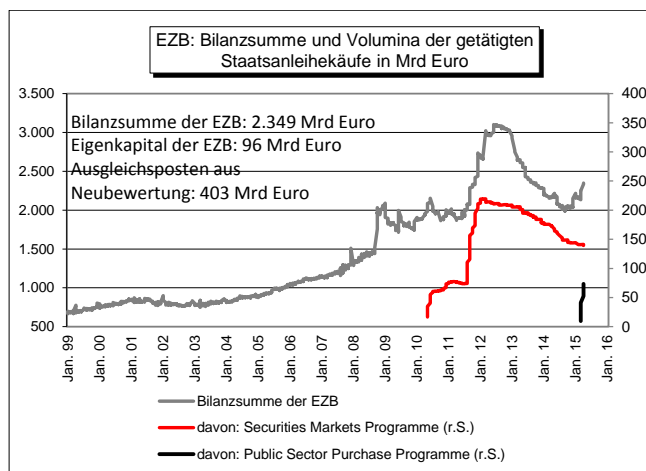


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

**EZB: Wirkt die unkonventionelle Geldpolitik?**

Seit Anfang März kauft die Europäische Zentralbank im Rahmen des sogenannten „Public Sector Purchase Programme (PSPP)“ Staatsanleihen und andere festverzinsliche Wertpapiere von Behörden und supranationalen Institutionen aus der Eurozone an. Zusammen mit dem Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities (ABSPP) und dem Ankaufprogramm für Pfandbriefe (CBPP3) bilden diese drei Kaufprogramme das Expanded Asset Purchase Programme (APP) und damit das Gegenstück der EZB zu den Programmen des „Quantitative Easing“ der amerikanischen Federal Reserve. Die EZB hat sich das Ziel gesetzt im Rahmen des PSPP bis September 2016 jeden Monat Anleihen in einem Umfang von 50 Milliarden Euro zu kaufen; zusammen mit den beiden anderen Programmen sollen dann jeden Monat Anleihekäufe in einem Volumen von 60 Milliarden Euro erfolgen. Setzt sie dieses Programm um, würde sich die Bilanzsumme der EZB in diesem Zeitraum also um rund 1.000 Milliarden Euro erhöhen. In den ersten sechs Wochen seit Beginn der Staatsanleihekäufe liegt die Zentralbank voll im Plan: Per Ende März hatte sie Anleihen im Rahmen des PSPP in einem Volumen von gut 47 Milliarden Euro erworben, per Mitte April waren es schon gut 73 Milliarden Euro.



Welcher Sinn und Zweck wird mit dieser unkonventionellen Geldpolitik der quantitativen Lockerung verfolgt? Grundsätzlich gilt es drei verschiedene Wirkungskanäle zu unterscheiden, über die eine derart ausgestaltete Geldpolitik die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verändern kann. Zum einen sollen die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer beeinflusst werden. Angesichts der Tatsache, dass die Inflationsrate in der Eurozone seit Dezember 2014 im negativen Bereich liegt und sie sich seit mittlerweile zwei Jahren deutlich unter der Zielmarke der EZB von nahe, aber unter zwei Prozent befindet, sieht die Notenbank ein erhebliches Risiko darin, dass die deflationären Risiken einer möglichen Konjunkturerholung entgegenstehen – insbesondere dann, wenn es zu einem negativen konjunkturellen Schock käme. Zwar könnte man argumentieren, dass die niedrige Inflationsrate hauptsächlich auf den deutlich gesunkenen Ölpreis zurückzuführen ist und daher kein Eingreifen der Notenbank erforderlich ist, doch greift die-

ses Argument unseres Erachtens zu kurz. Denn auch die Kerninflationsrate, die die Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert, lag im März 2015 nur bei 0,6 Prozent. Zudem ist es in der Vergangenheit häufig so gewesen, dass die Kerninflationsrate der Gesamtinflation mit etwas zeitlicher Verzögerung gefolgt ist; gilt dieser Zusammenhang auch zukünftig, würde die Kerninflation in den nächsten Monaten Richtung null sinken.

