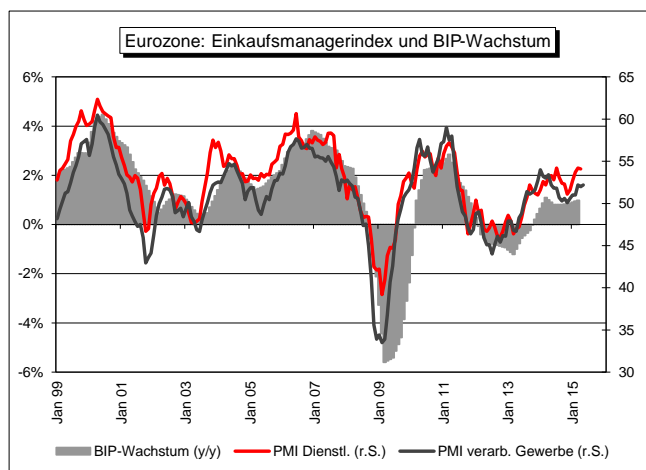


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

**EZB-Zinsentscheid: Notenbank verstärkt Turbulenzen am Rentenmarkt**

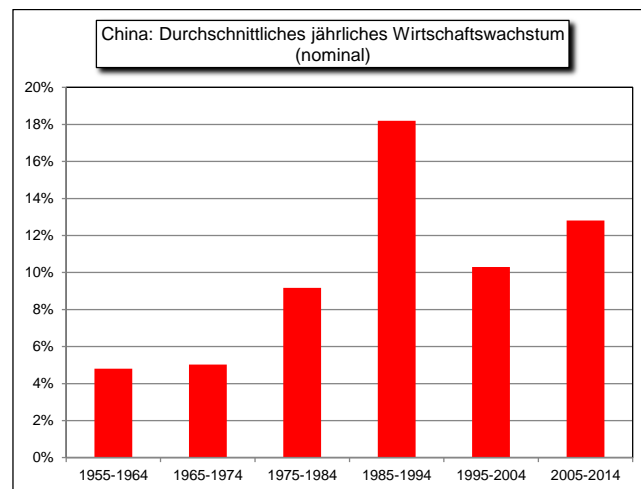
Die Markterwartungen an den jüngsten EZB-Zinsentscheid wurden weitgehend erfüllt: Der Leitzins blieb unverändert bei 0,05% und die Notenbank bekräftigte ihre Absicht, bis mindestens September 2016 Staatsanleihen zu kaufen. Ebenfalls erwartungsgemäß äußerte sich Notenbankpräsident Mario Draghi nur ausweichend zum Thema Griechenland, auch wenn beinahe jede zweite Frage in der Pressekonferenz dieses Thema berührte. Dennoch gab es den einen oder anderen Aspekt, den wir für bedeutsam halten. Dies betrifft eine Änderung im Statement bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten, die vorsichtiger beurteilt werden, Draghis Äußerungen zum Rentenmarkt sowie die mahnenden Worte, die der Notenbankpräsident erneut zum Thema Strukturreformen fand.



Die EZB beließ ihre einmal im Quartal veröffentlichten Wachstumsprognosen für die Eurozone nahezu unverändert: Für das laufende Jahr wird mit einem realen BIP-Wachstum von 1,5% gerechnet, 2016 soll die Wirtschaft der Eurozone mit einer Rate von 1,9% wachsen, 2017 wird ein Plus von 2,0% (März: 2,1%) erwartet. Leichte Änderungen gab es im begleitenden Statement: So überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken für die Wirtschaft der Eurozone, allerdings werden diese geringer als zuvor eingeschätzt. Die EZB sieht darin einen ersten Erfolg ihrer Geldpolitik. Bedeutsamer erscheint uns die zweite Änderung im Statement. Bislang hieß es, man rechne mit einer ausgewogeneren wirtschaftlichen Erholung und einer leicht höheren Wachstumsgeschwindigkeit in der Zukunft („we expect the economic recovery to broaden and strengthen gradually“). Dieser Zusatz fehlte gestern. Es hieß lediglich, es werde eine ausgewogenere wirtschaftliche Erholung in der Eurozone erwartet („we expect the economic recovery to broaden“). Auf Nachfrage erläuterte Draghi, dies sei auf die schwache Entwicklung außerhalb Europas und insbesondere in den Schwellenländern zurückzuführen. Überhaupt wäre die EZB davon ausgegangen, dass die laufenden Konjunkturdaten sogar noch besser ausfallen würden.

