



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

27. Juni 2019

### Das Imperium schlägt zurück

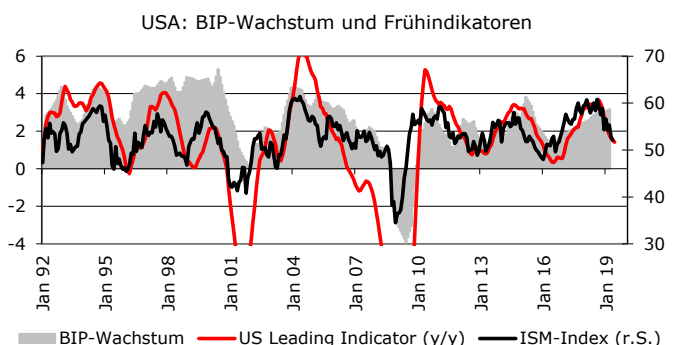
Können Sie sich noch an „Krieg der Sterne“ erinnern? Der erste Film der Star-Wars-Saga erschien 1977 und war ein absoluter Kassenschlager. 1980 erschien dann Teil Zwei, „Das Imperium schlägt zurück“, der nicht weniger erfolgreich war und später zum besten Film aller Zeiten gewählt wurde. Inhaltlich geht es darum, dass eine Allianz um die beiden Helden *Captain Han Solo* und *Commander Luke Skywalker* gegen die bösen imperialen Streitkräfte kämpft, die von dem übermächtigen *Darth Vader* befehligt werden. Was dieser Film mit der heutigen Situation an den Kapitalmärkten zu tun hat? Eine ganze Menge.

Uns erinnert das Gebaren Donald Trumps und sein Umgang mit dem Präsidenten der US-amerikanischen Notenbank Jerome Powell in gewisser Weise an den damals verfilmten epochalen Kampf zwischen Gut und Böse. Will nicht erneut *Darth Vader*, alias Donald Trump, *Luke Skywalker*, alias Jerome Powell, auf die dunkle Seite der Macht ziehen? Statt mit Lichtschwertern wird heute jedoch mit Worten gekämpft. So erhöht der US-Präsident fast täglich den Druck auf den Chef der Federal Reserve, um diesen dazu zu bewegen, möglichst schnell und deutlich die Zinsen zu senken. Kommt die Notenbank dieser Forderung nicht nach, droht der US-Präsident unverhohlen damit, Powell zu entlassen, weil dieser einen schlechten Job gemacht habe. Während andere Notenbanken ihre Geldpolitik einsetzten, um ihre Währungen zu schwächen und sich damit ungerechtfertigte Vorteile gegenüber den USA zu verschaffen, schaue die Fed diesem Treiben nur tatenlos zu.

Dabei hatte sich Trump während seines Wahlkampfs im Jahr 2016 noch darüber beschwert, dass die Notenbank die Zinsen künstlich zu tief halte, angeblich um damit US-Präsident Obama zu helfen. Janet Yellen, die damals die

Fed führte, solle sich schämen, schließlich schade ihre Geldpolitik den US-Bürgern, die für ihr Ersparnis keine Zinsen mehr bekämen.

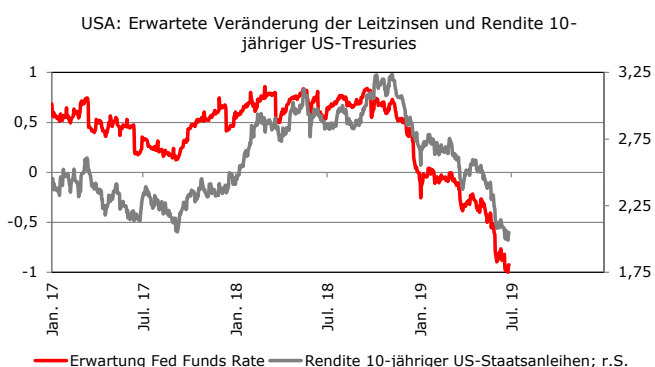
Von daher hätte sich Donald Trump über die Zinserhöhungen seiner Notenbank während seiner Amtszeit doch eigentlich freuen sollen. Zumal er mit seiner Politik der Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen im vergangenen Jahr selbst die meiste Munition für höhere Leitzinsen geliefert hat. Während der Rest der Welt unter dem von ihm initiierten Handelsstreit litt, war in den USA bis Ende des vergangenen Jahres die Welt unter Wachstumsgesichtspunkten noch in Ordnung. Von daher gab es für die Notenbank auch gute Gründe, die Zinsen weiter zu erhöhen. Zumal ein wichtiges Ziel der Notenbank immer darin bestand, mit höheren Zinsen Handlungsfähigkeit für den Fall einer konjunkturellen Abschwächung zurückzuerlangen. Dies scheint nun der Fall zu sein.



