



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

12. September 2019

### Die EZB zieht alle Register, aber welchen Nutzen hat die lockere Geldpolitik?

Vor der heutigen Sitzung der Europäischen Zentralbank waren die Erwartungen hoch gesteckt. Kein Wunder, wenn man sich die schwache konjunkturelle Entwicklung der Länder in der Eurozone in den vergangenen Monaten anschaut und berücksichtigt, dass die Notenbank ihr selbstgestecktes Inflationsziel („unter, aber nahe bei zwei Prozent“) in den vergangenen Jahren fast immer verfehlt hat. Vor allem die politischen Unsicherheiten, angefangen vom immer noch ungelösten Handelsstreit zwischen den USA und China über den sich unendlich in die Länge ziehenden Brexit bis hin zur Frage, von wem Italien regiert wird und wie lange sich die neue Regierung im Amt halten kann, haben sich negativ auf den Euroraum ausgewirkt. Bislang sind es vor allem die Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe, die die Hauptlast des Abschwungs tragen, während die Geschäfte der Dienstleister immer noch gut laufen. Doch wie lange bleibt das so?

Schaut man auf die vergangenen Monate, stellt man fest, dass es vor allem Deutschland und Italien sind, die die größten ökonomischen Probleme haben. Beide Länder sind in den vergangenen 12 Monaten so gut wie nicht gewachsen. Während dies im Fall Italiens keine Überraschung ist – das reale Bruttoinlandsprodukt liegt heute immer noch unter dem Niveau des Jahres 2008 – ist Deutschland aufgrund seiner engen Integration in die internationale Wertschöpfung vom Wachstumsmotor zur Wachstumsbremse in Europa geworden. Da die Frühindikatoren bislang keine Tendenz zum Besseren anzeigen, dürfte sich die Wachstumsschwäche in der Eurozone zunächst fortsetzen. Wir rechnen in diesem

Jahr mit einer Wachstumsrate des realen BIPs von 1,1 und 2020 mit einer von 0,8 Prozent.

Die konjunkturelle Abschwächung hat zudem dazu beigetragen, dass die Inflationsrate seit Jahresbeginn kontinuierlich gesunken ist. In Deutschland betrug die Steigerungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex zuletzt 1,0 Prozent, womit sie dem Durchschnittswert der gesamten Eurozone entsprach. Abgesehen von den Niederlanden (2,7 Prozent) hat der Preisdruck in fast allen Ländern deutlich nachgelassen. In Ländern wie Portugal (-0,7 Prozent), Italien, Griechenland, Irland und Italien (Inflationsraten zwischen 0,1 und 0,6 Prozent) sind sogar schon wieder leicht deflationäre Tendenzen zu beobachten. Der wichtigste Einflussfaktor für die Gesamtinflationsrate ist der Ölpreis. Dieser hat zwar nur einen Anteil von rund 10 Prozent am gesamten Warenkorb, doch sind es seine Schwankungen, die die Veränderung der Preissteigerungsrate hauptsächlich beeinflussen. Dies liegt daran, dass sich die übrigen Bestandteile des Warenkorbs (Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse und Dienstleistungen) seit geraumer Zeit nur mit einer jährlichen Rate von einem Prozent verteuern. Von daher dürfte die Inflation in der Eurozone in diesem Jahr nur 1,3 und 2020 1,5 Prozent betragen.

Die geldpolitische Theorie sieht für den Fall eines geringen Wachstums und einer niedrigen Inflationsrate vor, dass die Zentralbank darauf mit expansiven, konjunktur- und inflationsstimulierenden Maßnahmen reagiert. In „normalen“ Zeiten wird dann der Leitzins gesenkt, um die Banken mit mehr Liquidität zu versorgen.

Diese senken dann die Kreditzinsen, damit Unternehmen und Haushalte mehr Kredite nachfragen und Investitionen und Konsumausgaben erhöhen. Doch in der Eurozone ist der geldpolitische Werkzeugkasten so gut wie leer. So liegen sowohl der Einlagenzinssatz (seit Juni 2014) als auch der Hauptrefinanzierungssatz der EZB (seit März 2016) bei null Prozent oder darunter.