Tatsächlich bereitet auch uns die Entwicklung in den Schwellenländern etwas Kopfzerbrechen. Während die

schwache wirtschaftliche Dynamik in Russland offenkundig auch auf die Auswirkungen der Sanktionen zurückzuführen ist (deren Ende eine Erholung der russischen Wirtschaft erheblich begünstigen würde), weist die Wirtschaft in Brasilien und in China neben einer konjunkturell schwächeren Entwicklung auch nennenswerte strukturelle Schwächen auf. In diesen beiden Ländern wären selbst bei besseren Konjunkturdaten geringere Wachstumsraten als in der Vergangenheit zu erwarten. In Brasilien sind die Wachstumserwartungen einer Notenbankumfrage zufolge zuletzt nochmals gesunken. Für 2015 rechneten die Umfrageteilnehmer im Median mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 1,27%, dem schwächsten Wert seit 1990; 2016 dürfte die Wirtschaft demnach mit 1,00% real zwar wieder wachsen, für Brasilien fällt die Wachstumsrate jedoch erneut unterdurchschnittlich aus. In China (siehe dazu ausführlich unseren Flash vom 30.04.2014: „China: Ära mit schwächerem Wachstum voraus“) belasten gleich mehrere strukturelle Faktoren: Die arbeitsfähige Bevölkerung wächst nicht mehr mit der Geschwindigkeit der vergangenen Jahre und wird künftig zurückgehen, die Produktivitätsgewinne durch die Urbanisierung nehmen ab und das export- und investitionsgetriebene Wachstumsmodell stößt immer mehr an seine Grenzen.

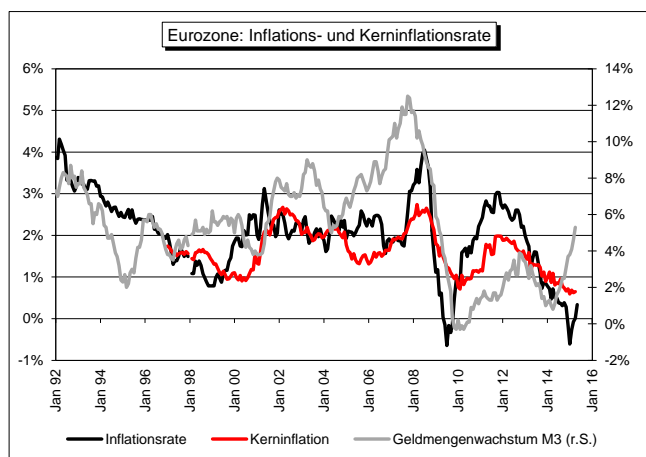


Auch wenn es zuletzt den einen oder anderen Hoffnungsschimmer in den chinesischen Konjunkturdaten gegeben hat, halten wir die Gesamtlage nach wie vor für ernüchternd. Die OECD hat vor diesem Hintergrund ihre Wachstumsprognose für China jüngst reduziert und rechnet im laufenden Jahr lediglich mit einem Wachstum von 6,8% und 2016 mit einem Wachstum von 6,7%. Zweistellige BIP-Wachstumsraten gehören unseres Erachtens dagegen der Vergangenheit an.

Als zusätzlicher Belastungsfaktor für die europäische Wirtschaft könnten sich auch die USA erweisen. Wir halten die starke Abschwächung der US-Konjunkturdaten im ersten Quartal 2015 zwar aufgrund von Witterungsbedingungen und Problemen mit der Saisonbereinigung für überzeichnet, allerdings fällt auch die eigentlich zu erwartende Frühjahrs-erholung bislang nur enttäuschend schwach aus. Wir schließen uns daher dem Urteil der EZB an, dass das globa-

le wirtschaftliche Umfeld derzeit nur wenig stützend auf die europäische Wirtschaft wirkt. Für eine dauerhafte Erholung und eine „echte“ positive Wachstumsüberraschung in Europa wären unseres Erachtens stärkere Impulse der Weltwirtschaft notwendig.

Neben der Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung äußerte sich Notenbankchef Draghi auch zu den jüngsten Turbulenzen am Rentenmarkt. Die Europäische Zentralbank hält es für wahrscheinlich, dass das niedrigere Renditeniveau bei europäischen Staatsanleihen den Rentenmarkt insgesamt anfälliger für Turbulenzen macht. Dazu tragen verschiedene Aspekte bei: So haben die Staaten die günstigen Finanzierungsbedingungen der letzten Monate genutzt, um massiv Anleihen zu emittieren; es gab also Druck von der Angebotsseite. Darüber hinaus ist die Inflationsrate zuletzt kräftig angestiegen. Bei dem Anstieg der Verbraucherpreise handelt es sich größtenteils um einen Energiepreis- sowie um einen Basiseffekt, den die Notenbank für vorübergehend hält.

