



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

25. Juli 2019

Die EZB stellt die Weichen: Vollgas voraus, und das für sehr lange Zeit!

Es gehört in gewissen Kreisen schon fast zum guten Ton, unreflektiert auf der EZB herumzuhacken, egal was sie macht. Wir zählten bisher nicht zu diesen Kreisen, und es wäre auch nicht fair gewesen, dies zu tun. Die EZB hat in den letzten Jahren mehrfach ein gutes Fingerspitzengefühl bewiesen und nachvollziehbare geldpolitische Entscheidungen getroffen. Zudem würde es den Euro vielleicht schon gar nicht mehr geben, wenn noch-EZB-Chef Draghi im Sommer 2012 nicht seine inzwischen berühmte „whatever-it-takes“-Rede gehalten hätte. Damals befand sich die Eurozone tatsächlich in einer prekären Situation. Der Allgemeinheit ist vermutlich bis heute gar nicht klar, was damals auf dem Spiel stand. So erzählt man sich, dass die Bundesbank damals im Rahmen einer Art „Task Force“ Optionen ausgelotet hat, wie man vorgeht, wenn der eigentlich undenkbare Plan B eintritt und der Euro durch eine neue Währung ersetzt werden müsste. Wer sich heute rückblickend das Video der Rede anschaut, kann an der Körpersprache Draghis förmlich ablesen, welche Dramatik sich damals abspielte.

So gesehen kann nicht gesagt werden, dass die EZB bisher nicht ihrem Auftrag gerecht geworden sei, Hüterin der europäischen Währung zu sein. Dass es allerdings überhaupt zu solchen signifikanten Schritten kommen musste, sagt viel über den strukturellen Zustand der europäischen Währungsunion aus. Denn der Euroraum ist alles andere als ein optimaler Währungsraum. Auch wenn es einen perfekten Währungsraum nie geben wird, ist der Euro davon zumindest aus theoretischer Sicht so weit entfernt, wie man überhaupt entfernt

sein kann. Ein optimaler Währungsraum ist geprägt von einer hohen Mobilität des Faktors Arbeit, einer homogenen Wettbewerbsfähigkeit, einer einheitlichen Wirtschafts- und Sozialpolitik sowie einem weitgehend homogenen Produktivitäts- und Lohnwachstum mit stabilen oder sich homogen bewegenden Lohnstückkosten. Dort, wo das nicht der Fall ist, gleichen interne Wanderungsbewegungen diesen Effekt aus und führen zu neuen Gleichgewichten bei der Bildung von Löhnen. Außerdem verfügt ein optimaler Währungsraum über eine einheitliche Regulatorik sowie ganz klare Regeln, welche Gebietskörperschaft unter welchen Umständen für welchen Schaden haftet. Besteht eine Währungsunion aus mehreren Gebietskörperschaften (was sehr oft der Fall ist, siehe die USA mit ihren Fed-Distrikten oder Deutschland zu D-Mark-Zeiten mit den Bundesländern), sollten keine Mechanismen existieren, die einigen Gebietskörperschaften asymmetrisch immer höhere latente Lasten aufbürden können, ohne dass es regelgebundene Ausgleichsmechanismen gibt.

Vor dem Hintergrund dieses Kriterienkataloges ist es schon fast ein kleines Wunder, dass der Euroraum überhaupt noch besteht. Dazu waren neben der berühmten Rede viele mehr oder weniger unkonventionelle Schritte notwendig, die aber von den Statuten und dem Regelwerk zumindest bei wohlwollender Betrachtung gerade noch eben abgedeckt waren. Inzwischen drängt sich jedoch leider der Eindruck auf, dass die EZB unter dem ständigen Druck des Arbeitens im Not-Modus beginnt, ihre eigene DNA in Frage zu stellen und sich zunehmend neu zu erfinden. Das beginnt mit der schleichen-

