

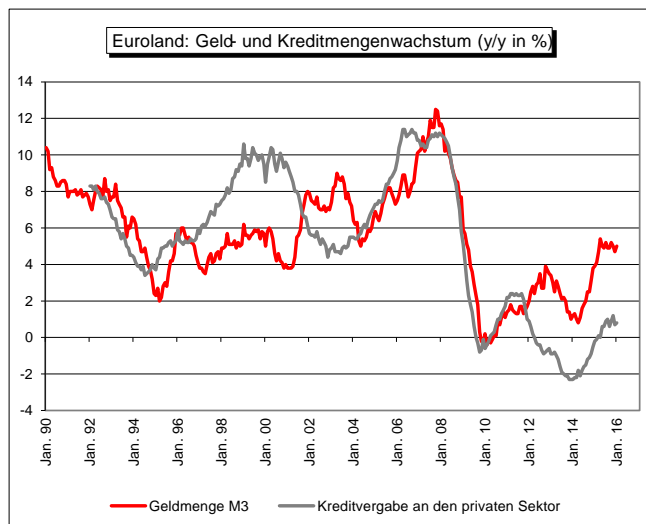
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Die Geldpolitik der EZB: Eine ordnungspolitische Abrechnung

In den letzten Monaten ist die EZB mit ihrer Geldpolitik an die Grenze dessen gegangen, was nach konventionellen Maßstäben als gerade noch vertretbar gilt. Sowohl die Erweiterung des Aufkaufprogramms von Anleihen als auch die weitere Reduzierung des Einlagenzinses sowie die erweiterten Refinanzierungsmöglichkeiten für Geschäftsbanken, bei denen man unter bestimmten Voraussetzungen eine Art „Prämie“ für die Vergabe von Krediten erhält, lassen sich kaum noch einmal signifikant ausweiten.

Die nächste „Eskalationsstufe“ wäre der schon viel zitierte Abwurf von „Helikoptergeld“, aber selbst für die experimentierfreudige EZB scheint dieser Schritt noch tabu zu sein, auch wenn EZB-Präsident Draghi von einem „interessanten Konzept“ spricht und EZB-Direktor Coeuré als Ökonom die damit zusammenhängende akademische Debatte „spannend findet“.

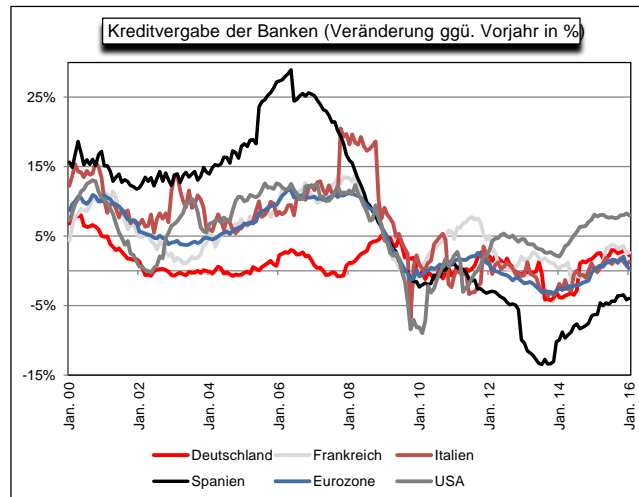
Die EZB sieht sich zu diesen teilweise extremen geldpolitischen Maßnahmen gezwungen, da auf der einen Seite eine gewisse Deflationsgefahr besteht (die Inflationsrate der Euro-Zone ist immer noch leicht negativ) und auf der anderen Seite die Kreditvergabe bei weitem nicht so erfolgreich verläuft wie von der EZB gewünscht. In der Vergangenheit wäre bei den aktuell vorliegenden Geldmengenwachstumsraten die Kreditvergabe um etwa fünf Prozent gewachsen; in Wirklichkeit liegt die Wachstumsrate der Kreditvergabe nur knapp im positiven Bereich. Das wird als der empirische Beleg dafür gewertet, dass der klassische geldpolitische Transmissionsmechanismus gestört ist und eine unkonventionellere Geldpolitik gerechtfertigt erscheint.