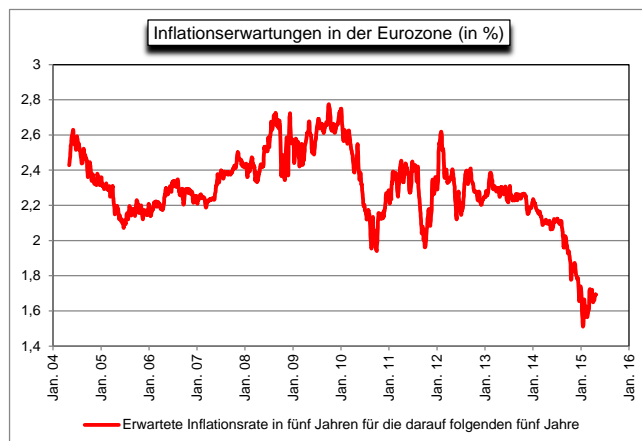
Der zweite Kanal, über den die unkonventionelle Geldpolitik ihre Wirkung entfaltet, ist die Reduzierung des Zinsniveaus. Denn der direkte Ankauf von Staatsanleihen, ABS-Papieren und Pfandbriefen durch die Zentralbank bewirkt eine Nachfrageausweitung nach diesen Papieren, in deren Folge die Preise der Wertpapiere ansteigen; spiegelbildlich zu den höheren Kursen sinken die Renditen. Das dadurch induzierte niedrigere Zinsniveau senkt die Kreditkosten für Unternehmen und Privathaushalte, sodass neue Kredite, mit deren Hilfe zusätzlicher Konsum und weitere Investitionen finanziert werden können, günstiger werden. Mehr wirtschaftliches Wachstum und eine höhere Inflationsrate wären die Folge.

Der dritte Wirkungskanal resultiert als direkte Folge aus dem gesunkenen gesamtwirtschaftlichen Zinsniveau: Da der risikolose Zins dank der Anleihekäufe der Notenbank sinkt, kommt es unmittelbar zu Portfolioanpassungen der Anleger. Staatsanleihen, Pfandbriefe und andere Wertpapiere, deren Rendite durch den Ankauf der Zentralbank unattraktiv geworden ist, werden verkauft. Anlageklassen, die höhere Renditen aufweisen, werden im Gegenzug gekauft, die Preise dieser Assets steigen. Da Portfolioanpassungen auch über die Grenzen hinweg erfolgen, hat das niedrigere Zinsniveau in einer Volkswirtschaft zudem Auswirkungen auf dessen Wechselkurs. Denn auch für ausländische Anleger wird es unattraktiver, in Anleihen zu investieren, deren Rendite aufgrund eines „QE“-Programms sinkt. Verkaufen Ausländer inländische Anleihen, kommt es von daher tendenziell zu einer Abwertung, wenn dieses Geld repatriert wird. Dank der daraus resultierenden verbesserten Wettbewerbsfähigkeit ist ebenfalls ein stärkeres Wirtschaftswachstum und eine höhere Inflation wahrscheinlich.

Ein ganz wesentlicher positiver wirtschaftlicher Effekt, auf den die unkonventionelle Geldpolitik abzielt, besteht also darin, über Vermögenspreiseffekte die „Bilanzen“ von Privathaushalten und Unternehmen zu verbessern, damit von diesen ein größerer wirtschaftlicher Impuls ausgehen kann. Allerdings steht der Chance auf eine bessere wirtschaftliche Entwicklung – verbunden mit einer höheren Inflationsrate – das Risiko gegenüber, dass es an den Finanzmärkten zu Übertreibungen kommen kann, die schädlich für die Finanzstabilität sind. Wenn Vermögenspreisblasen entstehen, die später platzen, hat dies auch fast immer negative realwirtschaftliche Konsequenzen. Genau dies ist eines der stärksten Argumente der Kritiker der unkonventionellen Geldpolitik. Darüber hinaus führt das niedrigere Zinsniveau auch dazu, dass Akteure, deren Profitabilität hauptsächlich von der Höhe des Zinsniveaus (oder genauer

gesagt von der Steilheit der Zinsstrukturkurve, also dem Unterschied von Zinsen mit kurzer und langer Laufzeit) bestimmt wird, unter Druck geraten. Dazu gehören insbesondere Lebensversicherungen, die bestimmte Garantieverprechungen abgegeben haben.