den Politisierung der Führungsstruktur und hört mit der immer weiterreichenden Akzeptanz für hochgradig unkonventionelle Maßnahmen und Sichtweisen noch nicht auf. Beginnen wir mit der zunehmenden Politisierung. Schon in den vergangenen Jahren wurden Führungspositionen in der EZB zunehmend nach politischen Vorgaben besetzt; die Rekrutierung des Personals erfolgte auch zunehmend aus dem politischen Bereich. Der aktuelle Höhepunkt dieses Prozesses ist die geplante Besetzung der EZB-Chefposition durch die ehemalige französische Finanzministerin Christine Lagarde. Allein der Druck, den Frankreich hinter den Kulissen (und nicht nur dort) aufgebaut hat, um diese Position zu besetzen, lässt für die eigentlich angestrebte Unabhängigkeit nichts Gutes erahnen. Dabei ist die Unabhängigkeit der EZB von politischen Einflüssen eine Urbedingung vieler Mitgliedsländer gewesen, nachdem man in den Jahrzehnten nach dem zweiten Weltkrieg gut beobachten konnte, dass erfolgreiche Währungen mit unabhängigen Notenbanken einhergingen, während die Notenbanken weniger erfolgreicher Währungen unter politischem Einfluss standen.

Kummer bereitet uns auch die in der EZB an Zuspruch gewinnende Sichtweise, dass das Inflationsziel anders definiert werden müsse. Bisher galt bei der EZB das alte Bundesbank-Dogma, wonach die Inflationsrate maximal zwei Prozent betragen dürfe. Nun geht die Diskussion aber in die Richtung, eine durchschnittliche Inflationsrate von zwei Prozent anzupeilen. Aus einem asymmetrischen Ziel (bis zu zwei Prozent, aber nicht mehr) würde ein symmetrisches Ziel (etwas mehr oder weniger als zwei Prozent). Einem ungeübten EZB-Beobachter mag das wie eine Lappalie vorkommen, die nicht weiter kommentiert werden muss. Das ist aber nicht der Fall. Die strukturelle Inflationsrate liegt in der Eurozone definitiv unter zwei Prozent. Das hängt mit dem schwachen BIP-Wachstum und strukturellen Problemen zusammen, aber auch mit globalen Tendenzen und einer international sehr hohen Wettbewerbsintensität, die immer weniger Preisüberwälzungsspielräume zulässt.

Das alles führt dazu, dass die Eurozone kaum noch in der Lage ist, Inflationsraten von deutlich über zwei Prozent zu „produzieren“. Wenn nun aber die strukturelle Inflationsrate (deutlich) unter zwei Prozent liegt, muss die EZB eine noch viel aggressivere Geldpolitik als bisher betreiben, um überhaupt im Durchschnitt eine Inflationsrate von zwei Prozent erreichen zu können.

Auch wenn es zunächst nicht den Anschein hat: Mit einer solchen Ausrichtung würde sich die EZB einen akademisch verbrämten Freifahrtschein ausstellen, um – durchaus politisch motiviert – eine Geldpolitik zu betreiben, die Charakterzüge einer monetären Staatsfinanzierung aufweist. Denn mit diesem Argument ließe sich die Auflage eines erneuten Aufkaufprogrammes von Staatsanleihen leicht rechtfertigen, womit die Renditen von Staatsanleihen auf noch niedrigere Niveaus gedrückt werden können. Und wenn das nicht reicht (oder kaum noch Anleihen vorhanden sind, die man kaufen könnte), wäre der Kauf von Aktien die nächste Eskalationsstufe, um Liquidität in die Volkswirtschaft zu schaufeln. Dass diese Liquidität dort realwirtschaftlich kaum noch etwas bewegt, da der heterogene und in Teilen strukturschwache Währungsraum unter einer sog. Liquiditätsfalle leidet, dürfte primär politisch motivierte Zentralbanker kaum noch interessieren.

Vor diesem Hintergrund ist es fast sogar eine kleine Überraschung, dass die EZB heute keine Senkung der Leitzinsen vorgenommen hat. Allerdings wurden durchaus Zinssenkungen für die nahe Zukunft in Aussicht gestellt – in Kombination mit einem Staffelsystem, um die resultierenden Belastungen für Banken ein wenig abzumildern. Gleichzeitig wurde neuen Anleihekäufen zumindest kommunikationstechnisch der Weg geebnet, obwohl weitere umfangreiche Anleihekäufe bei genauer Betrachtung schon rein technisch kaum noch darstellbar sind. Denn dafür müsste man die bisher gesetzten Regeln brechen, wonach nur ein gewisser Anteil der Anleihen von der EZB gekauft werden kann.