Denn mittlerweile haben sich auch in den USA viele konjunkturelle Frühindikatoren abgeschwächt. Einkaufsmanagerindizes, Auftragseingänge und Industrieproduktion haben seit Ende vergangenen Jahres den Rückwärtsgang eingelegt. Das Wirtschaftswachstum betrug im ersten Quartal 2019 zwar noch mehr als drei Prozent, doch war

dies vor allem auf einige Sonderfaktoren zurückzuführen. Im zweiten Quartal dürfte es bei nur noch zwei Prozent liegen, und eine weitere Wachstumsverlangsamung im Verlauf des Jahres ist wahrscheinlich. Noch spricht zwar nichts für eine Rezession, doch eine ausbleibende Einigung im Handelsstreit mit China würde den Abwärtsdruck auf die US-Wirtschaft erhöhen. Immun gegen eine globale Wachstumsschwäche sind die USA nämlich nicht.

Deswegen werden Jerome Powell und seine Kollegen den Leitzins wohl schon am 31. Juli senken. Schließlich ist auch die Inflationsrate auf 1,5 Prozent gesunken, und in den kommenden Monaten wird sie noch niedriger ausfallen. Von daher spricht aus unserer Sicht vieles für eine Zinssenkung von 50 Basispunkten, da aufgrund des vergleichsweise geringen Zinssenkungsspielraums ein schnelles und beherztes Eingreifen der Notenbank sinnvoll ist. Zudem hat die Fed auch ihre letzten beiden Zinssenkungszyklen in den Jahren 2001 und 2007 mit großen Schritten von jeweils 50 Basispunkten begonnen. Eine solche Entscheidung würde vielleicht Fragen hinsichtlich der Unabhängigkeit der Fed aufwerfen, weil man unterstellen könnte, dass sie sich schlussendlich dem Druck des Präsidenten beugt. Allerdings halten wir dieses Argument für wenig valide, weil es bereits jetzt so aussieht, als ob sich die Geldpolitik „hinter der Kurve“ befindet. Trump könnte zwar triumphieren, möglicherweise hat er aber mit seinem Verhalten sogar eine frühere Zinssenkung der Fed verhindert.



Aber nicht nur in den USA, auch in der Eurozone stehen die Zeichen auf Zinssenkung. Mario Draghi, oder in Analogie zu den Star-Wars-Filmen, *Han Solo*, hat auf seiner im portugiesischen Sintra gehaltenen Rede keinen Zweifel daran gelassen, wohin die Reise bei den Zinsen gehen wird. Ähnlich deutlich wie 2012 mit seiner legendären „Whatever it takes“-Rede hat er für das weitere Vorgehen der EZB klare Pflöcke eingeschlagen: Ohne eine Verbesserung der Konjunkturdaten und gleichzeitig höhere Inflationsraten wird die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik weiter lockern. Schon auf der nächsten Sitzung am 25. Juli, aber wohl spätestens am 12. September, könnte sie die Entscheidung treffen, den Einlage- und den Leitzins

um 10 Basispunkte zu reduzieren. Zudem halten wir es für sehr wahrscheinlich, dass das Anleiheaufkaufprogramm wieder aufgenommen wird.

