

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

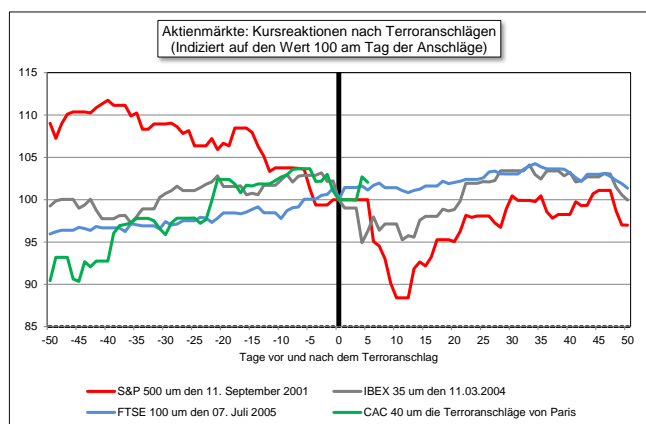
Nach den Terroranschlägen in Paris

Nach den schrecklichen Anschlägen in Paris vom vergangenen Freitag gilt unser tiefes Mitgefühl den Opfern, ihren Familien und Angehörigen. Unsere Gedanken sind bei unseren französischen Freundinnen und Freunden. Die Geschehnisse machen uns fassungslos, und wir stellen uns die Frage, wie wir mit dieser Situation umgehen sollen.

Als Volkswirte ist es unsere Aufgabe, wirtschaftliche, aber auch politische und gesellschaftliche Entwicklungen und Sachverhalte möglichst nüchtern und werturteilsfrei zu analysieren. Dies fällt uns in diesen Tagen schwer. Doch man darf sich vom Terror auch nicht einschüchtern lassen, denn dann hätte er eines seiner vordringlichen Ziele erreicht.

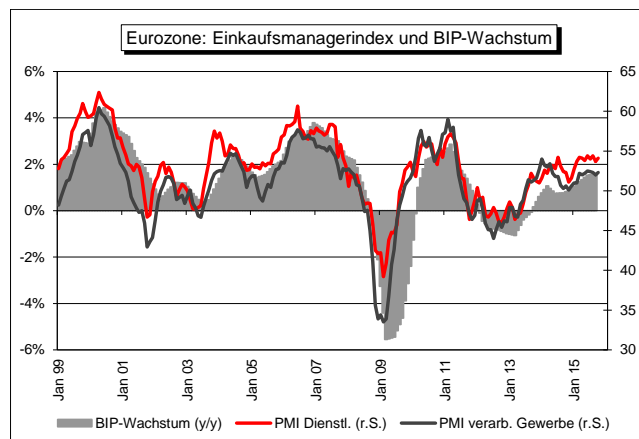
Von daher wollen wir in dieser Woche einige Sätze zur aktuellen Lage schreiben. Die Reaktion an den Kapitalmärkten auf die Ereignisse in Paris fiel bislang sehr moderat aus. Nachdem die europäischen Börsen am Montagmorgen zunächst mit Kursverlusten auf den Terrorakt reagiert haben, wurden diese bis zum Handelende wieder aufgeholt. Manche Beobachter mögen diese Reaktion für herzlos halten, doch die Begründung für dieses Verhalten ist schnell gefunden. Anleger müssen so rational wie möglich zu beurteilen versuchen, ob und in welchem Ausmaß sich terroristische Anschläge auf das fundamentale und wirtschaftliche Umfeld auswirken.

Die Erfahrungen, die man nach dem Anschlägen vom 11. September 2001 in New York, am 11. März 2004 in Madrid und am 7. Juli 2005 in London gemacht hat, haben gezeigt, dass sich die Welt durch den Terror nicht aus den Angeln heben lässt. Sowohl die politischen Institutionen als auch das Wirtschafts- und Finanzsystem blieben voll funktionsfähig. Von daher haben sich die Kapitalmärkte von dem ersten Schock auch immer wieder mehr oder weniger schnell erholt.

