von zuletzt nur noch 5 Prozent ein realistisches Bild der tatsächlichen Situation zeichnet (unterstellt man beispielsweise eine Partizipationsrate wie sie bis zum Jahr 2010 üblich war, dann läge die Arbeitslosenquote immer noch bei knapp 9 Prozent!), doch ist aus ökonomischer Sicht ohnehin nicht die Zahl der Arbeitslosen, die im Oktober bei knapp 8 Millionen US-Bürgern lag, sondern vielmehr die Zahl der Beschäftigten relevant. Und diese erreichte mit

142,7 Millionen Personen einen neuen Rekordwert. Obwohl die Löhne bislang nur moderat angestiegen sind, ist die volkswirtschaftliche Lohn- und Gehaltssumme, die relevant für das Konsumpotenzial einer Volkswirtschaft ist, in diesem Jahr um gut 4 Prozent höher als es 2014 der Fall gewesen ist. Von daher gehen wir davon aus, dass der private Verbrauch, zusammen mit dem sich weiter erholenden Immobilienmarkt, der Wachstumsmotor der US-Wirtschaft bleibt und die Schwäche der Exporte sowie der Investitionen auch 2016 mehr als ausgleichen kann. Ein Wirtschaftswachstum von etwa 2,5 Prozent ist von daher auch im nächsten Jahr in Reichweite.



Diese Aussicht auf ein zwar nicht außergewöhnlich starkes, aber dennoch stetiges Wirtschaftswachstum dürfte der US-Notenbank genügen, um im Dezember eine erste Zinserhöhung zu beschließen. Auch die Kapitalmarktteilnehmer gehen derzeit mit einer Wahrscheinlichkeit von 68 Prozent (abgeleitet aus dem Fed-Funds-Future für Dezember 2015) von einem solchen Schritt aus. Wesentlich wichtiger als die Frage, wann die erste Zinserhöhung kommt, ist jedoch der Ausblick für den weiteren Verlauf des Zinserhöhungspfad<sup>1</sup>. Der Fed-Funds-Future-Kontrakt für Dezember 2016 hat einen Leitzins von 0,85 und der für Dezember 2017 einen von 1,44 Prozent eingepreist, was rund zwei Zinsschritten zu je 25 Basispunkten im nächsten und zwei weiteren Erhöhungen in 2017 entspricht. Sollten die Marktteilnehmer mit ihrer Einschätzung recht behalten, würde das bedeuten, dass das FOMC seine eigenen Projektionen erheblich nach unten revidieren müsste, denn bislang geht die Fed von einem Leitzins von 1,4% per Ende 2016 und von 2,6% Ende 2017 aus.

Wir gehen davon aus, dass die Wahrheit vermutlich in der Mitte dieser beiden Einschätzungen liegen wird. 2016 halten wir drei bis vier Zinserhöhungen für möglich, für 2017 zeichnet sich aus heutiger Sicht ein ähnliches Tempo ab, so dass die Fed Funds Rate dann bei rund 2% stehen dürfte. Die Aktienmärkte sollten sich hiervon nicht aus der Ruhe bringen lassen, in der Vergangenheit läutete der Beginn eines Zinserhöhungszyklusses nie das Ende einer Börsenhausse ein. Erst wenn die Zinsen für kurzlaufende Anleihen auf einem höheren Niveau als die für Langläufer liegen, ist normalerweise Gefahr im Verzug.