Die Wiederaufnahme des QE-Programms ist allerdings mit einigen Hürden verbunden. Bislang hat die EZB im Rahmen ihres Asset Purchase Programs Anleihen im Volumen von gut 2,5 Billionen Euro aufgekauft. Der Großteil, nämlich 2,1 Billionen Euro, entfällt auf Staatsanleihen, 260 Milliarden Euro auf Covered Bonds und knapp 180 Milliarden Euro auf Unternehmensanleihen. Der weitere Ankauf von Staatsanleihen gestaltet sich aber schwierig: Zum einen deshalb, weil die Europäische Zentralbank Staatsanleihen der verschiedenen Länder der Euro-Zone in Anlehnung an den Kapitalschlüssel (dieser regelt den prozentualen Anteil der nationalen Notenbanken am Eigenkapital der EZB) kauft. Zum anderen, weil sich die EZB eine Obergrenze von 33 Prozent gesetzt hat, bis zu der sie ausstehende Schuldtitel eines Landes kaufen kann. Dies führt dazu, dass die EZB beispielsweise kaum noch deutsche Bundesanleihen kaufen könnte. Würde sie diesen Anteil erhöhen, gäbe es wohl sehr schnell neue Diskussionen zu der Frage, ob die EZB nicht direkte Staatsfinanzierung betreibt, die nach den EU-Verträgen verboten ist. Deutlich einfacher wäre es für die EZB dagegen, weitere Unternehmensanleihen zu kaufen. Allerdings ist dieses Marktsegment weniger liquide.

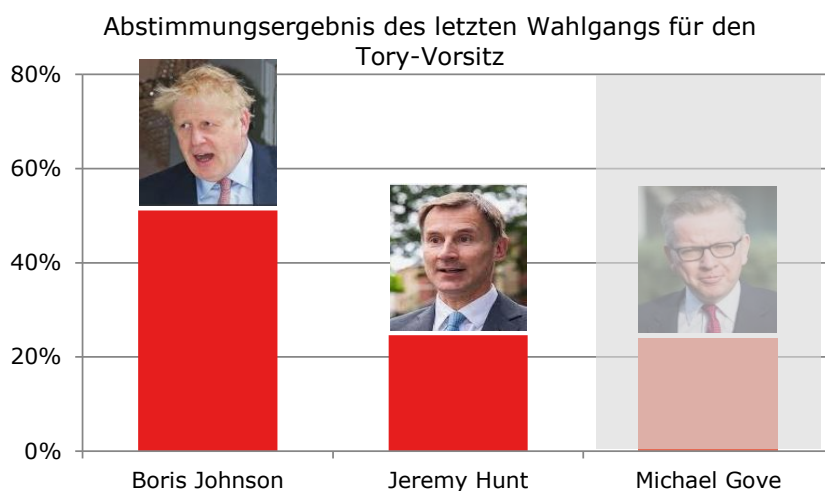
Was bedeutet dies für Anleger? 1. Die EZB hat angekündigt, den Leitzins mindestens bis Sommer 2020 nicht zu erhöhen. Wir gehen sogar davon aus, dass die Zinsen noch deutlich länger nicht erhöht werden. Von daher werden auch die Kapitalmarktrenditen nicht steigen, sondern zunächst weiter fallen. 2. Wir reduzieren unsere Zinsprognose für 10-jährige Bundesanleihen zum Jahresende auf -0,40 Prozent und für 10-jährige US-Treasuries auf 1,75 Prozent. 3. Unter diesen Voraussetzungen ist es sinnvoll, die Duration eines Anleihenportfolios zu verlängern. Die Aussage, dass sich wegen der niedrigen Zinsen mit Anleihen kein Geld verdienen lasse und sich aus diesem Grund nur Aktien lohnen („TINA“: There is no alternative), ist schlichtweg falsch. Sinkt die Rendite einer 10-jährigen Anleihe von -0,3 auf -0,5 (-1,0) Prozent, ergibt sich binnen eines Jahres eine positive Wertentwicklung von 1,8 (7,1) Prozent. 4. Eine traditionelle Buy-and-Hold-Anlagestrategie macht bei negativen Renditen keinen Sinn, damit betreibt man aktive Wertvernichtung. Aktives Management ist gefragt. 5. Kapitalmarktaffine Fans von „Das Imperium schlägt zurück“ müssen sich keine Sorgen machen: Im Unterschied zum Film, in dem *Darth Vader* zum Schluss *Luke Skywalker* offenbart, sein Vater zu sein, ist dies bei Trump und Powell unmöglich: der Altersunterschied der beiden beträgt nur sieben Jahre.