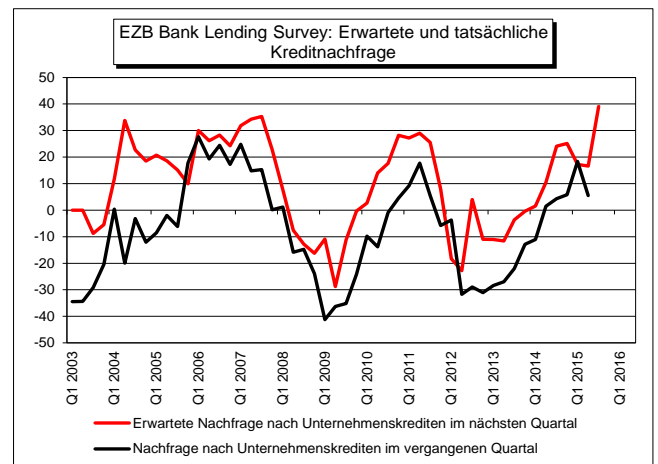
Es ist sicherlich noch viel zu früh, um wirklich nachhaltig beurteilen zu können, ob die Europäische Zentralbank ihre Ziele, die sie mit der unkonventionellen Geldpolitik verfolgt, erreichen wird. EZB-Präsident Mario Draghi hat selbst gesagt, dass sich die Notenbank auf einem geldpolitischen Marathonlauf einstellt, bei dem sie gerade erst den ersten Kilometer absolviert hat. Dennoch lässt sich immerhin schon ein kleines Zwischenfazit ziehen, wie sich die Notenbank auf der Kurzstrecke schlägt. Und da sieht es gar nicht schlecht aus. Immerhin lässt sich beobachten, dass sich die Inflationserwartungen nach der Ankündigung und dem Beginn des Anleiheaufkaufprogramms der EZB etwas erhöht haben. Allerdings liegt der aktuelle Wert von knapp 1,7 Prozent für den Swapsatz, der die erwartete Inflation in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre abbildet, immer noch deutlich niedriger als es im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre der Fall gewesen ist. Von daher kann man bislang auch allenfalls von einer Stabilisierung der Inflationserwartungen auf einem sehr niedrigen Niveau sprechen – nicht mehr und nicht weniger.



Etwas deutlichere Signale gibt es hingegen vom zweiten Wirkungskanal, den Auswirkungen der Geldpolitik auf die Zinsentwicklung und die potenzielle Kreditvergabe der Geschäftsbanken. Schaut man sich zunächst die Entwicklung der Geldmengenaggregate M1 und M3 in der Eurozone an, so zeigt sich hier, dass das Geldmengenwachstum seinen Tiefpunkt schon vor rund zwölf Monaten erreicht hat und es seit dem langsam, aber stetig aufwärts geht. Im Februar 2015 betrug das Wachstum der Geldmenge M3 vier Prozent, M1 wuchs sogar mit einer Jahresrate von gut neun Prozent. Die Kreditvergabe, die seit Mai 2012 Monat für Monat gesunken war, stagnierte zuletzt; auch dies ist immerhin ein kleiner Lichtblick. Aus ökonomischer Sicht ist insbesondere das Wachstum der Geldmenge M1 vielversprechend, weil sich hier in der Historie ein recht enger Zusammenhang mit dem Wachstum der Industrieproduktion in der Eurozone zeigt. Zusammen mit den zuletzt mehrheitlich etwas besseren konjunkturellen Frühindikatoren lässt sich daraus ableiten, dass die wirtschaftliche Erholung in den nächsten Quartalen voranschreiten wird. Nichtsdes-

totrotz spricht derzeit vieles dafür, dass die konjunkturelle Dynamik dennoch vergleichsweise schwach bleiben wird. Dies liegt vor allem am gesunkenen Wachstumspotenzial in der Eurozone, das auf eine alternde Bevölkerung, eine schwache Investitionstätigkeit und einem daraus resultierenden geringen Produktivitätszuwachs zurückzuführen ist.