Auch wir können uns mit der Idee anfreunden, dass in diesem speziellen Umfeld eine ausschließlich klassische Geldpolitik mit ihrem konventionellen Instrumentenbaukasten vermutlich zu kurz greift.

Allerdings greift es auch zu kurz, wenn man die bisherige EZB-Geldpolitik nur mit den immer offiziell nach vorne gestellten Gründen rechtfertigt. Denn neben leicht negati-

ven Inflationsraten und einer schwachen Kreditvergabe macht sich die EZB in erster Linie natürlich über die Refinanzierung einiger Länder im Euroraum Sorgen.



So kann gezeigt werden, dass bei realistischen Annahmen bezüglich des nominalen BIP-Wachstums und des Primärüberschusses in Italien ein Anstieg der staatlichen Verschuldung unausweichlich ist, wenn der Coupon der ausstehenden Staatsanleihen nicht dramatisch reduziert wird. Um es konkret zu machen: Wir gehen davon aus, dass sich die Verschuldung des italienischen Staates relativ zum BIP langfristig und nachhaltig erst dann stabilisieren wird, wenn der Coupon der ausstehenden Anleihen etwa ein Prozent erreicht hat. Um zu diesem Ziel zu gelangen, wird die EZB noch viele Jahre die Renditen auf tiefsten Niveaus regelrecht festzementieren müssen. Damit ist auch schon der geldpolitische Fahrplan für die nächsten Jahre klar, und zwar ganz unabhängig von der tatsächlichen Inflationsentwicklung oder der tatsächlichen Kreditvergabe.

Während die Stoßrichtung dieser Geldpolitik von angelsächsischen und südeuropäischen Ökonomen oftmals als unkritisch eingeschätzt wird, werden aus deutschen Reihen immer wieder Zweifel und Kritik geäußert. Dies wiederum stößt im Ausland nicht selten auf Unverständnis und wird oftmals mit der allgemeinen deutschen Neigung erklärt, Sachverhalte immer etwas zu negativ und kleinkariert zu betrachten.

Doch so einfach ist es nicht. Die kritische Haltung vieler deutscher Volkswirte lässt sich durch eine teilweise andere Tradition in der Ausbildung erklären. Während im angelsächsischen Raum eher formale und damit mathematische Betrachtungen im Vordergrund stehen, war der in Deutschland gelehrte Mainstream vor allem früher (und leider aktuell immer weniger) durch ordnungspolitische Überlegungen geprägt. In der Ordnungspolitik geht es – wie der Name schon sagt – um die Gestaltung der Wirtschaftsordnung und damit letztlich um die Frage, welche Anreize gesetzt werden müssen, damit wirtschaftliche Prozesse bestmöglich ihre wohlfahrtsmaximale Wirkung entfalten können. Hier geht es dabei nicht nur um die Frage, welche Voraussetzungen geschaffen werden müssen, damit effiziente Wirt-

schaftsprozesse entstehen, sondern auch darum, welche Voraussetzungen notwendig sind, damit diese Prozesse auch langfristig möglichst störungsfrei funktionieren. Nicht ohne Grund sprach Walter Eucken als einer der Väter der Ordnungspolitik auch von konstituierenden und regulierenden Prinzipien, die erfüllt sein müssen, damit eine Wirtschaftsordnung für die breite Gesellschaft positive Wohlfahrtseffekte erzielt. Auch wenn diese Überlegungen teilweise schon auf Publikationen aus den 20er Jahren des vergangenen Jahrhunderts zurückgehen, sind sie doch immer noch brandaktuell.