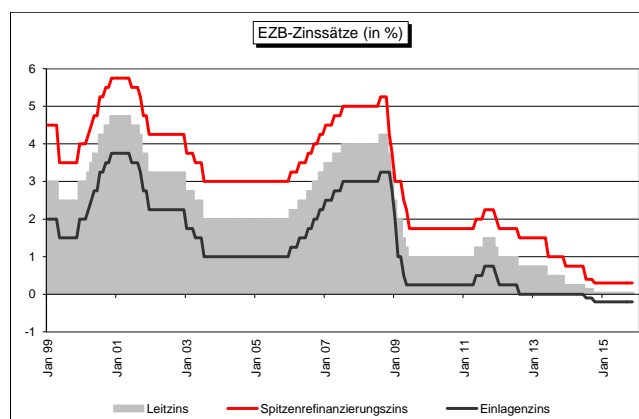


Die stärksten negativen Kursreaktionen gab es nach den Anschlägen vom 11. September zu verzeichnen, die eine Zäsur darstellten, da die Anschläge direkt auf US-amerikanischem Boden verübt wurden. Deutliche initiale Kursverluste gab es auch nach den Anschlägen in Madrid, während die Börsen nach den Anschlägen in London und in Paris kaum reagierten.

Wir gehen davon aus, dass sich auch diesmal die fundamentalen Rahmenbedingungen für die Märkte durch die Anschläge nicht nachhaltig verändern werden. Zwar besteht das Risiko, dass die allgemeine Stimmung und das Verbrauchervertrauen gedrückt werden. Damit könnte sich die Konjunkturerholung in der Eurozone etwas verzögern und auch an Dynamik einbüßen, doch der wirtschaftliche Aufschwung wird dennoch weitergehen.

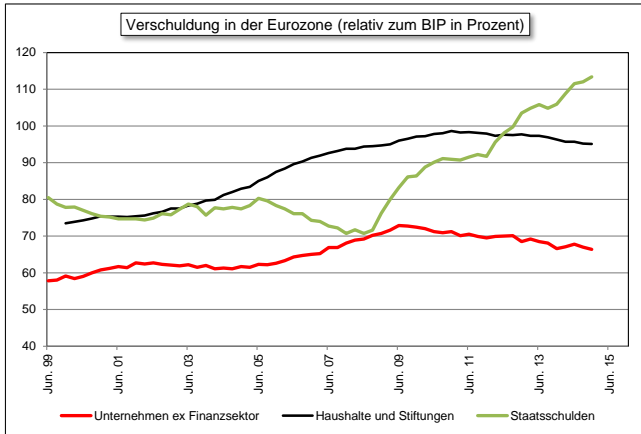


Dafür sprechen zum einen die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, die Anfang Dezember vermutlich weitere Maßnahmen beschließen wird, um die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone zu stützen und die Inflationsrate wieder näher an die Zielmarke von 2% heranzuführen. Wir rechnen mit einer Senkung des Einlagezinssatzes von derzeit minus 0,2% um 10 Basispunkte auf minus 0,3% sowie einer Verlängerung der Anleiheaufkäufe über den September 2016 hinaus.