Dennoch ist es Mario Draghi auf seiner vorletzten Sitzung als EZB-Präsident gelungen, alle Register der unorthodoxen geldpolitischen Maßnahmen zu ziehen. Damit hat er sich wieder einmal gegen sämtliche Kritiker durchgesetzt, die im Vorfeld ihre Bedenken hinsichtlich der Wirksamkeit und der Notwendigkeit eines umfassenden Maßnahmenpaketes äußerten. Wenn seine Amtszeit am 31. Oktober ausläuft, kann er sich zugutehalten, als der wohl bislang entscheidungsstärkste EZB-Präsident in die Geschichte einzugehen.

Im Einzelnen wurden folgende Maßnahmen beschlossen: Der Einlagenzinssatz wird um 10 Basispunkte auf -0,50 Prozent gesenkt. Einzelne Marktteilnehmer hatten sogar auf eine Senkung um 20 Basispunkte spekuliert. Die Überschussliquidität der Banken, die diese bei der EZB halten, lag zuletzt bei 1,9 Billionen Euro, sodass die Geschäftsbanken 7,6 Milliarden Euro „Strafe“ an die EZB zahlen. Um die Banken von den höheren Strafzinsen zu entlasten, die zu einer Mehrbelastung von fast zwei Milliarden Euro im Jahr führen würde, wird ein zweistufiger Staffelnzinnsatz eingeführt. Ob dieser aber zu einer Nettoentlastung führen wird, ist noch fraglich. Die „Forward Guidance“ für die weitere Geldpolitik wurde dahingehend verändert, dass kein Zeitpunkt mehr genannt wird, ab dem die Zinsen frühestens angehoben werden. Gleichzeitig wurde vom EZB-Rat beschlossen, ein neues Anleiheaufkaufprogramm aufzulegen. Dieses startet am 1. November mit einem monatlichen Volumen von 20 Milliarden Euro. Dies liegt zwar unter den Erwartungen von 30 Milliarden Euro pro Monat, dafür wurde jedoch kein Laufzeitende des Programms festgelegt. Stattdessen sollen die Käufe solange wie nötig fortgeführt und erst kurz vor dem Beginn der nächsten Zinserhöhung beendet werden. Die EZB setzt sich hinsichtlich der Rendite der zu kaufenden Wertpapiere keine Untergrenze, es können also Staats- und Unternehmensanleihen sowie Pfandbriefe gekauft werden, deren Rendite auch unterhalb des Einlagenzinses von -0,5 Prozent liegt. Da die EZB in ihrer nach unten revidierten Inflationsprognose davon ausgeht, dass die

Preissteigerungsrate bis 2021 unter zwei Prozent liegt, dürfte die erste Zinserhöhung frühestens im Jahr 2022 beschlossen werden – vielleicht aber auch noch später. Somit wird das Anleihekaufprogramm ein Volumen von mindestens 600 Milliarden haben, hinzu kommen die Reinvestitionen auslaufender Anleihen. Alles in allem wird die EZB-Bilanz von heute 4,7 Billionen Euro wohl auf 5,5 Billionen Euro oder mehr anwachsen.

Welche Folgen hat die Geldpolitik der EZB?

1. Verlierer sind alle Anleger, die ihr Geld auf Spar- und Tagesgeldkonten liegen haben sowie Banken mit hohen Einlagen. Die Null- bzw. Negativzinsphase wird noch länger anhalten als bislang gedacht, und es ist fraglich, ob das Ende der Fahnenstange beim Negativzins schon erreicht ist. Die kapitalgedeckte Altersvorsorge wird in Frage gestellt.

2. Die Verzerrungen und negativen Anreizeffekte an den Kapitalmärkten werden noch größer. Beim Rentenmarkt kann kaum noch von einem Markt im herkömmlichen Sinne gesprochen werden, da die EZB als großer Käufer weiterhin für steigende Kurse und fallende Renditen sorgt. Anleger werden die Risikoleiter noch weiter hochklettern (müssen), um erforderliche Renditen zu erzielen.

3. Die Umverteilung von Sparern zu Schuldnern geht weiter. Einer der Hauptprofiteure ist Bundesfinanzminister Scholz, der heute fast 40 Milliarden weniger Zinsen auf die Bundesschuld zahlt als es vor zehn Jahren der Fall war. Selbst in Italien sinkt die Zinslast trotz höherer Schulden.

4. Positive konjunkturelle Effekte und höhere Inflationsraten sind unwahrscheinlich. Dass die niedrigeren Zinsen zu einer höheren Kreditnachfrage führen, ist kaum zu erwarten, da sich die Wirtschaft in einer Liquiditätsfalle befindet. Damit Unternehmen mehr Kredite für Investitionen aufnehmen, benötigt man vor allem ökonomische Planungssicherheit und weniger Bürokratie.