Wir sind der festen Überzeugung, dass eine Orientierung an diesen konstituierenden und regulierenden ordnungspolitischen Prinzipien auch noch heute über den Erfolg und Misserfolg ganzer Volkswirtschaften entscheiden kann. Und in gewisser Weise sind diese Prinzipien sogar hochmodern, denn letztlich geht es vor allem darum, die Wirtschaft nicht nur kurzfristig zum Laufen zu bringen, sondern das Wirtschaften – um eine Modewort zu gebrauchen – nachhaltig zu gestalten. Es geht also darum, (negative) externe Effekte im Handeln zu berücksichtigen und über Haftungsprinzipien verantwortliches Handeln zu incentivieren. Eine Prüfung wirtschaftspolitischer oder geldpolitischer Eingriffe kann vor einem ordnungspolitischen Hintergrund daher nur dann positiv ausfallen, wenn die zu prüfenden Eingriffe oder Instrumente nicht nur ein kurzfristiges Strohfeuer entfachen, sondern auch sehr langfristig wohlfahrtsfördernd wirken und das wirtschaftliche Handeln und Geschehen langfristig nicht negativ beeinflussen.

John Maynard Keynes hat solche Gedanken zwar versucht ins Lächerliche zu ziehen, indem er gerne bemerkte, dass wir langfristig alle tot seien, aber das ändert zumindest bei einer intergenerativen Betrachtung nichts an der Richtigkeit solcher Überlegungen. Wer vor dem Hintergrund dieser ordnungspolitischen Gedankenwelt seine volkswirtschaftliche Ausbildung genossen hat, wird daher nicht anders können, als die EZB-Geldpolitik mit skeptischen Augen zu betrachten. Dies liegt letztlich daran, dass die EZB versucht, langfristig angelegte Probleme mit kurzfristig wirkenden geldpolitischen Maßnahmen zu kaschieren.

Nehmen wir dazu als Beispiel den Versuch, über tiefe Renditen die Refinanzierungsfähigkeit von Staaten zu erhalten. Durch die massiven Interventionen der europäischen Notenbank ist der Markt inzwischen soweit manipuliert worden, dass Renditen das gewünschte Niveau erreicht haben und damit die Refinanzierungsfähigkeit von Staaten (und Unternehmen) zunächst gesichert erscheint. Kurzfristig lässt sich damit das gesetzte Ziel erreichen, aber der langfristige Schaden, der damit einhergeht, wird gerne übersehen. Der angerichtete Schaden hat mehrere Dimensionen.

So besteht der Schaden beispielsweise darin, dass massiv manipulierte Zinsen und Renditen ihren ökonomischen Informationsgehalt verlieren. Unter normalen Umständen ist die Höhe eines Zinses immer das Ergebnis der Bönität des Schuldners. Wenn sich dieser Marktpreis nicht mehr frei bilden kann, kann der Marktpreis auch keine Signalfunktion mehr ausüben. Beispielsweise lag zum Höhepunkt der Eurokrise die Rendite zehnjähriger italienischer Staatsanleihen bei über sieben Prozent und damit fünf Prozent-

punkte über der Rendite vergleichbarer Bundesanleihen. Der Preis und die Rendite der italienischen Anleihen signalisierten somit eine ökonomische Schieflage und eine gestiegene Wahrscheinlichkeit eines zukünftigen Zahlungsausfalls. Aktuell liegt die Rendite zehnjähriger italienischer Staatsanleihen bei 1,2 Prozent, der Renditeaufschlag zu deutschen Bundesanleihen bei einem Prozentpunkt. Dabei hat sich die strukturelle Wettbewerbsfähigkeit und Verschuldung des italienischen Staates kaum verändert; verändert hat sich nur die Geldpolitik. Damit geht aber auch ein wichtiges Signal an die Politik verloren: Das Signal lässt sich in etwa so interpretieren: Was die Politik versäumt, regelt letztlich die Notenbank. Das allerdings ist ein gefährliches Missverständnis, denn die Notenbank kann selbst mit der denkbar expansivsten Geldpolitik keine sinnvolle Wirtschafts- und Strukturpolitik ersetzen. Da aber der unmittelbare Druck auf die Politik gemildert wird, bleiben Reformen aus, so dass die Lage langfristig eher verschlimmert als verbessert wird. Das ist in etwa so, als wenn sich ein verletzter Sportler immer wieder „fitspritzen“ ließe, obwohl die einzig sinnvolle Lösung eine Operation mit längerem Ausfall und folgendem Aufbautraining wäre.