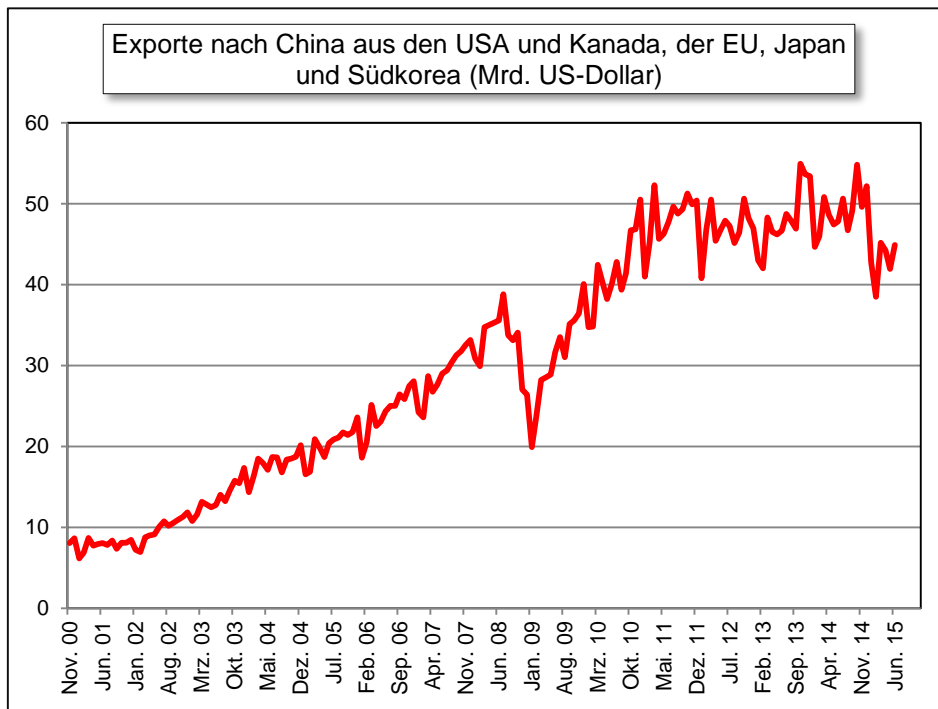
<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch ausführlich unsere Rentenmonitor vom 11. November 2015

**Wochenausblick für die Zeit vom 16. bis 20. November 2015**

	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	31,5	29,7	25	12,1	1,9	6,2	17. November
D: Produzentenpreise, m/m	-0,1%	0,0%	-0,5%	-0,4%	-0,3%		20. November
D: Produzentenpreise, y/y	-1,4%	-1,3%	-1,7%	-2,1%	-2,2%		20. November
E-19: Konsumentenpreise, m/m	0,0%	-0,6%	0,0%	0,2%	0,1%		16. November
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,2%	0,2%	0,1%	-0,1%	0,0%		16. November
E-19: Kerninflation, y/y	0,8%	1,0%	0,9%	0,9%	1,2%		16. November
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,6	-7,2	-6,9	-7,1	-7,7	-7,4	20. November

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Exporte nach China haben sich stabilisiert**



Die Diskussionen um den Zustand der chinesischen Wirtschaft reißen nicht ab. Erst kürzlich gab Chinas Präsident Xi Jinping das Ziel aus, die Wirtschaft dürfe nicht langsamer als 6,5% pro Jahr wachsen. Wachstumsraten von sieben Prozent wären über die kommenden fünf Jahre weiterhin denkbar. Zugleich räumte Xi jedoch ein, dass Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung bestehen, insbesondere vonseiten hochverschuldeter Unternehmen. An den Finanzmärkten besteht seit einiger Zeit Skepsis, dass die offiziellen Wachstumszahlen zu hoch angesetzt sein könnten. Wir teilen die Befürchtung, dass bei den amtlichen Zahlen politische Vorgaben eine Rolle gespielt haben. Daher ziehen wir zusätzlich andere Statistiken heran, um ein vollständigeres Bild über den Zustand der chinesischen Wirtschaft zu gewinnen. Dazu gehö-

ren die Exporte, die aus anderen Ländern nach China gemeldet werden. Diese lassen Rückschlüsse zu, wie stark die Binnennachfrage aus dem Reich der Mitte ausfällt. Zum Jahreswechsel 2014/2015 waren die Exporte nach China relativ kräftig eingebrochen und warfen ein Schlaglicht auf die angespannte Lage am chinesischen Binnenmarkt. Zuletzt hat es jedoch moderate Verbesserungen in einigen Bereichen der Wirtschaft gegeben. Hervorzuheben ist die expansivere Geld- und Fiskalpolitik und die Bodenbildung bei den Preisen am Immobilienmarkt. Dies spiegelt sich auch bei unserem Export-Indikator wider, der sich in den letzten Monaten stabilisiert hat.