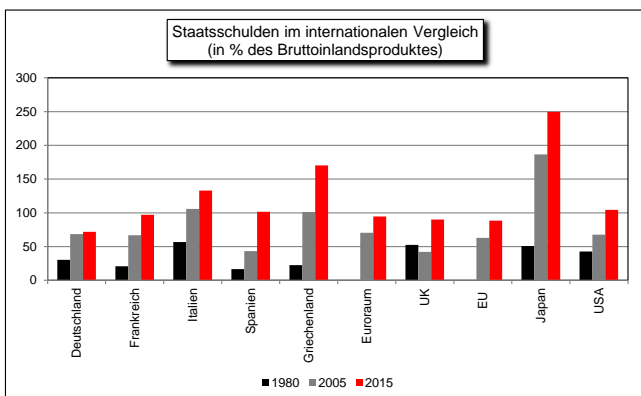


Auch bislang hatte sich die Europäische Zentralbank diese Möglichkeit offen gehalten, doch dürfte sie das Datum unseres Erachtens nach hinten verschieben oder komplett streichen. Zudem halten wir es für möglich, dass die Notenbank das Volumen der Aufkäufe von derzeit 60 Milliarden Euro im Monat ausweitet. All diese Maßnahmen werden dazu beitragen, dass die geldpolitischen Bedingungen in der Eurozone sehr expansiv bleiben, obwohl die US-Notenbank wohl zum Jahresende eine Zinswende einleitet (siehe dazu ausführlich unseren Chart der Woche).

Zum andern wird auch die Fiskalpolitik nicht mehr so stark bremsen, wie es in den vergangenen Jahren der Fall gewesen ist. Im Gegenteil, es ist wahrscheinlich, dass die europäischen Staaten zukünftig wieder mehr Geld für die innere (und äußere) Sicherheit ausgeben werden.



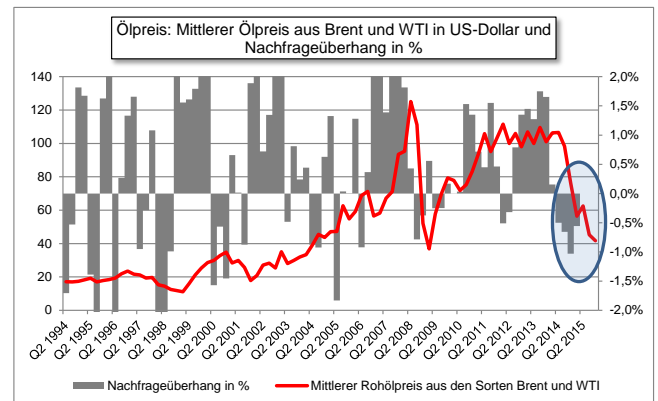
Die eigentlich geltenden Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes dürften dabei einmal mehr flexibel ausgelegt werden. Die Europäische Kommission hatte zwar nach der Prüfung der Haushaltsentwürfe jüngst unter anderem die italienische, spanische und die französische Regierung verwarnet, weil sie das Ziel des Defizitabbaus nicht ambitioniert genug verfolgen. Doch neben Sonderausgaben für die Flüchtlingskrise, die grundsätzlich geltend gemacht werden können, sollen nun auch zusätzliche Ausgaben für die Sicherheit bei den Haushaltsentwürfen unberücksichtigt bleiben. So äußerte EU-Wirtschaftskommissar Pierre Moscovici am Dienstag in Brüssel, dass „die Sicherheit der Bürger in Frankreich und Europa absoluten Vorrang [vor den Defizitziele] habe“. Angesichts der Anschläge von Paris dürfte diesem Argument derzeit politisch wenig entgegenzusetzen sein. Im Hinblick auf die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone wäre es unseres Erachtens kurz- bis mittelfristig ein wachstumsbeschleunigender Faktor, wenn die Regierungen mehr ausgeben bzw. weniger sparen würden. Ungeachtet dessen würden allerdings auch die mittelfristigen Stabilitätsrisiken der öffentlichen Haushalte nochmals weiter zunehmen.



Noch gar nicht abschätzbar ist, inwieweit die Anschläge in Frankreich auf die bestehenden geopolitischen Risiken im Nahen Osten wirken werden. Erst vor wenigen Wochen hatte Russland in die Kämpfe in Syrien eingegriffen. Nun hat Frankreich eine UN-Resolution angekündigt, um den

Kampf gegen den Islamischen Staat (IS) zu verstärken. Dem sind die Russen ihrerseits mit einer eigenen Resolution zuvorgekommen. Bislang war ein gemeinsames Vorgehen im Wesentlichen an der Frage gescheitert, wie mit dem syrischen Machthaber Baschar al-Assad umgegangen werden soll. Während Russland bis zuletzt auf eine Kooperation mit Assad drängte, haben die USA dies bislang ausgeschlossen. Wir haben jedoch den Eindruck, dass die Wahrscheinlichkeit eines koordinierten Vorgehens gegen den IS mit den Terroranschlägen und der Flüchtlingskrise zuletzt eher zugenommen hat.