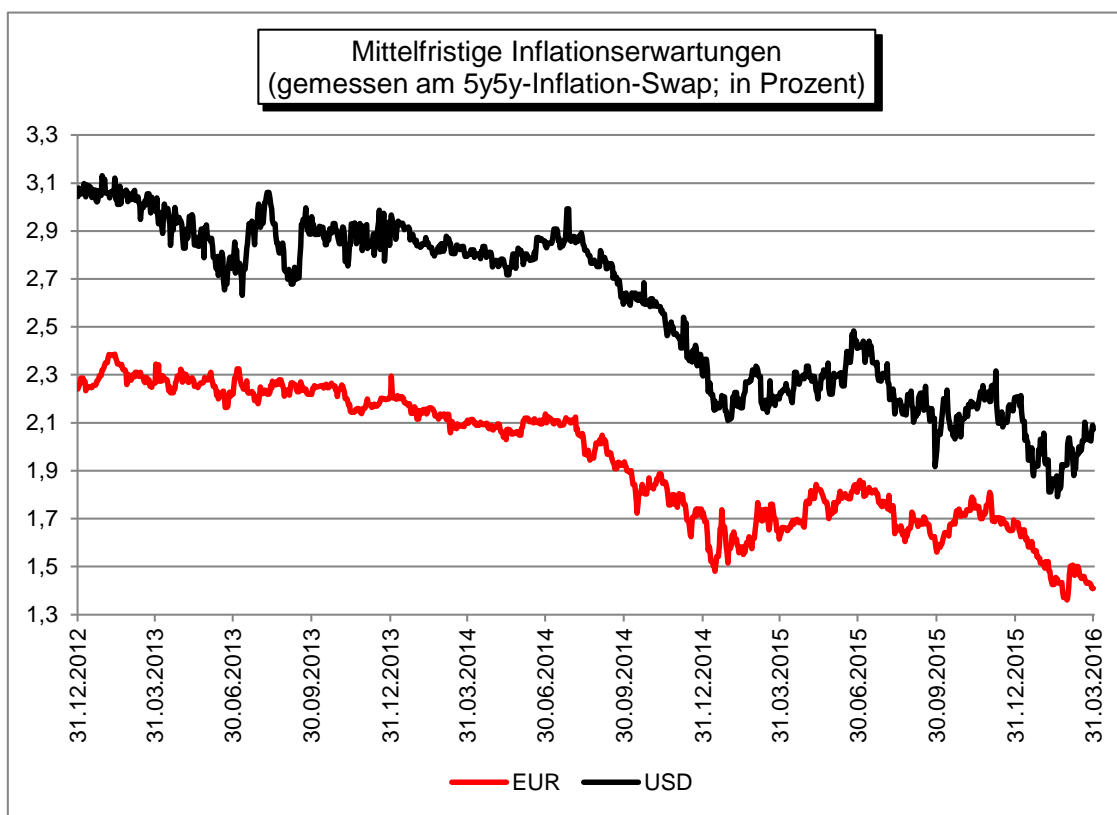
Die falschen Anreizwirkungen entstehen aber nicht nur beim staatlichen Handeln. Auch für die Privatwirtschaft ist die expansive Geldpolitik problematisch, denn auch hier werden die in den Preisen enthaltenen Informationen verzerrt. Im Ergebnis führt dies dazu, dass sich Unternehmen zu extrem günstigen Konditionen refinanzieren können, obwohl sie hinsichtlich ihrer Bilanzqualität alles andere als vorbildlich aufgestellt sind. Wir befürchten, dass dieser Sachverhalt Anreize reduziert, mit Augenmaß und Vorsicht zu wirtschaften und auf möglichst hohe Effizienz und Produktivität zu achten. Zudem überleben Unternehmen, die im Strukturwandel unter normalen Umständen untergehen würden, und der von Schumpeter beschriebene Prozess der schöpferischen Zerstörung wird verlangsamt. Schließlich sinkt durch die tiefen Zinsen der Anreiz zur Ersparnisbildung, was wiederum einen negativen Effekt auf Investitionen hat. Wie man es auch dreht und wendet: Kurzfristig mögen tiefe Zinsen für die Konjunktur hilfreich sein, doch langfristig sinkt das Trendwachstum und damit das Wohlfahrtspotenzial, da Kapital nicht mehr sinnvoll genutzt wird. Der größtmögliche ordnungspolitische Sündenfall wäre aber erst dann erreicht, wenn die EZB tatsächlich auf die eine oder andere Weise „Helikoptergeld“ in den Umlauf brächte. Denn diese durch die Notenpresse finanzierten Geldgeschenke suggerieren, dass wirtschaftlicher Erfolg und wirtschaftliches Handeln voneinander entkoppelt werden könnten nach dem Motto: Was realwirtschaftlich schief läuft, kompensiert die EZB durch frisches Geld, das man direkt unter die Leute bringt. Auch für die Politik wäre das Signal fatal, und die Büchse der Pandora ließe sich kaum noch schließen, nachdem die Politik erst einmal das Potenzial von Wahlgeschenken ohne Notwendigkeit der Gegenfinanzierung erkannt hätte. Vermutlich wird es aber nie dazu kommen, da selbst bei der EZB in Teilen noch einige ordnungspolitisch motivierte Hemmschwellen vorhanden sind. Sollte Helikoptergeld aber tatsächlich eine ernsthafte Option werden, wäre dies vermutlich der Anfang vom Ende der Eurozone in ihrer jetzigen Form.