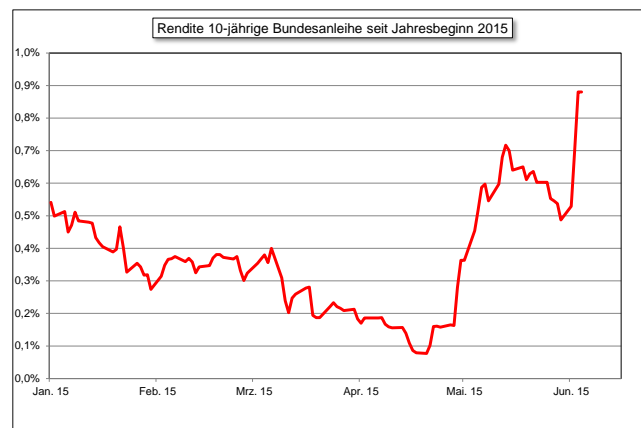


So wurde die Inflationsprognose für das Jahr 2015 lediglich leicht angehoben und liegt nun bei 0,3%. Für die kommenden Jahre blieb sie unverändert (2016: 1,5%; 2017: 1,8%). Das Inflationsziel von nahe, aber unter 2% wird also nicht schneller als zuvor erreicht. Wir halten diese Einschätzung für realistisch. Draghi legte zudem erneut Wert auf die Feststellung, dass die Geldpolitik an Inflationstrends ausgerichtet werden müsse und nicht an wenigen Monatswerten. Sogenannte „transitorische Effekte“ wie einen vorübergehenden Energiepreisanstieg müsse die EZB dagegen ignorieren. Fundamental gesehen lässt sich der jüngste Renditeanstieg am Rentenmarkt daher nur unzureichend über die Entwicklung der Verbraucherpreise begründen. Zudem rechnen wir damit, dass die Eurostaaten in den Sommermonaten deutlich weniger Anleihen begeben werden; aus dem bisherigen Angebotsüberhang dürfte ein Nachfrageüberhang werden, so dass dieser Faktor zukünftig nicht mehr für steigende Renditen verantwortlich gemacht werden kann.

Warum finden die Turbulenzen am Rentenmarkt dennoch bislang kein Ende? Wir führen dies im Wesentlichen auf eine technische Marktreaktion zurück: In den vergangenen Monaten hatten viele Anleger die Duration im Portfolio erhöht und lange Restlaufzeiten gekauft. Diese Anleger sind nun gezwungen, das Portfolio gegen steigende Zinsen

abzusichern. Dies geschieht bei institutionellen Investoren zwar vor allem über Derivate und nicht über Kasseverkäufe, dennoch verstärkt sich der Renditeanstieg damit selbst.

Zudem, und darauf wies Draghi gestern hin, trägt auch die Zentralbank selbst indirekt zum Abverkauf bei, vor allem bei Bundesanleihen. Dies ist auf die Struktur des EZB-Kaufprogramms zurückzuführen: Da die Notenbank nur Staatsanleihen mit positiven Renditen erwirbt, hat sie zum Beispiel bei Bundesanleihen zum 31. März 2015 nur Anleihen mit Restlaufzeiten von 8 Jahren und mehr erwerben können. Bundesanleihen mit kürzeren Laufzeiten rentierten negativ und wurden somit nicht von der EZB nachgefragt. Mit der Verkaufswelle am Rentenmarkt hat sich dies jedoch geändert: Aktuell rentieren Bundesanleihen ab einer Restlaufzeit von vier Jahren positiv, so dass diese ebenfalls von der Notenbank gekauft werden können. Der Verkaufsdruck seitens der Investoren bei langen Restlaufzeiten sorgt also im Ergebnis dafür, dass auch die Notenbank anteilig weniger lange Restlaufzeiten nachfragt und dafür verstärkt als Käufer für kürzer laufende Anleihen auftritt. Dies sind insbesondere für Bundesanleihen schlechte Nachrichten, da diese als Referenzanleihen in der Eurozone die niedrigste Basisverzinsung aufweisen und von dem technischen „Zentralbank“-Effekt am stärksten negativ betroffen sind.