Offen bleibt, ob dies alles Auswirkungen auf den Ölpreis haben wird. Bislang scheint der Preis für Rohöl im Wesentlichen davon bestimmt zu sein, dass das Angebot stärker als die Nachfrage gewachsen ist. Dies ist nach wie vor der Fall, wie in der Grafik im elliptisch markierten Bereich zu erkennen ist. Eine geopolitische Risikoprämie, die in Zeiten erhöhter Unsicherheiten im Nahen Osten in der Vergangenheit im Preis enthalten war, gibt es unseren Berechnungen zufolge dagegen aktuell nicht. Sollte sich die Lage im Nahen Osten weiter zuspitzen, dann verbleibt ein Risiko, dass die Investoren wieder mehr Unsicherheiten in Bezug auf die Ölförderung einpreisen. Bis auf weiteres rechnen wir allerdings nicht damit, dass der Ölpreis wieder deutlich anziehen wird.



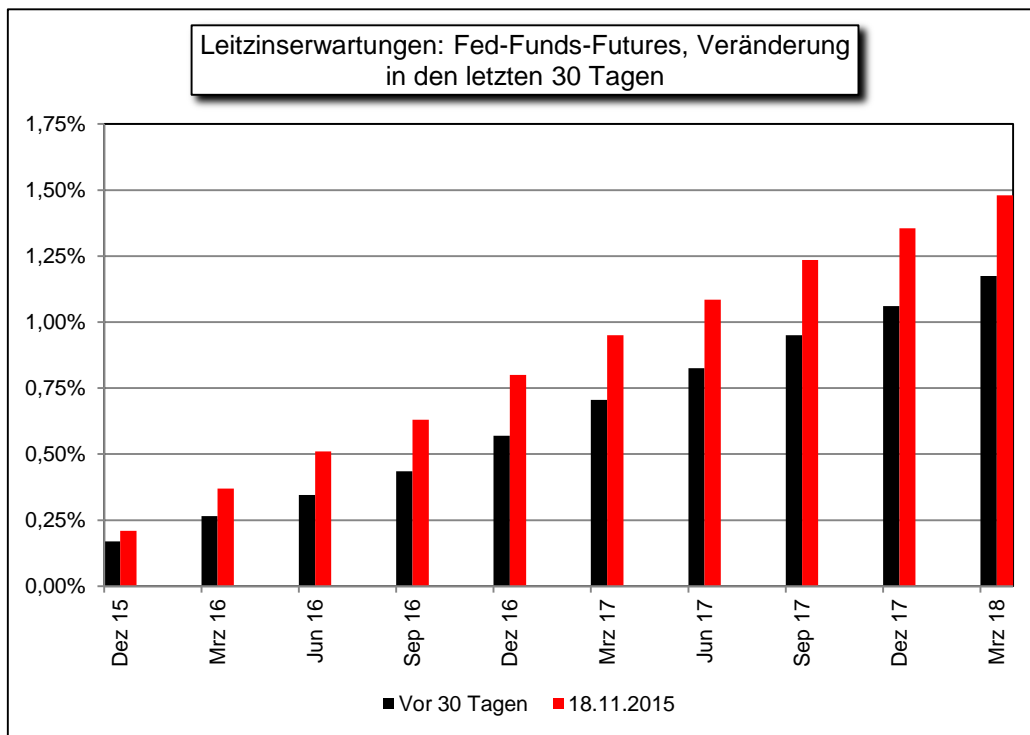
Insgesamt haben wir den Eindruck, dass die Welt zukünftig wohl eher komplizierter werden wird, weil die Sicherheitsrisiken in Europa selbst, aber auch in anderen Ländern tendenziell zunehmen könnten. Europa und alle anderen Länder, die unsere freiheitlich-demokratischen Grundwerte teilen, müssen sich gemeinsam dem Terror entgegenstellen. Es wäre im Angesicht der Terroranschläge in Paris zu wünschen, dass die zuletzt eher dissonanten Töne aus der EU und aus der Eurozone endlich abnehmen, und man sich geteilten Herausforderungen wieder gemeinsam stellt. Damit es nicht nur eine nur leere Floskel bleibt, wenn es heißt: „Nous sommes unis“.