5. Der Euro wird im Vergleich zum US-Dollar schwach bleiben, die von uns erwartete Aufwertung verschiebt sich noch weiter nach hinten. Da der starke US-Dollar das Wirtschaftswachstum in den USA bremst, wird die US-Notenbank ebenfalls die Zinsen senken. Es droht nicht nur ein globaler Abwertungswettbewerb bei den Währungen, sondern auch bei den Zinsen.

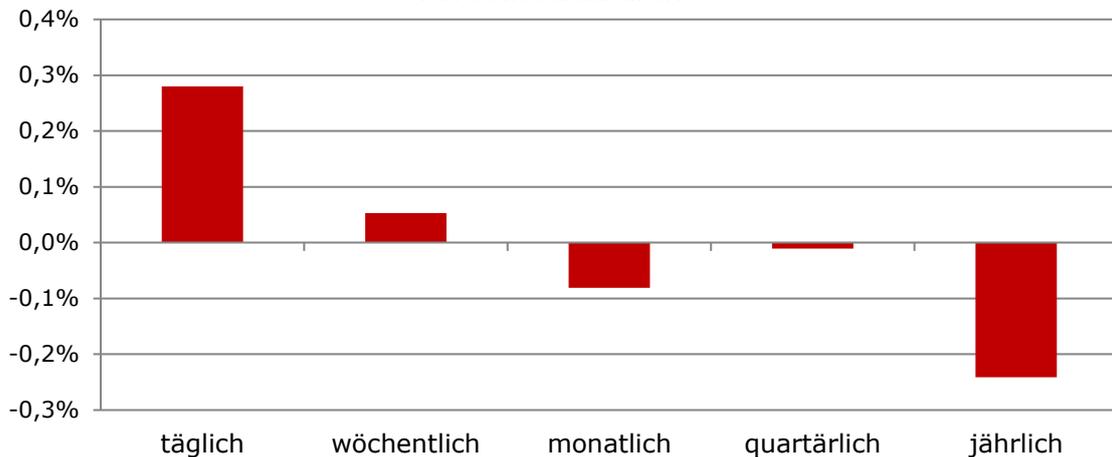
## Wochenausblick für die Zeit vom 16. bis 20. September 2019

|                               | Apr  | Mai  | Jun   | Jul   | Aug   | Sep   | Veröffentlichung |
|-------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|------------------|
| D: ZEW Konjunkturerwartungen  | 3,1  | -2,1 | -21,1 | -24,5 | -44,1 | -28   | 17. September    |
| D: ZEW Konjunkturlage         | 5,5  | 8,2  | 7,8   | -1,1  | -13,5 | -15,0 | 17. September    |
| D: Produzentenpreise, m/m     | 0,5% | -0,1 | -0,4% | 0,1%  | 0,0%  |       | 20. September    |
| D: Produzentenpreise, y/y     | 2,5% | 1,9% | 1,2%  | 1,1%  | 0,8%  |       | 20. September    |
| E-19: Konsumentenpreise, m/m  | 0,7% | 0,1% | 0,2%  | -0,5% | 0,2%  | 0,2%  | 18. September    |
| E-19: Konsumentenpreise, y/y  | 1,7% | 1,2% | 1,3%  | 1,0%  | 1,0%  |       | 18. September    |
| E-19: Kerninflationsrate, y/y | 1,3% | 0,8% | 1,1%  | 0,9%  | 0,9%  |       | 18. September    |
| E-19: Konsumentenvertrauen    | -7,3 | -6,5 | -7,2  | -6,6  | -7,1  | -6,5  | 20. September    |

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Rebalancing lohnt sich!

