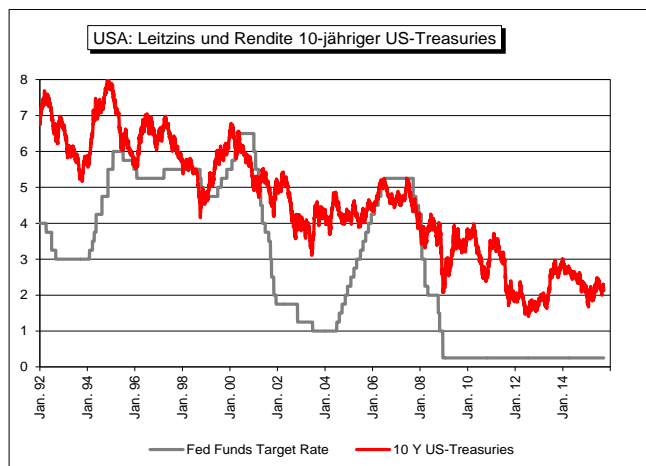


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

US-Geldpolitik: Und täglich grüßt das Murmel-tier

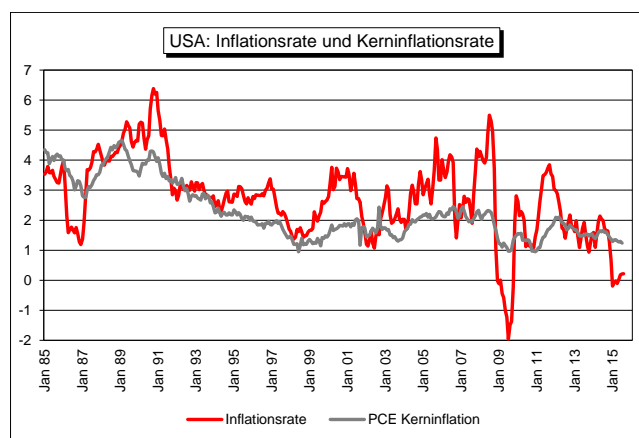
Tut sie es oder tut sie es nicht? Seit dem sich Ben Bernanke im Mai 2013 erstmals über ein mögliches Ende der ultra-expansiven US-Geldpolitik ausließ, hat dieses Thema die Kapitalmärkte nicht mehr losgelassen. Im Sommer 2013 sorgte die von der US-Notenbank ausgelöste Verunsicherung für das „taper tantrum“: einen temporären und starken Renditeanstieg, von dem nicht nur US-Staatsanleihen, sondern vor allem die Rentenmärkte in einigen Schwellenländern stark betroffen waren. Der damalige Fed-Präsident Bernanke deutete damals in einer Befragung vor dem US-Kongress erstmals an, dass die US-Notenbank ihr Anleiheaufkaufprogramm bald reduzieren könne, wenn die Notenbank davon überzeugt sei, dass sich der wirtschaftliche Aufschwung verfestige. Die Rendite für 10-jährige US-Treasuries, die Anfang Mai 2013 noch bei rund 1,6% lag, stieg bis Anfang September 2013 auf fast 3% an. Dies lag insbesondere daran, dass Anleger vermuteten, dass ein Ende des QE-Programms auch sehr schnell erste Zinserhöhungen nach sich ziehen könnte.

Heute wissen wir, dass diese Sorgen übertrieben waren. Das „Tapering“, also die Reduzierung der Anleihenkäufe, begann erst im Januar 2014 und zog sich bis Oktober 2014 hin. Der US-Leitzins, die Federal Funds Target Rate, liegt hingegen immer noch in einer Spanne von 0 bis 0,25 Prozent – und das unverändert seit Dezember 2008. Allerdings haben die Federal Reserve und ihre Präsidentin Janet Yellen in den vergangenen Monaten die Märkte darauf vorbereitet, dass noch im Verlauf dieses Jahres eine erste Zinserhöhung wahrscheinlich sei. So äußerte sich Frau Yellen im Mai 2015 auf einer Veranstaltung in Providence, Rhode Island: „For this reason, if the economy continues to improve as I expect, I think it will be appropriate at some point this year to take the initial step to raise the federal funds rate target and begin the process of normalizing monetary policy. ... After we begin raising the federal funds rate, I anticipate that the pace of normalization is likely to be gradual.“