	Stand	Veränderung zum			
	12.11.2015 13:39	05.11.2015 -1 Woche	09.10.2015 -1 Monat	11.08.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17702	-0,9%	3,6%	1,7%	-0,7%
S&P 500	2075	-1,2%	3,0%	-0,4%	0,8%
Nasdaq	5067	-1,2%	4,9%	0,6%	7,0%
DAX	10865	-0,2%	7,6%	-3,8%	10,8%
MDAX	20818	-1,7%	3,1%	0,0%	22,9%
TecDAX	1827	0,9%	3,6%	3,9%	33,2%
EuroStoxx 50	3426	-0,6%	5,4%	-5,0%	8,9%
Stoxx 50	3234	-0,5%	4,3%	-5,0%	7,7%
SMI (Swiss Market Index)	8845	-1,6%	1,9%	-6,2%	-1,5%
Nikkei 225	19698	3,0%	6,8%	-4,9%	12,9%
Brasilien BOVESPA	47140	-1,9%	-4,5%	-3,9%	-5,7%
Russland RTS	833	-5,0%	-5,9%	0,4%	5,4%
Indien BSE 30	25867	-1,7%	-4,5%	-7,2%	-5,9%
China Shanghai Composite	3634	3,1%	14,2%	-7,5%	12,3%
MSCI Welt (in €)	1692	0,4%	7,2%	-0,2%	12,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	833	-2,1%	2,8%	-2,1%	-1,3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	156,29	1	37	135	42
Bobl-Future	129,49	16	49	-113	-79
Schatz-Future	111,57	9	23	19	48
3 Monats Euribor	-0,08	-1	-3	-6	-16
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,14	-3	-8	-11	0
3 Monats \$ Libor	0,36	2	4	4	10
Fed Funds Future, Dez 2015	0,21	1	2	-11	0
10-jährige US Treasuries	2,33	8	23	19	15
10-jährige Bunds	0,62	0	-1	-1	7
10-jährige JGB	0,31	-1	-2	-9	-2
US Treas 10Y Performance	558,13	-1,0%	-2,1%	-1,4%	0,0%
Bund 10Y Performance	579,68	0,0%	0,1%	0,3%	0,4%
REX Performance Index	474,61	0,0%	0,1%	0,4%	0,6%
Hypothekenzinsen USA	3,87	0	11	-4	4
IBOXX AA, €	1,24	-2	-13	8	35
IBOXX BBB, €	2,14	-1	-16	23	35
ML US High Yield	7,99	23	17	49	104
JPM EMBI+, Index	710	-1,0%	-0,4%	1,7%	2,7%
Wandelanleihen Exane 25	7000	0,0%	3,7%	2,3%	8,4%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	387,98	-1,7%	-4,4%	-3,6%	-13,3%
MG Base Metal Index	235,46	-1,9%	-8,5%	-6,8%	-22,5%
Rohöl Brent	44,73	-9,2%	-14,0%	-8,7%	-22,0%
Gold	1084,40	-2,0%	-6,3%	-2,3%	-8,6%
Silber	14,32	-4,7%	-9,9%	-6,2%	-9,1%
Aluminium	1508,50	0,9%	-5,6%	-2,9%	-17,3%
Kupfer	4956,25	-1,3%	-6,7%	-3,0%	-22,2%
Eisenerz	48,00	0,0%	-15,0%	-17,2%	-33,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	599	-6,4%	-26,0%	-48,5%	-23,4%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,0716	-1,5%	-5,7%	-3,1%	-11,7%
EUR/ GBP	0,7056	-0,9%	-4,9%	-0,5%	-9,1%
EUR/ JPY	131,82	-0,6%	-3,5%	-4,5%	-9,2%
EUR/ CHF	1,0766	-0,6%	-1,4%	-0,9%	-10,5%
USD/ JPY	122,85	0,9%	2,1%	-1,8%	2,6%

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. 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.