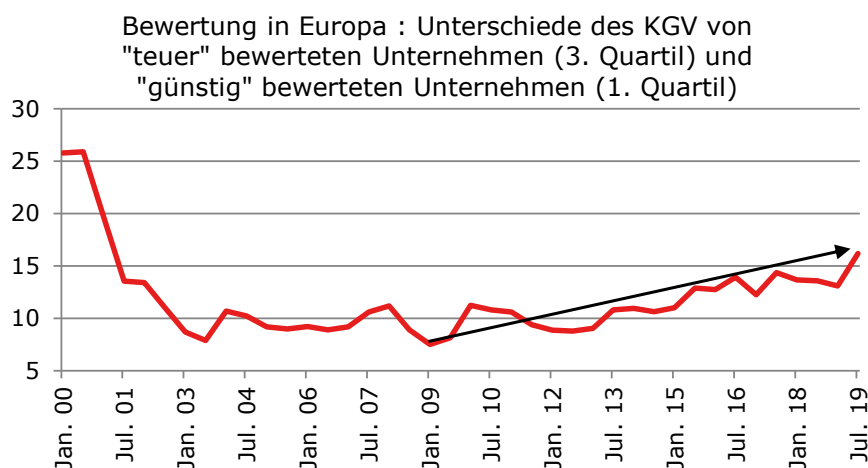
Der Markt hat diesen Schritt aber schon in den letzten Wochen antizipiert; anders wäre der Rückgang der Renditen kaum zu erklären. Auch die aktuelle konjunkturelle Entwicklung gibt Draghi Rückenwind, um für eine erneute Welle einer hochexpansiven Geldpolitik zu werben. Und tatsächlich sind die Einkaufsmanager vor allem in Europa so schlecht ausgefallen, dass für sich betrachtet eine temporäre geldpolitische Lockerung angebracht wäre. Wir sind allerdings zunehmend der Überzeugung, dass es sich hier nicht um die Vorbereitungen für eine temporäre, zyklisch bedingte geldpolitische Lockerung handelt. Wir werden gerade Zeuge einer viel bedeutsameren Entwicklung: Die EZB stellt langsam und unauffällig die Weichen, um erneut geldpolitisch Vollgas zu geben – aber nicht nur für ein paar Monate, sondern für eine sehr, sehr lange Zeit.

Wochenausblick für die Zeit vom 29. Juli bis 2. August 2019

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: GfK Konsumklima	10,7	10,4	10,2	10,1	9,8	9,5	30. Juli
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,4%	1,0%	0,2%	0,3%	0,3%		30. Juli
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,3%	2,0%	1,4%	1,6%	1,5%		30. Juli
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-7	-12	61	-1	-5		31. Juli
D: Arbeitslosenquote	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%		31. Juli
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	44,1	44,4	44,3	45,0	43,1		1. August
E-19: Geschäftsklima	0,54	0,42	0,30	0,17	0,15		30. Juli
E-19: Wirtschaftsvertrauen	105,6	103,9	105,2	103,3	103,1		30. Juli
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-6,6	-7,3	-6,5	-7,2	-6,6		30. Juli
E-19: Industrievertrauen	-1,6	-4,3	-2,9	-5,6	-6,5		30. Juli
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,4%	1,7%	1,2%	1,3%	1,3%		31. Juli
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,8%	1,3%	0,8%	1,1%	1,2%		31. Juli
E-19: Arbeitslosenquote	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%			31. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	47,5	47,9	47,7	47,6	46,4		1. August
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,1%	-0,3%	-0,1%	0,2%			2. August
E-19: Produzentenpreise, y/y	2,9%	2,6%	1,6%	1,8%			2. August
	Q4 2018		Q1 2019		Q2 2019		
E-19: BIP, q/q – s.a.	0,2%		0,4%		0,1%		31. Juli
E-19: BIP, y/y – s.a.	1,2%		1,2%		0,9%		31. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Kommt es zu einem „Value“-Comeback?



Aktien mit einer günstigen Bewertung (Value-Aktien) haben in Europa zuletzt deutlich schlechter abgeschnitten als ihre marktkapitalisierungsgewichtete Benchmark. Auch andere sog. Faktoren, die nach fundamentalen oder technischen Eigenschaften abgeleitet werden, konnten eine bessere Wertentwicklung erzielen. Noch deutlicher wird die schwache Performance von Value-Aktien, wenn man sie mit deren natürlichen Gegenspielern – den Growth-Aktien – vergleicht. Hier zeigt sich, dass diese bereits seit 2008 fast durchgängig besser abgeschnitten haben. Dass es sich aber bald zum Besse-