Entscheidend für die Geldpolitik ist dabei die Frage, in welchem Zustand sich die US-Wirtschaft befindet. Dabei

dienen der Notenbank zwei volkswirtschaftliche Variablen als Anker: zum einen der Arbeitsmarkt, zum anderen die Inflationsrate. Ursprünglich hatte die Fed eine erste Zinserhöhung bei einem Unterschreiten der Arbeitslosenquote von 6,5% in Aussicht gestellt, diese Aussage aber später angepasst („maximale Beschäftigung“). Zuletzt lag die Arbeitslosenquote nur noch bei 5,1%, so dass die Notenbank aus diesem Blickwinkel den Leitzins längst hätte erhöhen können. Da allerdings das Erreichen des Inflationsziels von 2% immer noch in weiter Ferne liegt (die Kerninflationsrate des für die Fed relevanten PCE-Index lag zuletzt gerade einmal bei 1,2%), geht von der für die Geldpolitik der US-Notenbank relevanten Reaktionsfunktion kein klares Signal für eine Zinserhöhung aus.

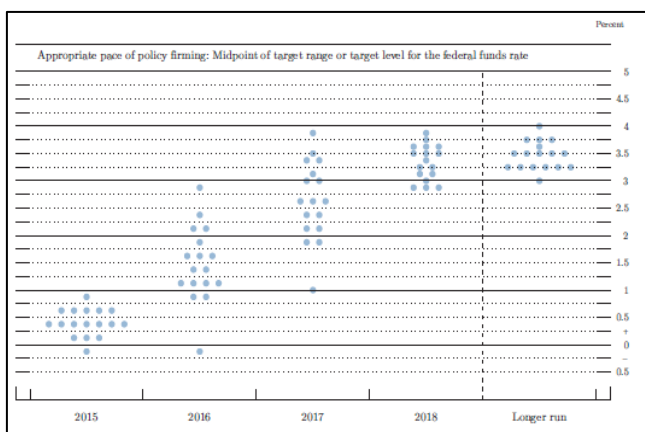


Dass die US-amerikanische Notenbank in der vergangenen Woche beschlossen hat, abzuwarten und die Zinsen nicht zu erhöhen, hat uns daher nicht überrascht. Auch die Begründung für die vorsichtige Haltung, nämlich die größeren globalen Konjunkturunsicherheiten sowie die jüngste Entwicklung an den Finanzmärkten, ist für uns plausibel und nachvollziehbar. Weniger nachvollziehbar ist für uns hingegen die Reaktion der Aktienmärkte. Während bislang eine expansive Geldpolitik bzw. deren Beibehaltung fast immer positiv und somit mit steigenden Kursen beurteilt wurde, fiel die Reaktion diesmal ausgesprochen negativ aus.

Dies wurde zum einen mit der bleibenden Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Geldpolitik begründet. Eine Zinserhöhung, so die Begründung, wäre ein Signal der Stärke gewesen, während das Ausbleiben die Befürchtung nahe legt, die Fed wisse möglicherweise mehr als andere über den Zustand der US-Wirtschaft. Auch dass die Notenbank „erstmalig“ explizit auf die unsichere globale Konjunktur-entwicklung hinweise, sei ein bemerkenswertes Warnsignal. Beide Argumente sind bei näherer Betrachtung jedoch wenig nachvollziehbar. Die Unsicherheit wäre bei einer erfolgten Zinserhöhung wohl mindestens genauso groß wie nach ihrem Ausbleiben, denn es ist eine Illusion anzunehmen, dass die Fed ein klares und eindeutiges Signal gegeben hätte, wie es zukünftig mit der Geldpolitik weitergeht. Im Gegenteil: Angesichts der großen Bedeutung, dem der erste Zinsschritt in den vergangenen Wochen und Monaten beigemessen wurde, wäre es aus unserer Sicht wenig