Wertentwicklungseffekt (p.a.) des Rebalancings je nach Rebalancingfrequenz in 2000 generierten Multi-Asset-Portfoliostrukturen



Als Investor steht man grundsätzlich immer vor der Frage, ob man von seiner strategischen Allokation temporär abweicht und damit taktisch allokiert, oder aber diese strategische Allokation eisern „durchhält“. Wir sind als aktive Asset Manager durchaus Freunde der taktischen Allokation. Trotzdem muss es nicht zwangsläufig falsch sein, nur auf eine statische, strategische Allokation zu setzen, wenn der Investmenthorizont sehr lang ist, die strategische Allokation in sich schon stark diversifiziert ist und man als Kunde auch mögliche größere temporäre Draw-Downs aushält. Allerdings liegt auch hier wie so oft der Teufel im Detail. Denn eine vorgegebene strategische Allokation findet sich im Portfolio nur im Moment der Umsetzung exakt so wieder; durch die unterschiedliche Performance der verschiedenen Assetklassen und Märkte entfernt sich ein jedes Portfolio mit jedem Tag immer weiter von der einmal

gewählten strategischen Allokation. Daher muss in regelmäßigen Abständen ein sog. Rebalancing erfolgen, sodass das konkrete Portfolio wieder auf die gewünschte Struktur der strategischen Allokation zurückgeführt wird. Doch jetzt wird es spannend: Sollte man dies mit einer hohen Frequenz machen, oder reicht es, z.B. einmal im Jahr ein solches Rebalancing durchzuführen? Theoretische Erwägungen sprechen eher für ein häufiges Rebalancing, jedoch ist alle Theorie grau. Wir haben daher anhand 2000 konkreter Multi-Asset-Portfolios diesen Effekt getestet und sind zu einem klaren Ergebnis gekommen: Wer schon an einer strategischen Allokation festhält, sollte – so die Kosten dies erlauben – so häufig wie möglich ein Rebalancing vornehmen.