ren für die Value-Aktien entwickeln könnte, zeigt unser Chart der Woche. Hier wurde die Bewertung der günstigsten Aktien (anhand des KGV) der Bewertung der teuren Aktien gegenübergestellt. Die Differenz gibt Ausschluss über den relativen Preis von Value- und Growth-Aktien. Während die Differenz der KGVs lange Zeit bei etwa 10 KGV-Punkten lag, befindet sie sich aktuell bei 16 Punkten. Das bedeutet, Value-Aktien sind im Vergleich zu Growth-Aktien fast historisch günstig. Angesichts dessen scheint eine Mean-Reversion und damit das Comeback von Value-Aktien wahrscheinlich.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	25.07.2019 16:37	18.07.2019 -1 Woche	24.06.2019 -1 Monat	24.04.2019 -3 Monate	24.07.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	27208	-0,1%	1,8%	2,3%	7,8%	16,6%
S&P 500	3009	0,5%	2,2%	2,8%	6,7%	20,0%
Nasdaq	8260	0,6%	3,2%	2,0%	5,3%	24,5%
DAX	12381	1,3%	0,9%	0,6%	-2,4%	17,3%
MDAX	26108	1,4%	2,5%	0,4%	-2,3%	20,9%
TecDAX	2912	2,6%	2,1%	0,6%	0,2%	18,8%
EuroStoxx 50	3506	0,7%	1,5%	0,1%	0,7%	16,8%
Stoxx 50	3193	0,2%	0,6%	0,3%	2,2%	15,7%
SMI (Swiss Market Index)	9873	-1,4%	-0,3%	2,3%	9,6%	17,1%
FTSE 100	7491	0,0%	1,0%	0,3%	-2,8%	11,3%
Nikkei 225	21757	3,4%	2,2%	-2,0%	-3,3%	8,7%
Brasilien BOVESPA	103161	-1,5%	1,1%	8,5%	30,3%	17,4%
Russland RTS	1351	0,1%	-2,6%	6,9%	18,1%	26,7%
Indien BSE 30	37831	-2,7%	-3,3%	-3,1%	2,7%	4,9%
China Shanghai Composite	2937	1,2%	-2,4%	-8,3%	1,1%	17,8%
MSCI Welt (in €)	2218	1,3%	3,9%	2,7%	8,1%	20,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1055	0,8%	2,3%	-2,3%	2,4%	12,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	174,30	105	183	857	1202	1076
Bobl-Future	134,76	15	40	174	282	224
Schatz-Future	112,30	2	4	36	31	36
3 Monats Euribor	-0,38	-1	-3	-6	-6	-7
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,53	-2	-6	-21	-41	0
3 Monats \$ Libor	2,27	-1	-7	-32	-7	-54
Fed Funds Future, Dez 2019	1,77	12	14	-45	-93	-1
10-jährige US Treasuries	2,07	3	5	-45	-88	-61
10-jährige Bunds	-0,37	-1	-6	-35	-70	-61
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,15	-1	1	-11	-23	-15
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,66	-6	-15	-34	-61	-49
US Treas 10Y Performance	622,80	-0,1%	-0,1%	4,9%	11,1%	7,3%
Bund 10Y Performance	671,98	0,6%	1,0%	3,9%	8,8%	7,1%
REX Performance Index	499,91	0,3%	0,4%	1,8%	3,2%	2,5%
IBOXX AA, €	0,10	-8	-17	-34	-66	-78
IBOXX BBB, €	0,80	-10	-24	-50	-80	-126
ML US High Yield	6,42	-6	1	-11	-15	-159
JPM EMBI+, Index	883	0,5%	0,5%	6,1%	10,7%	11,5%
Wandelanleihen Exane 25	7501	0,0%	1,6%	2,6%	1,3%	8,8%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	407,38	0,9%	-1,1%	-3,3%	-5,6%	-0,4%
MG Base Metal Index	300,64	0,0%	3,1%	-3,8%	-5,4%	2,0%
Rohöl Brent	63,97	3,5%	-0,6%	-14,2%	-13,5%	20,4%
Gold	1421,00	-0,3%	0,8%	11,5%	15,7%	10,9%
Silber	16,58	2,3%	7,5%	10,6%	7,0%	6,9%
Aluminium	1798,00	-2,1%	1,7%	-3,2%	-12,9%	-3,5%
Kupfer	5978,75	0,1%	0,6%	-7,2%	-4,6%	0,5%
Eisenerz	120,25	-0,5%	10,3%	29,4%	88,4%	73,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	2014	-5,4%	60,1%	136,9%	13,5%	58,5%

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.