Wochenausblick für die Zeit vom 4. April bis 08. April 2016

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge, m/m	1,5%	-0,2%	-0,1%	0,3%			5.4.2016
D: Auftragseingänge, y/y	2,2%	-2%	1%	2,2%			5.4.2016
D: Industrieproduktion, m/m	-0,2%	-0,3%	3,3%	-0,7%			5.4.2016
D: Industrieproduktion, y/y	0,2%	-1,3%	2,3%	1,7%			5.4.2016
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,2%	-0,8%	-1%	-0,1%			4.4.2016
E-19: Produzentenpreise, y/y	-3,2%	-3%	-2,9%	-3,6%			4.4.2016

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Inflationserwartungen in den USA steigen an – im Gegensatz zur Eurozone



Die US-Notenbank hat auf ihrer letzten Sitzung Mitte März die Leitzinsen, wie von fast allen Marktteilnehmern erwartet, unverändert gelassen. Die Mitglieder des Offenmarktausschusses haben allerdings ihre Prognosen für die Leitzinsstände zum Jahresende der Jahre 2016 bis 2018 deutlich nach unten angepasst. Diese sehr vorsichtige Zinspolitik hat Fed-Präsidentin Janet Yellen bei ihrer letzten öffentlichen Rede nochmals bekräftigt und somit die Kapitalmärkte beruhigt und unterstützt. Allerdings könnte der US-Notenbank von Seiten der Inflation Ungemach drohen. Denn sowohl die Kerninflation als auch die oben dargestellten Inflationserwartungen sind in den USA am aktuellen Rand deutlich angestiegen. Gemessen an den Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer für die Inflation in fünf Jahren für fünf Jahre (5y5y-Inflation-Swap) liegt der Wert für die mittelfristige Inflation schon leicht über

dem Inflationsziel von über 2%. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, könnte der US-Notenbank dazu gezwungen sein, die Zinsen doch stärker anheben zu müssen als von ihr gewollt und vom Markt erwartet. Dies könnte sich dann negativ sowohl auf die wirtschaftliche Entwicklung in den USA als auch auf die Kapitalmärkte auswirken. In Europa ist diese Entwicklung nicht zu erkennen. Trotz der durch die Europäische Zentralbank nochmals expansiver gestalteten Geldpolitik fallen die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer weiter. Hier wird sich zeigen müssen, ob die zusätzlichen Maßnahmen, wie die Erweiterung der Anleihekäufe, Senken des Leit- und des Einlagezinses sowie die neuen TLTRO's dazu führen werden, dass sich die Kreditvergabe erhöht und die Inflation wieder in Richtung des Inflationsziels von unter aber nahe 2% ansteigt. Dies ist aber in naher Zukunft noch nicht zu erwarten.