Das aufgrund der Anleihenkäufe der EZB gesunkene Zinsniveau könnte jedoch in absehbarer Zeit zu einer stärkeren Belebung der Kreditnachfrage seitens der Unternehmen und Privathaushalte führen. Dies signalisieren die Umfrageergebnisse des jüngsten Bank Lending Survey, den die EZB Anfang April veröffentlicht hat. Zwar ging die Nachfrage nach neuen Unternehmenskrediten im letzten Quartal etwas zurück, gleichwohl blieb sie stärker als es im Mittel der letzten Jahre der Fall gewesen ist. Zudem gehen die befragten Banken davon aus, dass die Kreditnachfrage in den nächsten Monaten deutlich zunehmen wird. Da auch die Privathaushalte mehr Kredite aufnehmen wollen, könnte sich diese Entwicklung positiv auf Investitionen und Konsum auswirken.



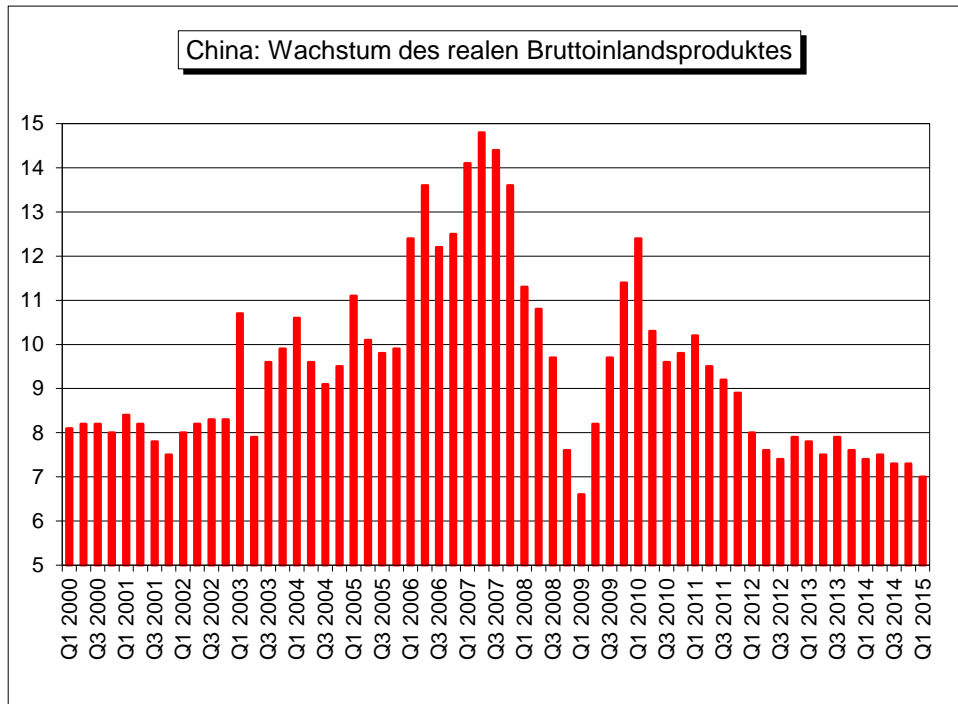
Am deutlichsten lassen sich die Erfolge der unkonventionellen Geldpolitik der EZB bislang bei den Portfolioanpassungen ablesen. So hat das gesunkene Zinsniveau dazu geführt, dass Anleger beispielsweise vermehrt in europäische Aktien investiert haben. So weisen die meisten Aktienmärkte in der Eurozone seit Jahresbeginn ein Plus von etwa 20 Prozent auf, womit sie die USA, Japan und die meisten Schwellenländerbörsen hinter sich gelassen haben. Die positive Entwicklung liegt zum einen an der Erwartung, dass die Unternehmen, dank des gesunkenen Ölpreises, des schwachen Euro und der niedrigen Zinsen in diesem und im nächsten Jahr ihre Gewinne steigern können, zum anderen aber auch an der Ausweitung von Bewertungskennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis. Wir gehen davon aus, dass sich die Bewertung in Zukunft sogar noch weiter verteuern könnte, so dass wir weiteres Kurspotenzial für europäische Aktien sehen. Von daher sollten von den Vermögenspreisen zukünftig noch stärkere positive Impulse für das Wirtschaftswachstum ausgehen, auch wenn dieser Effekt in der Eurozone aufgrund des Anlegerverhaltens sicherlich schwächer ausfallen wird als in den USA. Alles in allem sehen wir die Geldpolitik der EZB auf gutem Weg. Aber man sollte sich darüber im Klaren sein, dass es noch viel Zeit beanspruchen wird, ehe die Ziellinie dieses Marathons erreicht ist.