verwunderlich, wenn die Märkte sich gleich mit dem Termin der nächsten Erhöhung beschäftigt hätten. Und das hätte zweifelsohne auch die Diskussion angefacht, ob nicht doch noch mit einer zweiten Zinserhöhung in diesem Jahr gerechnet werden müsste. Da die Akteure am Rentenmarkt richtigerweise davon ausgingen, dass die Fed die Zinsen im September nicht erhöht (wer also war wirklich überrascht von dieser Entscheidung?), hätte ein Zinsschritt im September also möglicherweise zu einem kräftigen Renditeanstieg bei US-Staatsanleihen geführt, der die Aktienmarktentwicklung ebenfalls hätte bremsen können.

Auch die Befürchtung, dass die Fed über den Zustand der US-Konjunktur oder der Weltwirtschaft möglicherweise mehr wisse als andere, halten wir für wenig stichhaltig. So sind die Konjunkturprognosen der Zentralbank in den vergangenen Jahren immer zu optimistisch gewesen, was die These widerlegt, dass Notenbanker mehr Wissen über die Konjunktur haben als andere Beobachter. Und auch die Tatsache, dass die Fed bei ihrer Geldpolitik die globale Konjunkturentwicklung im Auge behält ist nachvollziehbar und auch nicht neu. So wurde beispielsweise die Zinssenkung von 25 Basispunkten im Oktober 1998 explizit mit außenwirtschaftlichen Risiken und der Schwäche an den Finanzmärkten begründet: „The action was taken to cushion the effects on prospective economic growth in the United States of increasing weakness in foreign economies and of less accommodative financial conditions domestically. The recent changes in the global economy and adjustments in U.S. financial markets mean that a slightly lower federal funds rate should now be consistent with keeping inflation low and sustaining economic growth going forward.“ Hätte die Fed dagegen angesichts der globalen Unsicherheiten jetzt die Zinsen erhöht, wäre ihr vermutlich von vielen Kurzsichtigkeit in Bezug auf die vorhandenen ökonomischen Risiken vorgeworfen worden. Von daher war es unseres Erachtens genau der richtige Schritt, die Zinsen erstmal nicht zu verändern.

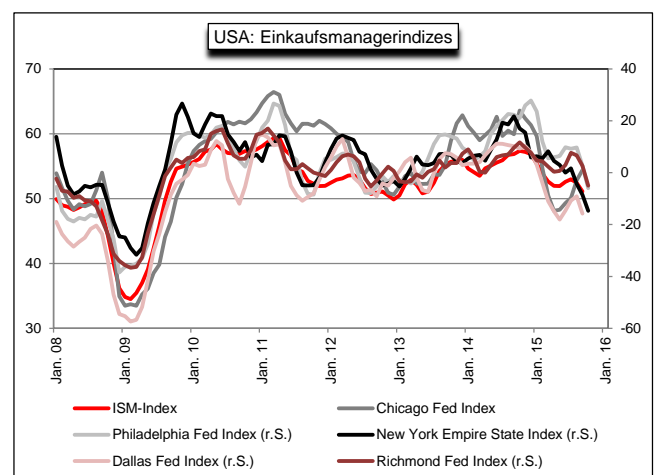


Wie wird es nun weitergehen? Aufgeschoben ist nicht aufgehoben. Immerhin 13 der 17 FOMC-Mitglieder gehen davon aus, dass es noch bis Ende des Jahres zu einer ersten Zinserhöhung kommen wird. Theoretisch möglich wäre es, die Zinsen schon auf der nächsten Sitzung, die am 27. und 28. Oktober stattfinden wird, zu erhöhen, obwohl für diesen Termin keine Pressekonferenz vorgesehen ist. Allerdings könnte diese kurzfristig angesetzt werden. Da bis Ende Oktober aber nur wenige US-Daten veröffentlicht werden,

die das derzeitige Bild verändern könnten, halten wir eine Zinserhöhung an diesem Termin für unwahrscheinlich.