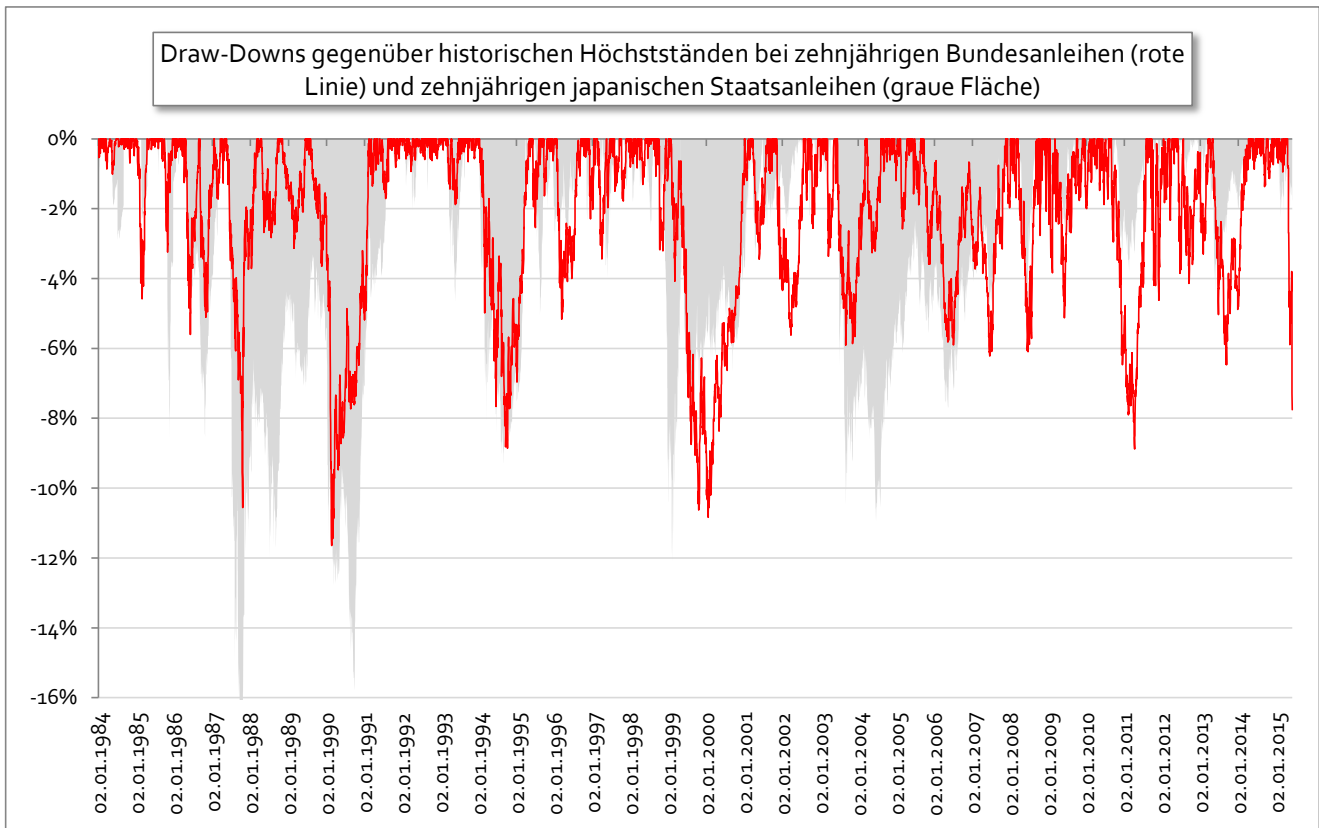
Beinahe gebetsmühlenartig hat Notenbankpräsident Draghi in den letzten Sitzungen darauf hingewiesen, dass die Geldpolitik von Strukturreformen begleitet werden müsse. Dies betonte er in der gestrigen Sitzung erneut. Der Rat der EZB wäre unzufrieden mit der Geschwindigkeit, mit der Strukturreformen in einigen Ländern vorangetrieben werden. Wir halten es für wahrscheinlich, dass diese Kritik – neben Griechenland – vor allem auf Frankreich und Italien abzielt, die zumindest unserer Wahrnehmung nach mehr und tiefere Reformen anstrengen müssten. Zu Recht betonte Mario Draghi in der gestrigen Konferenz, dass die Geldpolitik nur ein Teil der Lösung wäre, die Krise jedoch nicht im Alleingang lösen könne. Vor allem am Arbeitsmarkt gebe es Grenzen für die Geldpolitik. So liege die strukturelle Arbeitslosenquote in der Eurozone bei rund 9%. Selbst im Fall einer starken wirtschaftlichen Entwicklung blieben die Perspektiven für den Arbeitsmarkt daher trüb, wenn die Regierungen der Mitgliedsländer nicht zusätzliche Anstrengungen unternehmen sollten.