Wochenausblick für die Zeit vom 23. bis 27. November 2015

	Jul	Aug	Sept	Okt	Nov	Dez	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	51,8	53,3	52,3	52,1	52,3		23. November
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,8	54,9	54,1	54,5	54,8		23. November
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	108,0	108,4	108,5	108,2	108,5		24. November
D: GfK Konsumklima	10,1	10,1	9,9	9,6	9,4	9,6	27. November
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,4	52,3	52,0	52,3	52,4		23. November
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,0	54,4	53,7	54,0	54,3		23. November
E-19: Geldmenge M3, y/y	5,3%	4,9%	4,9%	5,3%			26. November
E-19: Industrievertrauen	-2,9	-3,7	-2,3	-2,0	-1,8		27. November
E-19: Konsumentenvertrauen	-7,2	-6,9	-7,1	-7,7	-7,4		27. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Erster Zinsschritt nahezu eingepreist



Die Signale für einen ersten Zinsschritt der US-amerikanischen Notenbank Fed im Dezember stehen auf grün. Wie aus dem gestern Abend veröffentlichten Sitzungsprotokoll des Offenmarktausschusses (FOMC) im Oktober hervorgeht, dürften die Bedingungen für die erste Zinsanhebung seit fast zehn Jahren wohl erfüllt sein. Nachdem die jüngsten Konjunkturdaten wieder erfreulicher ausgefallen sind und zudem der Arbeitsmarktbericht einen weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote offenbarte, hält einzig das Sorgenkind Inflation die Fed von einer Zinserhöhung ab. Allerdings zeichnet sich auch hier Besserung ab: Die Löhne der Beschäftigten sind zuletzt stärker gestiegen, während die allgemeine Teuerung bedingt durch die stark gefallen Ölpreise allerdings gering bleibt. Die Kerninflation, die den grundlegenden Preistrend beschreibt und ausschlaggebend für das Inflationsziel der Fed ist, bewegt sich allerdings nur äußerst langsam auf das Ziel von 2% zu. Die Fed-Funds-Futures haben im Gegensatz zum

letzten Monat mittlerweile für den Dezember einen Zinsschritt von 0,25% nahezu eingepreist. Ausfällig ist, dass sich das Sitzungsprotokoll der Fed relativ intensiv mit der Fragestellung beschäftigt wie hoch der „normale“ oder gleichgewichtete Zinssatz sein sollte. Das FOMC stellte fest, dass der aktuelle gleichgewichtete Zins nur knapp über null und damit zu niedrig sei. Die Diskussion um den gleichgewichteten Zins legt nahe, dass die Fed möglicherweise erheblich weniger Zinsschritte anstrebt, als sie das früher kommuniziert hat. Die Fed-Funds-Futures sind zwar im Vergleich zum letzten Monat moderat angestiegen, preisen aber bis Ende 2017 lediglich eine Zinserhöhung auf 1,25% ein. Die Aussicht auf eine gemäßigte Zinserhöhung sorgte für Erleichterung an den Finanzmärkten. Der Dow-Jones und der Nikkei schlossen fester und auch der DAX startete heute Morgen deutlich höher in den Handel.