Wesentlich wahrscheinlicher ist dagegen ein Zinsschritt auf der Sitzung, die am 15. und 16. Dezember stattfinden wird. Zwar gibt es das Argument, dass die geringere Marktliquidität aufgrund des nahen Jahresendes gegen einen solchen Schritt spricht, doch würden wir dem nicht allzu viel Bedeutung beimessen: Schließlich wurde auch die Reduzierung der Anleihenkäufe von der Fed im Dezember (2013) angekündigt. Zudem halten wir es für wahrscheinlich, dass sich bis Ende des Jahres die wirtschaftliche Situation in China zumindest stabilisiert hat. Während die derzeitigen Konjunkturdaten auf ein schwaches 3. Quartal der chinesischen Wirtschaft hindeuten, sollten in Q4 die expansive Geld- und Fiskalpolitik erste positive Auswirkungen zeigen.

Und auch in den USA könnte es bis zum Jahresende mit der Konjunktur wieder bergauf gehen. Derzeit durchläuft die US-amerikanische Wirtschaft eine erneute Schwächephase, die vor allem auf die zu hohen Lagerbestände in der Industrie zurückzuführen sind. Ein Blick auf die Einkaufsmanagerindizes zeigt, dass der Empire State Index in New York, der Philadelphia Fed Index und auch die Umfragerwerte der Dallas Fed oder der Richmond Fed im September allesamt schwach ausfielen. Bis Ende des Jahres könnte sich die Wirtschaft in diesen Regionen aber wieder erholen, da wir nicht von einem sich verstärkenden Abschwung ausgehen. Schließlich entfallen rund 70% der gesamten US-Wirtschaft auf den privaten Konsum sowie etwa 5% auf die Bauwirtschaft, und beide Bereiche entwickeln sich ordentlich. Zudem sollte nicht vergessen werden, dass die verarbeitende Gewerbe nur rund 10% der gesamten US-Wirtschaft ausmacht. Von daher könnte es gut sein, dass die vielen Einkaufsmanagerindizes aus dem verarbeitenden Gewerbe das gesamte Konjunkturbild für die USA etwas ins Negative verzerren.



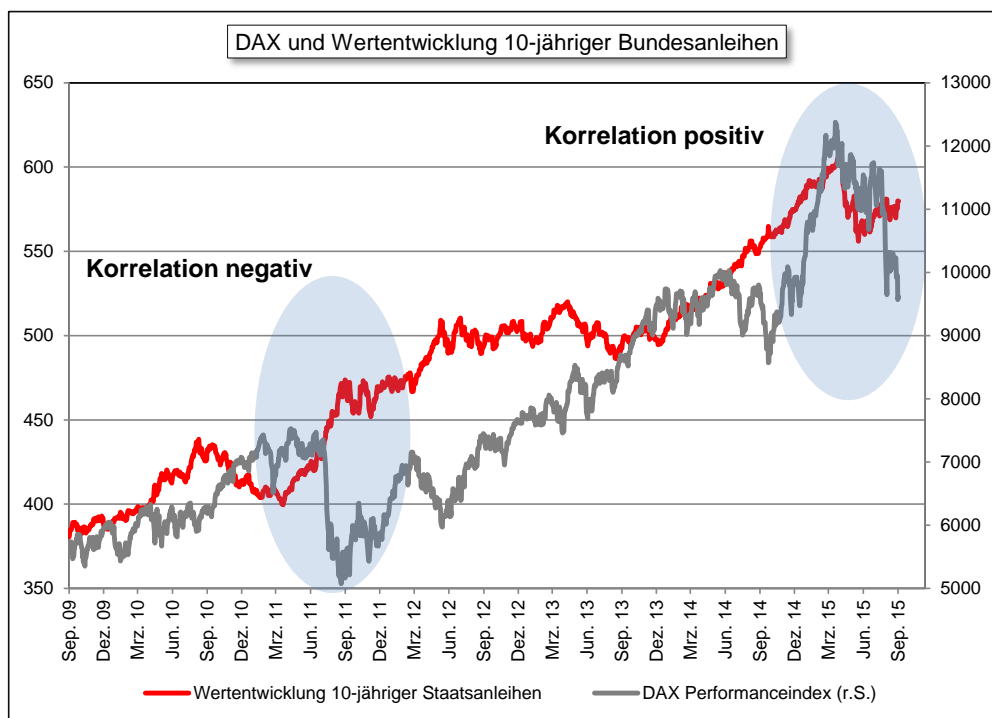
Und nicht zuletzt wird es auch wieder auf den Aktienmarkt ankommen, ob die Fed Ende des Jahres wirklich die Zinsen erhöhen wird. Da sich die Notenbank aber vermutlich bewusst ist, dass die Glaubwürdigkeit ihrer eigenen Prognosen und Einschätzungen auf dem Spiel steht, dürfte es aus heutiger Sicht durchaus eine starke Neigung für eine Zinserhöhung geben.