## Wochenausblick für die Zeit vom 1. bis 5. Juli 2019

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	49,7	47,6	44,1	44,4	44,3	45,3	1. Juli
D: Arbeitslosenquote	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	1. Juli
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-3	-20	-8	-12	60	-10	1. Juli
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	2,7%	0,7%	0,0%	-2,0%	0,5%		2. Juli
D: Einzelhandelsumsätze, y/y	3,2%	4,3%	-2,0%	4,0%	2,8%		2. Juli
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	53,0	55,3	55,4	55,7	55,4	55,6	3. Juli
D: Einkaufsmanagerindex gesamt, final	52,1	52,8	51,4	52,2	52,6	52,6	3. Juli
D: Auftragseingänge, m/m	-2,1%	-4,0%	0,8%	0,3%	0,2%		5. Juli
E-19: M3, y/y	3,7%	4,2%	4,5%	4,7%	4,5%		1. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	50,5	49,3	47,5	47,9	47,7	47,8	1. Juli
E-19: Arbeitslosenquote	7,8%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%		1. Juli
E-19: Produzentenpreise, m/m	0,3%	0,1%	-0,1%	-0,3%	0,1%		2. Juli
E-19: Produzentenpreise, y/y	2,9%	3,0%	2,9%	2,6%	2,6%		2. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	52,1	52,8	53,3	52,8	52,9	53,4	3. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex gesamt, final	51,0	51,9	51,6	51,5	51,8	52,1	3. Juli
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,9%	0,6%	0,0%	-0,4%	0,6%		3. Juli
E-19: Einzelhandelsumsätze, y/y	2,2%	3,0%	2,0%	1,5%	1,8%		3. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

## Chart der Woche: Der zukünftige Premierminister



Nachdem Theresa May ihren Rücktritt als Parteivorsitzende und Premierministerin angekündigt hatte, formierten sich die Anwärter auf ihre Posten für die anstehenden Nachwahlen. Im ersten Schritt wurde in den Wahlen unter den konservativen Abgeordneten die Anzahl der Kandidaten von zehn auf zwei reduziert. Nach fünf Wahlgängen bleiben nun Boris Johnson und Jeremy Hunt als Kandidaten für die May-Nachfolge übrig, die sich dann Ende Juli dem Votum der 160.000 Parteimitglieder stellen müssen. Dabei hat Boris Johnson die besten Aussichten schon bald als Premierminister in die Downing Street einzuziehen und die Brexit Verhandlungen mit der EU neu aufzunehmen. Von