**Wochenausblick für die Zeit vom 8. bis 12. Juni 2015**

|   | Jan   | Feb  | Mrz   | Apr  | Mai  | Juni | Veröffentlichung |
|---|-------|------|-------|------|------|------|------------------|
| D: Handelsbilanz Mrd. Euro                  | 19,6  | 20,0 | 19,3  | 18,0 |      |      | 8. Juni          |
| D: Industrieproduktion, m/m                 | -0,1% | 0%   | -0,5% | 0,4% |      |      | 8. Juni          |
| D: Industrieproduktion, y/y                 | 0,4%  | 0,1% | -0,1% | 0,7% |      |      | 8. Juni          |
| E-19: Sentix                                | 0,9   | 12,4 | 18,6  | 20,0 | 19,6 | 17,0 | 8. Juni          |
|   | Q1    | Q2   | Q3    | Q4   | Q1   | Q2   | Veröffentlichung |
| E-19: Bruttoinlandsprodukt, real, q/q final | 0,3%  | 0,1% | 0,2%  | 0,3% | 0,4% |      | 9. Juni          |
| E-19: Bruttoinlandsprodukt, real, y/y final | 1,1%  | 0,8% | 0,8%  | 0,9% | 1,0% |      | 9. Juni          |

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Japanische Volatilitäten als warnendes Beispiel**



Die erheblichen Draw Downs der letzten Tage und Wochen an den europäischen Rentenmärkten sind trotz der heftigen Bewegungen nicht ohne historisches Vorbild. Auch in den vergangenen Jahren gab es mehrfach vergleichbare Marktphasen, in denen langlaufende Staatsanleihen gegenüber einem zuvor erreichten Höchststand um 10% und mehr gefallen sind. Aus dieser Perspektive ist der aktuelle Rückgang von knapp 8% zwar extrem, aber nicht singulär. Ein Land mit besonders hoher Volatilität an den Rentenmärkten war in den letzten

Jahren (und Jahrzehnten) Japan. Dort konnten auf niedrigem Renditeniveau und bei gleichzeitig expansiver und nicht selten unkonventioneller Geldpolitik teilweise Rückschläge von bis zu 18% beobachtet werden. Die letzten großen Einbrüche am japanischen Rentenmarkt ereignete sich 2003 und 2004. Viele sehen in der damaligen Korrektur in Japan auffällige Parallelen zur derzeitigen Entwicklung in Europa. Dies kann man aber durchaus auch positiv sehen: Danach wäre der größte Teil der Korrektur inzwischen „abgearbeitet“.