Wochenausblick für die Zeit vom 28. September bis 2. Oktober 2015

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Veröffentlichung
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,1%	-0,1%	0,2%	0,0%	-0,1%		29. September
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,7%	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%		29. September
D: Veränderung Arbeitslose in Tsd, sa.	-4	0	8	-6	0		30. September
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%		30. September
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	52,1	51,1	51,9	53,3	52,5		1. Oktober
E-19: Industrievertrauen	-3	-3,4	-2,9	-3,7	-3,8		29. September
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,6	-5,6	-7,2	-6,9	-7,1		29. September
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	-0,2%		30. September
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	11,1%	11,1%	10,9%	10,9%			30. September
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,0	52,2	52,5	52,3	52,0		1. Oktober
E-19: Produzentenpreise, m/m	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,6%			2. Oktober
E-19: Produzentenpreise, y/y	-2,0%	-2,1%	-2,0%	-2,4%			2. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Stress in gemischten Portfolios erreicht 2011er Niveau



Per Schlusskurs gestern verlor der DAX gegenüber seinem Spitzenwert diesen Jahres rund 23% an Wert. Gemessen an der letzten größeren Korrektur im Jahr 2011 fällt dieser Rückschlag bislang immer noch weniger stark aus. In den Sommermonaten 2011, als Investoren eine erneute konjunkturelle Schwäche in der Eurozone befürchteten, korrigierte der DAX um rund 32%. In anderer Hinsicht jedoch ist die laufende Korrektur am Aktienmarkt durchaus mit der Situation 2011 vergleichbar, nämlich bei den Auswirkungen auf Portfolios, die sowohl Aktien als auch Renten halten. In unserem Chart der Woche haben wir neben der Wertentwicklung des DAX die Wertentwicklung 10-jähriger Bundesanleihen eingezeichnet. Im schattierten Bereich links in der Grafik ist erkennbar, dass die langlaufenden Anleihen ihre übliche Pufferfunktion

2011 gut erfüllt haben: Während der DAX fiel gewannen die Bundesanleihen an Wert. In einem 50/50 Mischportfolio aus DAX und 10-jährigen Bunds betrug der Verlust 2011 in der Spitze rund 13% und fiel damit wesentlich geringer aus als bei einem reinen Aktienportfolio. In der laufenden Korrektur am Aktienmarkt haben Anleihen ihre Pufferfunktion zunächst jedoch nicht erfüllt: Wie im schattierten Bereich rechts oben im Chart zu erkennen ist, verloren zu Beginn der Aktienmarktkorrektur auch Bundesanleihen mit langen Restlaufzeiten an Wert, zuletzt war immerhin eine leichte Gegenbewegung der festverzinslichen Titel zu erkennen. Die Auswirkung auf ein 50/50 Mischportfolio: Auch in der laufenden Korrektur beträgt der maximale Verlust bis einschließlich gestern rund 13% und erreicht damit das Ausmaß von 2011.