## Überblick über Marktdaten

| Aktienmärkte                   | Stand               | Veränderung zum        |                        |                         |                          |                   |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
|                                | 12.09.2019<br>17:18 | 05.09.2019<br>-1 Woche | 09.08.2019<br>-1 Monat | 11.06.2019<br>-3 Monate | 11.09.2018<br>-12 Monate | 31.12.2018<br>YTD |
| Dow Jones                      | 27186               | 1,7%                   | 3,4%                   | 4,4%                    | 4,7%                     | 16,5%             |
| S&P 500                        | 3004                | 0,9%                   | 2,9%                   | 4,1%                    | 4,0%                     | 19,8%             |
| Nasdaq                         | 8191                | 0,9%                   | 2,9%                   | 4,7%                    | 2,7%                     | 23,4%             |
| DAX                            | 12395               | 2,2%                   | 6,0%                   | 2,0%                    | 3,5%                     | 17,4%             |
| MDAX                           | 26184               | 1,2%                   | 3,3%                   | 2,9%                    | -0,6%                    | 21,3%             |
| TecDAX                         | 2871                | 0,9%                   | 3,1%                   | 1,7%                    | -0,9%                    | 17,2%             |
| EuroStoxx 50                   | 3530                | 1,3%                   | 5,9%                   | 3,8%                    | 6,6%                     | 17,6%             |
| Stoxx 50                       | 3203                | 0,7%                   | 4,7%                   | 1,9%                    | 7,4%                     | 16,1%             |
| SMI (Swiss Market Index)       | 10086               | 1,0%                   | 3,4%                   | 2,5%                    | 13,1%                    | 19,7%             |
| FTSE 100                       | 7327                | 0,8%                   | 1,0%                   | -1,0%                   | 0,7%                     | 8,9%              |
| Nikkei 225                     | 21760               | 3,2%                   | 5,2%                   | 2,6%                    | -4,0%                    | 8,7%              |
| Brasilien BOVESPA              | 103899              | 1,6%                   | -0,1%                  | 5,0%                    | 39,2%                    | 18,2%             |
| Russland RTS                   | 1358                | 1,5%                   | 5,3%                   | 1,1%                    | 28,6%                    | 27,4%             |
| Indien BSE 30                  | 37104               | 1,3%                   | -1,3%                  | -7,1%                   | -0,8%                    | 2,9%              |
| China Shanghai Composite       | 3031                | 1,5%                   | 9,2%                   | 3,6%                    | 13,8%                    | 21,5%             |
| MSCI Welt (in €)               | 2194                | 1,1%                   | 4,3%                   | 5,2%                    | 7,2%                     | 20,9%             |
| MSCI Emerging Markets (in €)   | 1017                | 1,6%                   | 5,2%                   | 1,1%                    | 6,3%                     | 9,3%              |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| Bund-Future                    | 174,24              | -307                   | -292                   | 288                     | 1494                     | 1070              |
| Bobl-Future                    | 135,57              | -20                    | -10                    | 155                     | 453                      | 305               |
| Schatz-Future                  | 112,25              | -20                    | -25                    | 14                      | 44                       | 31                |
| 3 Monats Euribor               | -0,43               | 1                      | -3                     | -11                     | -11                      | -12               |
| 3M Euribor Future, Dez 2019    | -0,54               | 0                      | 1                      | -16                     | -42                      | 0                 |
| 3 Monats \$ Libor              | 2,13                | 3                      | -5                     | -32                     | -21                      | -68               |
| Fed Funds Future, Dez 2019     | 1,67                | 6                      | 11                     | -16                     | -111                     | -1                |
| 10-jährige US Treasuries       | 1,75                | 18                     | 2                      | -40                     | -123                     | -94               |
| 10-jährige Bunds               | -0,55               | 4                      | 3                      | -32                     | -98                      | -79               |
| 10-jährige Staatsanl. Japan    | -0,21               | 7                      | 2                      | -9                      | -32                      | -21               |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz  | -0,75               | 13                     | 17                     | -27                     | -72                      | -58               |
| US Treas 10Y Performance       | 643,14              | -1,5%                  | 0,0%                   | 4,3%                    | 14,8%                    | 10,8%             |
| Bund 10Y Performance           | 684,13              | -0,2%                  | -0,1%                  | 3,6%                    | 11,1%                    | 9,1%              |
| REX Performance Index          | 502,99              | -0,3%                  | -0,2%                  | 1,4%                    | 4,0%                     | 3,1%              |
| IBOXX AA, €                    | 0,10                | 6                      | 9                      | -29                     | -73                      | -78               |
| IBOXX BBB, €                   | 0,79                | 7                      | 6                      | -46                     | -93                      | -127              |
| ML US High Yield               | 6,31                | -4                     | -24                    | -35                     | -27                      | -170              |
| JPM EMBI+, Index               | 863                 | -1,0%                  | -3,4%                  | 0,3%                    | 11,9%                    | 9,1%              |
| Wandelanleihen Exane 25        | 7573                | 0,0%                   | 1,0%                   | 3,7%                    | 2,3%                     | 9,9%              |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| CRB Spot Index                 | 384,14              | -1,0%                  | -4,2%                  | -6,9%                   | -6,4%                    | -6,1%             |
| MG Base Metal Index            | 301,22              | 1,2%                   | 3,0%                   | 3,1%                    | -0,1%                    | 2,2%              |
| Rohöl Brent                    | 59,43               | -4,3%                  | 1,4%                   | -5,2%                   | -24,5%                   | 11,9%             |
| Gold                           | 1509,40             | -0,6%                  | 0,5%                   | 13,8%                   | 26,8%                    | 17,8%             |
| Silber                         | 18,07               | -3,5%                  | 6,2%                   | 22,4%                   | 28,1%                    | 16,5%             |
| Aluminium                      | 1796,75             | 2,2%                   | 3,1%                   | 2,8%                    | -10,4%                   | -3,5%             |
| Kupfer                         | 5738,75             | -1,5%                  | 0,1%                   | -2,0%                   | -1,8%                    | -3,5%             |
| Eisenerz                       | 92,34               | 1,8%                   | -1,4%                  | -10,1%                  | 36,2%                    | 33,4%             |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 2366                | -5,3%                  | 35,4%                  | 114,1%                  | 64,4%                    | 86,2%             |
| <b>Devisenmärkte</b>           |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| EUR/ USD                       | 1,1034              | -0,2%                  | -1,5%                  | -2,5%                   | -4,7%                    | -3,6%             |
| EUR/ GBP                       | 0,8953              | -0,1%                  | -3,5%                  | 0,6%                    | 0,5%                     | -0,3%             |
| EUR/ JPY                       | 119,07              | 0,9%                   | 0,5%                   | -3,3%                   | -7,6%                    | -5,4%             |
| EUR/ CHF                       | 1,0934              | 0,7%                   | 0,3%                   | -2,7%                   | -3,0%                    | -3,0%             |
| USD/ CNY                       | 7,0783              | -1,1%                  | 0,2%                   | 2,4%                    | 3,0%                     | 2,9%              |
| USD/ JPY                       | 107,83              | 0,8%                   | 2,0%                   | -0,6%                   | -3,4%                    | -1,6%             |
| USD/ GBP                       | 0,8116              | 0,0%                   | -2,0%                  | 3,2%                    | 5,5%                     | 3,4%              |

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

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

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

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

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@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.