Johnson als Brexit-Hardliner ist auszugehen, dass er einen No-Deal-Brexit als glaubhafte Option in die Verhandlungen einbringen wird. Ob sich die EU deshalb jedoch auf Zugeständnisse bei dem bestehenden Brexit Abkommen einlässt, ist sehr fraglich. Zumindest offiziell will die EU das Abkommen nicht mehr ändern. Zwar wird Johnson viel Charme bescheinigt, angesichts der zahlreichen verbalen Entgleisungen gegenüber der EU und ihren Politikern, dürfte ihm dieser jedoch kaum helfen. Für den Fall, dass Johnson die Abstimmung gewinnt, sehen wir eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für einen No-Deal-Brexit – anders als Johnson der die Wahrscheinlichkeit bei eins zu einer Million sieht.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	27.06.2019 17:18	20.06.2019 -1 Woche	24.05.2019 -1 Monat	26.03.2019 -3 Monate	26.06.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	26522	-0,9%	3,7%	3,4%	9,2%	13,7%
S&P 500	2924	-1,0%	3,5%	3,7%	7,4%	16,6%
Nasdaq	7960	-1,1%	4,2%	3,5%	5,3%	20,0%
DAX	12294	-0,5%	2,4%	7,7%	0,5%	16,4%
MDAX	25371	-0,9%	0,8%	2,2%	-1,7%	17,5%
TecDAX	2837	-0,8%	-0,3%	4,3%	3,3%	15,8%
EuroStoxx 50	3448	-0,6%	2,9%	3,9%	2,3%	14,9%
Stoxx 50	3161	-1,0%	1,9%	2,0%	5,0%	14,5%
SMI (Swiss Market Index)	9864	-1,2%	2,0%	5,1%	16,3%	17,0%
FTSE 100	7413	-0,2%	1,9%	3,0%	-1,7%	10,2%
Nikkei 225	21338	-0,6%	1,0%	-0,4%	-4,5%	6,6%
Brasilien BOVESPA	99615	-0,7%	6,4%	4,5%	39,5%	13,3%
Russland RTS	1389	-0,1%	8,6%	12,9%	24,7%	30,3%
Indien BSE 30	39586	0,0%	0,4%	3,5%	11,5%	9,8%
China Shanghai Composite	2997	0,3%	5,0%	0,0%	5,4%	20,2%
MSCI Welt (in €)	2158	-1,6%	1,4%	2,0%	6,2%	15,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1048	-1,1%	4,6%	-0,9%	0,8%	9,3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	172,50	-14	526	692	1041	896
Bobl-Future	134,36	-9	79	162	225	184
Schatz-Future	112,26	-2	23	38	17	32
3 Monats Euribor	-0,34	-1	-3	-3	-2	-3
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,47	1	-12	-18	-34	0
3 Monats \$ Libor	2,33	-1	-20	-27	-1	-48
Fed Funds Future, Dez 2019	1,70	6	-42	-47	-93	-1
10-jährige US Treasuries	2,03	3	-30	-40	-85	-66
10-jährige Bunds	-0,32	0	-20	-30	-65	-56
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,14	3	-7	-7	-17	-14
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,53	11	0	-9	-51	-29
US Treas 10Y Performance	621,90	-0,4%	2,8%	4,0%	10,4%	7,1%
Bund 10Y Performance	664,81	-0,2%	1,8%	2,8%	7,7%	6,0%
REX Performance Index	497,25	-0,1%	0,6%	1,2%	2,5%	2,0%
IBOXX AA, €	0,27	0	-20	-23	-50	-61
IBOXX BBB, €	1,05	0	-34	-47	-55	-101
ML US High Yield	6,46	2	-27	-28	-2	-155
JPM EMBI+, Index	876	-0,7%	4,3%	4,4%	11,6%	10,7%
Wandelanleihen Exane 25	7370	0,0%	1,6%	2,8%	0,5%	6,9%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	409,95	-0,4%	-1,1%	-3,7%	-6,6%	0,2%
MG Base Metal Index	297,52	0,9%	1,4%	-5,4%	-12,6%	1,0%
Rohöl Brent	66,33	3,2%	-2,2%	-2,2%	-11,7%	24,8%
Gold	1404,83	1,4%	9,4%	6,9%	11,4%	9,6%
Silber	15,34	-0,5%	5,2%	-0,7%	-5,9%	-1,1%
Aluminium	1795,25	2,2%	1,4%	-3,7%	-17,1%	-3,6%
Kupfer	5971,00	0,2%	0,7%	-5,8%	-11,1%	0,4%
Eisenerz	109,19	1,8%	11,3%	27,3%	68,2%	57,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1317	10,3%	23,5%	92,8%	-0,5%	3,6%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1364	0,5%	1,6%	0,6%	-2,6%	-0,8%
EUR/ GBP	0,8968	0,9%	1,6%	5,0%	1,7%	-0,1%
EUR/ JPY	122,52	0,7%	-0,1%	-1,8%	-4,2%	-2,6%
EUR/ CHF	1,1112	-0,3%	-0,9%	-1,0%	-3,7%	-1,4%
USD/ CNY	6,8762	0,3%	-0,4%	2,4%	4,5%	0,0%
USD/ JPY	107,79	0,4%	-1,4%	-2,6%	-2,1%	-1,6%
USD/ GBP	0,7894	0,3%	0,2%	4,3%	4,5%	0,5%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger  
+49 40 3282-2229  
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information 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. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. 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. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. 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.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.