Finanzmärkte im Überblick					
Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	31.03.2016 15:34	11.03.2016 -1 Woche	17.02.2016 -1 Monat	17.12.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Dow Jones	17741	3,1%	7,8%	1,4%	1,8%
S&P 500	2064	2,1%	7,1%	1,1%	1,0%
Nasdaq	4775	0,6%	5,3%	-4,5%	-4,6%
DAX	9993	1,6%	6,6%	-6,9%	-7,0%
MDAX	20402	3,0%	7,6%	-2,3%	-1,8%
TecDAX	1623	0,3%	2,3%	-10,8%	-11,4%
EuroStoxx 50	3011	-2,0%	3,9%	-8,9%	-7,9%
Stoxx 50	2793	-2,5%	0,8%	-9,8%	-9,9%
SMI (Swiss Market Index)	7804	-2,4%	-1,8%	-9,8%	-11,5%
Nikkei 225	16759	-1,1%	5,8%	-13,4%	-12,0%
Brasilien BOVESPA	50647	2,0%	21,7%	11,9%	16,8%
Russland RTS	879	4,0%	19,5%	11,0%	16,1%
Indien BSE 30	25342	2,5%	8,4%	-1,8%	-3,0%
China Shanghai Composite	3004	6,9%	4,8%	-16,1%	-15,1%
MSCI Welt (in €)	1653	-1,0%	4,6%	-5,0%	-5,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	834	1,4%	10,8%	-0,6%	0,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,19	154	-100	486	527
Bobl-Future	131,07	33	-164	22	40
Schatz-Future	111,80	5	-5	27	28
3 Monats Euribor	-0,24	-2	-5	-11	-11
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,30	-2	2	-11	0
3 Monats \$ Libor	0,64	1	2	7	3
Fed Funds Future, Dez 2016	0,60	-7	11	-24	0
10-jährige US Treasuries	1,82	-16	0	-41	-45
10-jährige Bunds	0,17	-11	-11	-43	-47
10-jährige JGB	-0,06	-4	-11	-34	-31
US Treas 10Y Performance	584,81	0,7%	-0,6%	3,3%	3,6%
Bund 10Y Performance	605,11	0,5%	0,4%	4,2%	4,5%
REX Performance Index	483,82	0,6%	0,2%	1,9%	2,0%
Hypothekenzinsen USA	3,68	0	3	-29	-33
IBOXX AA, €	0,90	-6	-19	-36	-39
IBOXX BBB, €	1,94	-6	-46	-30	-33
ML US High Yield	8,53	-9	-117	-38	-37
JPM EMBI+, Index	742	0,9%	4,1%	5,3%	5,3%
Wandelanleihen Exane 25	6689	0,5%	3,6%	-3,8%	-3,9%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	394,20	2,2%	6,3%	7,0%	3,9%
MG Base Metal Index	243,81	0,1%	6,4%	9,1%	5,0%
Rohöl Brent	37,31	-7,4%	11,8%	0,3%	2,1%
Gold	1237,16	-1,7%	2,1%	17,6%	16,5%
Silber	16,04	2,5%	4,0%	17,0%	15,8%
Aluminium	1508,00	-2,8%	-1,0%	1,4%	0,5%
Kupfer	5096,00	2,2%	11,1%	12,2%	8,3%
Eisenerz	54,60	-6,3%	17,9%	38,2%	24,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	414	6,7%	34,9%	-12,1%	-13,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1390	2,7%	2,3%	5,1%	4,6%
EUR/ GBP	0,7925	2,2%	1,9%	8,9%	7,5%
EUR/ JPY	127,70	1,2%	0,5%	-3,9%	-2,6%
EUR/ CHF	1,0922	-0,2%	-1,0%	1,1%	0,8%
USD/ CNY	6,4537	-0,7%	-1,1%	-0,5%	-0,6%
USD/ JPY	111,39	-2,1%	-2,4%	-9,1%	-7,4%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@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. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.