Wochenausblick für die Zeit vom 27. bis 30. April 2015

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: vorl. Inflationsrate, m/m	-0,1%	-0,4%	-0,4%	0,6%	0,2%	0,0%	29. April
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,6%	0,2%	-0,4%	0,1%	0,3%	0,5%	29. April
D: Veränderung Arbeitslose in Tsd, sa.	-15	-26	-10	-20	-14	-25	30. April
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	30. April
D: Importpreise, m/m	-0,8%	-1,7%	-0,8%	1,4%	-0,5%		ab 27. April
D: Importpreise, y/y	-2,1%	-3,7%	-4,4%	-3,0%	-2,9%		ab 27. April
E-19: Geldmenge M3 y/y	3,1%	3,6%	3,7%	4,0%	4,5%		29. April
E-19: Kreditvergabe, y/y	-0,9%	-0,5%	-0,2%	-0,1%	0,2%		29. April
E-19: Industrievertrauen	-3,9	-5	-4,5	-4,6	-2,9	-4	29. April
E-19: Konsumentenvertrauen	-11,6	-10,9	-8,5	-6,7	-3,7	-4,6	29. April
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	11,5%	11,4%	11,4%	11,3%	11,2%		30. April
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,3%	-0,2%	-0,6%	-0,3%	-0,1%	0,0%	30. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Chinesisches Wachstum verlangsamt sich weiter



Bereits in der letzten Woche bestätigte das Statistikamt in Peking die Erwartungen eines schwachen Wirtschaftswachstums im ersten Quartal 2015. Die Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes sank von 7,3% im letzten Quartal 2014 auf 7,0%. Für das Gesamtjahr 2015 erwartet die Regierung in Peking beim BIP lediglich ein Plus von 7%, den niedrigsten Wert seit 25 Jahren. Auch andere Daten deuten auf eine spürbare Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin. So lag beispielsweise der Export im März 15% niedriger als im Monat des Vorjahres. Auch der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe ist im April überraschend auf 49,2 Punkte gefallen (Vormonat 49,6) und liegt nun deutlich unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Als Konsequenz wird die chinesische Zentralbank ihre Geldpolitik vermutlich

weiter lockern, da langfristige Wachstumsraten unter 7% dem chinesischen Arbeitsmarkt schaden. Bereits im November und Februar hatte die Notenbank ihrer Leitzinsen in zwei Schritten auf 5,35% gesenkt. Die Wachstumsraten in China sind im Vergleich zu Europa oder den USA allerdings immer noch sehr hoch. China befindet sich gerade in einer Transformationsphase. Im Mittelpunkt stehen nicht mehr rekordverdächtige Wachstumsraten, sondern die Qualität des Wachstums. Das bisherige Modell, in dem das Wirtschaftswachstum vor allem durch Investitionen und vom Außenhandel getrieben war, stößt zunehmend an Grenzen. Das Wachstum soll daher verstärkt vom privaten Konsum getragen werden. Hierfür sind jedoch anspruchsvolle Strukturreformen notwendig, die zunächst weiter Wachstum kosten werden.

## Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	23.04.2015	16.04.2015	20.03.2015	22.01.2015	31.12.2014
<b>Aktienmärkte</b>	18:06	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	18080	-0,1%	-0,3%	1,5%	1,4%
S&P 500	2109	0,2%	0,0%	2,2%	2,4%
Nasdaq	5035	0,5%	0,2%	6,0%	6,3%
DAX	11724	-2,3%	-2,6%	12,3%	19,6%
MDAX	21011	-1,5%	0,3%	14,8%	24,1%
TecDAX	1654	0,0%	0,1%	13,4%	20,6%
EuroStoxx 50	3698	-1,4%	-0,8%	11,3%	17,5%
Stoxx 50	3538	-0,7%	0,9%	11,0%	17,8%
SMI (Swiss Market Index)	9338	-0,6%	-0,6%	16,7%	4,0%
Nikkei 225	20188	1,5%	3,2%	16,5%	15,7%
Brasilien BOVESPA	55318	1,2%	6,4%	11,9%	10,6%
Russland RTS	1028	-3,1%	19,3%	25,9%	30,1%
Indien BSE 30	27735	-3,2%	-1,9%	-4,4%	0,9%
China Shanghai Composite	4415	5,2%	22,0%	32,0%	36,5%
MSCI Welt (in €)	1787	-0,9%	0,4%	12,3%	17,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1048	-1,3%	7,7%	14,5%	23,1%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	159,15	-103	39	141	328
Bobl-Future	129,45	-21	0	-99	-83
Schatz-Future	111,27	-3	5	8	17
3 Monats Euribor	0,00	0	-2	-6	-8
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,01	1	-1	-1	0
3 Monats \$ Libor	0,28	0	1	2	2
Fed Funds Future, Dez 2015	0,36	3	-9	-9	0
10-jährige US Treasuries	1,97	9	4	7	-20
10-jährige Bunds	0,17	8	-2	-24	-38
10-jährige JGB	0,31	-2	-2	-1	-2
US Treas 10Y Performance	571,15	-0,8%	-0,2%	-0,2%	2,4%
Bund 10Y Performance	601,07	-0,7%	0,3%	2,7%	4,1%
REX Performance Index	476,86	-0,1%	0,3%	0,9%	1,1%
Hypothekenzinsen USA	3,67	0	-11	4	-16
IBOXX AA, €	0,78	6	2	-4	-11
IBOXX BBB, €	1,43	7	5	-23	-36
ML US High Yield	6,37	-2	-24	-59	-58
JPM EMBI+, Index	718	0,1%	2,7%	4,1%	3,8%
Wandelanleihen Exane 25	6997	0,0%	0,8%	4,8%	8,3%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	419,91	-1,6%	0,0%	-4,2%	-6,1%
MG Base Metal Index	291,23	-1,5%	2,2%	0,2%	-4,1%
Rohöl Brent	62,18	2,9%	14,6%	28,2%	8,5%
Gold	1191,27	-0,6%	0,6%	-8,5%	0,4%
Silber	15,80	-3,0%	-6,1%	-14,2%	0,3%
Aluminium	1820,75	-0,9%	1,6%	-2,3%	-0,2%
Kupfer	5902,00	-2,7%	-2,8%	3,6%	-7,3%
Eisenerz	52,00	2,0%	-7,1%	-21,8%	-27,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	600	1,2%	1,5%	-20,1%	-23,3%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,0808	0,9%	0,3%	-7,0%	-11,0%
EUR/ GBP	0,7179	0,0%	-0,8%	-5,1%	-7,5%
EUR/ JPY	129,27	1,3%	-0,8%	-5,4%	-11,0%
EUR/ CHF	1,0319	-0,1%	-2,2%	3,8%	-14,2%
USD/ JPY	119,92	0,8%	-0,1%	1,2%	0,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
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.