	Stand	Veränderung zum			
	24.09.2015	17.09.2015	21.08.2015	23.06.2015	31.12.2014
	18:20	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	16082	-3,6%	-2,3%	-11,4%	-9,8%
S&P 500	1919	-3,6%	-2,6%	-9,7%	-6,8%
Nasdaq	4753	-2,9%	1,0%	-7,9%	0,4%
DAX	9428	-7,8%	-6,9%	-18,3%	-3,9%
MDAX	18818	-4,7%	-2,7%	-7,3%	11,1%
TecDAX	1687	-4,7%	3,8%	-1,0%	23,0%
EuroStoxx 50	3019	-7,3%	-7,0%	-16,7%	-4,0%
Stoxx 50	2906	-5,8%	-6,3%	-15,6%	-3,3%
SMI (Swiss Market Index)	8278	-6,5%	-5,9%	-9,4%	-7,9%
Nikkei 225	17572	-4,7%	-9,6%	-15,6%	0,7%
Brasilien BOVESPA	44963	-7,4%	-1,7%	-16,4%	-10,1%
Russland RTS	769	-6,5%	0,9%	-20,2%	-2,7%
Indien BSE 30	25864	-0,4%	-5,5%	-7,0%	-5,9%
China Shanghai Composite	3144	1,9%	-10,4%	-31,3%	-2,8%
MSCI Welt (in €)	1597	-2,8%	-3,0%	-11,4%	0,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	792	-3,7%	-2,2%	-20,4%	-10,6%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	155,93	223	32	524	6
Bobl-Future	128,96	59	-178	-16	-132
Schatz-Future	111,34	11	-2	13	25
3 Monats Euribor	-0,04	0	-1	-3	-12
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,05	-2	-2	-6	0
3 Monats \$ Libor	0,33	-2	0	4	7
Fed Funds Future, Dez 2015	0,20	-3	-7	-11	0
10-jährige US Treasuries	2,10	-11	5	-31	-7
10-jährige Bunds	0,61	-18	4	-26	7
10-jährige JGB	0,33	-1	-2	-12	0
US Treas 10Y Performance	567,18	0,7%	-0,7%	2,9%	1,7%
Bund 10Y Performance	579,83	1,8%	-0,2%	3,0%	0,4%
REX Performance Index	473,84	0,6%	0,2%	1,5%	0,4%
Hypothekenzinsen USA	3,91	0	-2	-9	8
IBOXX AA, €	1,34	-10	15	-5	44
IBOXX BBB, €	2,24	-2	24	15	45
ML US High Yield	7,71	19	2	105	77
JPM EMBI+, Index	698	-1,0%	1,0%	-0,7%	0,9%
Wandelanleihen Exane 25	6653	0,0%	-0,1%	-2,9%	3,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	387,70	-2,1%	-1,3%	-8,0%	-13,3%
MG Base Metal Index	245,88	-3,3%	0,2%	-11,2%	-19,1%
Rohöl Brent	46,69	-4,1%	0,8%	-25,5%	-18,6%
Gold	1152,87	3,1%	-0,4%	-2,1%	-2,8%
Silber	14,82	-0,7%	-3,2%	-6,1%	-5,9%
Aluminium	1564,75	-3,5%	2,7%	-7,1%	-14,3%
Kupfer	5069,00	-6,2%	0,1%	-12,0%	-20,4%
Eisenerz	56,50	-0,9%	-1,7%	-5,8%	-21,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	917	3,9%	-7,7%	16,1%	17,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1245	-0,6%	-0,3%	0,4%	-7,4%
EUR/ GBP	0,7376	1,2%	2,1%	3,7%	-5,0%
EUR/ JPY	134,55	-1,6%	-2,8%	-3,0%	-7,4%
EUR/ CHF	1,0954	0,0%	1,8%	4,8%	-8,9%
USD/ JPY	120,30	0,2%	-1,4%	-2,9%	0,5%

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.