	Stand	Veränderung zum			
	19.11.2015	10.11.2015	16.10.2015	14.08.2015	31.12.2014
Aktienmärkte	15:15	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	17737	-0,1%	3,0%	1,5%	-0,5%
S&P 500	2084	0,1%	2,5%	-0,4%	1,2%
Nasdaq	4985	-1,9%	2,0%	-1,3%	5,2%
DAX	11086	2,3%	9,7%	0,9%	13,1%
MDAX	21285	1,3%	8,4%	2,8%	25,7%
TecDAX	1832	0,9%	5,2%	4,0%	33,6%
EuroStoxx 50	3450	0,7%	5,7%	-1,2%	9,6%
Stoxx 50	3273	1,4%	4,7%	-1,6%	9,0%
SMI (Swiss Market Index)	9036	2,1%	3,7%	-3,3%	0,6%
Nikkei 225	19860	1,0%	8,6%	-3,2%	13,8%
Brasilien BOVESPA	47862	3,6%	1,3%	0,7%	-4,3%
Russland RTS	885	3,6%	0,4%	5,9%	11,9%
Indien BSE 30	25842	0,4%	-5,0%	-7,9%	-6,0%
China Shanghai Composite	3618	-0,6%	6,7%	-8,8%	11,8%
MSCI Welt (in €)	1692	0,1%	6,6%	1,2%	12,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	823	-1,2%	0,9%	-0,6%	-2,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	158,02	195	111	336	215
Bobl-Future	129,83	38	61	-69	-45
Schatz-Future	111,60	6	21	22	50
3 Monats Euribor	-0,09	-2	-4	-7	-17
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,16	-3	-8	-12	0
3 Monats \$ Libor	0,36	1	5	4	11
Fed Funds Future, Dez 2015	0,21	0	4	-12	0
10-jährige US Treasuries	2,25	-7	22	5	7
10-jährige Bunds	0,48	-14	-7	-18	-6
10-jährige JGB	0,30	-2	-2	-8	-3
US Treas 10Y Performance	562,05	0,4%	-2,1%	-0,2%	0,7%
Bund 10Y Performance	583,95	0,9%	0,2%	1,3%	1,1%
REX Performance Index	476,45	0,5%	0,3%	0,6%	1,0%
Hypothekenzinsen USA	3,98	11	16	4	15
IBOXX AA, €	1,20	-6	-12	-1	31
IBOXX BBB, €	2,13	-2	-13	17	34
ML US High Yield	8,18	19	37	78	123
JPM EMBI+, Index	710	0,0%	-1,1%	1,7%	2,6%
Wandelanleihen Exane 25	7009	0,8%	3,8%	2,8%	8,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	384,11	-0,9%	-5,7%	-4,4%	-14,1%
MG Base Metal Index	231,00	-2,3%	-8,9%	-7,7%	-24,0%
Rohöl Brent	41,58	-11,7%	-14,7%	-16,1%	-27,5%
Gold	1072,00	-1,7%	-9,3%	-3,8%	-9,6%
Silber	14,22	-1,5%	-11,7%	-6,7%	-9,7%
Aluminium	1451,00	-3,0%	-6,3%	-6,4%	-20,5%
Kupfer	4694,00	-5,0%	-11,5%	-9,0%	-26,3%
Eisenerz	48,00	0,0%	-10,3%	-17,9%	-33,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	519	-16,6%	-31,2%	-50,8%	-33,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0703	-0,1%	-5,8%	-4,2%	-11,8%
EUR/ GBP	0,7008	-1,0%	-4,9%	-1,6%	-9,7%
EUR/ JPY	131,70	-0,2%	-2,6%	-5,0%	-9,3%
EUR/ CHF	1,0885	1,1%	0,7%	0,1%	-9,5%
USD/ JPY	123,18	0,0%	3,1%	-0,9%	2,9%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@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.