|                                | Stand      | Veränderung zum        |                        |                         |                   |
|--------------------------------|------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------|
|                                | 04.06.2015 | 28.05.2015<br>-1 Woche | 01.05.2015<br>-1 Monat | 03.03.2015<br>-3 Monate | 31.12.2014<br>YTD |
| <b>Aktienmärkte</b>            |            |                        |                        |                         |                   |
| Dow Jones                      | 18076      | -0,3%                  | 0,3%                   | -0,7%                   | 1,4%              |
| S&P 500                        | 2114       | -0,3%                  | 0,3%                   | 0,3%                    | 2,7%              |
| Nasdaq                         | 5099       | 0,0%                   | 1,9%                   | 2,4%                    | 7,7%              |
| DAX                            | 11420      | -2,2%                  | -0,3%                  | 1,2%                    | 16,5%             |
| MDAX                           | 20438      | -1,9%                  | 0,6%                   | 2,8%                    | 20,7%             |
| TecDAX                         | 1704       | -1,0%                  | 6,1%                   | 8,7%                    | 24,2%             |
| EuroStoxx 50                   | 3584       | -1,8%                  | -0,9%                  | 1,0%                    | 13,9%             |
| Stoxx 50                       | 3404       | -2,9%                  | -0,8%                  | 1,4%                    | 13,3%             |
| SMI (Swiss Market Index)       | 9253       | -1,5%                  | 1,9%                   | 3,3%                    | 3,0%              |
| Nikkei 225                     | 20474      | -0,4%                  | 4,8%                   | 8,8%                    | 17,3%             |
| Brasilien BOVESPA              | 53523      | -0,8%                  | -4,8%                  | 4,3%                    | 7,0%              |
| Russland RTS                   | 947        | -4,4%                  | -8,0%                  | 3,3%                    | 19,8%             |
| Indien BSE 30                  | 26837      | -2,4%                  | -0,6%                  | -9,3%                   | -2,4%             |
| China Shanghai Composite       | 4910       | 6,3%                   | 10,5%                  | 50,5%                   | 51,8%             |
| MSCI Welt (in €)               | 1790       | -2,2%                  | 0,9%                   | 1,5%                    | 14,2%             |
| MSCI Emerging Markets (in €)   | 996        | -3,5%                  | -4,1%                  | 1,3%                    | 13,6%             |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |            |                        |                        |                         |                   |
| Bund-Future                    | 151,18     | -372                   | -552                   | -782                    | -469              |
| Bobl-Future                    | 127,99     | -75                    | -81                    | -302                    | -229              |
| Schatz-Future                  | 111,10     | -9                     | -8                     | -18                     | 1                 |
| 3 Monats \$ Libor              | 0,28       | 0                      | 0                      | 1                       | 2                 |
| 10-jährige US Treasuries       | 2,36       | 24                     | 25                     | 24                      | 19                |
| 10-jährige Bunds               | 0,88       | 34                     | 52                     | 51                      | 34                |
| 10-jährige JGB                 | 0,44       | 4                      | 7                      | 7                       | 11                |
| US Treas 10Y Performance       | 552,64     | -2,0%                  | -2,1%                  | -1,7%                   | -0,9%             |
| Bund 10Y Performance           | 561,73     | -3,2%                  | -4,7%                  | -4,6%                   | -2,7%             |
| REX Performance Index          | 469,41     | -0,1%                  | -0,8%                  | -0,9%                   | -0,5%             |
| Hypothekenzinsen USA           | 3,87       | 0                      | 19                     | 7                       | 4                 |
| IBOXX AA, €                    | 1,26       | 22                     | 36                     | 50                      | 37                |
| IBOXX BBB, €                   | 1,91       | 21                     | 37                     | 58                      | 12                |
| ML US High Yield               | 6,55       | 12                     | 10                     | 13                      | -40               |
| JPM EMBI+, Index               | 705        | -0,8%                  | -1,2%                  | 0,7%                    | 2,0%              |
| Wandelanleihen Exane 25        | 6865       | 0,0%                   | -0,6%                  | 0,2%                    | 6,3%              |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |            |                        |                        |                         |                   |
| CRB Index                      | 423,53     | 0,4%                   | -1,0%                  | -1,0%                   | -5,3%             |
| MG Base Metal Index            | 288,68     | -1,3%                  | -5,5%                  | 1,5%                    | -5,0%             |
| Rohöl Brent                    | 64,94      | 3,1%                   | -1,0%                  | 6,7%                    | 13,3%             |
| Gold                           | 1190,80    | 0,1%                   | 1,5%                   | -1,0%                   | 0,4%              |
| Silber                         | 16,60      | -0,5%                  | 3,6%                   | 2,3%                    | 5,4%              |
| Aluminium                      | 1714,25    | -1,5%                  | -9,9%                  | -3,8%                   | -6,1%             |
| Kupfer                         | 6000,50    | -1,5%                  | -6,4%                  | 2,7%                    | -5,8%             |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 598        | 1,7%                   | 1,9%                   | 8,1%                    | -23,5%            |
| <b>Devisenmärkte</b>           |            |                        |                        |                         |                   |
| EUR/ USD                       | 1,11       | 2,2%                   | -0,7%                  | -0,3%                   | -8,3%             |
| EUR/ GBP                       | 0,73       | 2,9%                   | -0,6%                  | 1,0%                    | -5,3%             |
| EUR/ JPY                       | 138,46     | 2,3%                   | 3,9%                   | 3,5%                    | -4,7%             |
| EUR/ CHF                       | 1,04       | 0,8%                   | -0,6%                  | -2,9%                   | -13,3%            |
| USD/ JPY                       | 124,25     | 0,2%                   | 3,4%                   | 3,8%                    | 3,8%              |

|                           |                  |                            |
|---------------------------|------------------|----------------------------|
| 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. 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.