



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

17. Mai 2018

### Die europäische Geldpolitik und Bankenregulierung: Ein Weckruf

Wer vor zehn oder zwanzig Jahren gefragt wurde, was die Bank, bei der man arbeite, eigentlich mache, konnte diese Frage in den meisten Fällen schon mit einem Wort umfänglich beantworten: „Fristentransformation“. Fristentransformation ist sowohl für eine Bank als auch für die Volkswirtschaft eine geniale Erfindung. Für die Bank ist sie von Vorteil, da mit ihr ein vergleichsweise planbarer Ertrag generiert werden kann, der die Bank in ihrem Bestand sichert und ihr erlaubt, Eigenkapitalvorsorge für schlechte Zeiten zu betreiben. Für die Volkswirtschaft ist die Fristentransformation bedeutsam, da sie das Bindeglied zwischen der Ersparnis der Bürger und den Investitionen der Wirtschaft ist. Eine Volkswirtschaft ohne Instrumente der Fristentransformation täte sich deutlich schwerer, Investitionen zu finanzieren und gleichzeitig Privatkunden einen Zins auf ihre Bank-einlagen zu zahlen.

Dabei ist die Fristentransformation hinsichtlich ihrer Mechanik einfach zu erklären. Angenommen, eine große Anzahl von Privatkunden hat jeweils einen kleinen Betrag auf ihrem Giro- oder Festgeldkonto mit kurzen Laufzeiten. Da nicht damit zu rechnen ist, dass alle Kunden am gleichen Tag alles Geld von der Bank abziehen werden, kann ein Teil dieser Einlagen von der Bank genutzt werden, um langlaufende Kredite zu vergeben oder aber den Staat langfristig zu finanzieren, indem die Bank Bundesanleihen mit einer Laufzeit von mehreren Jahren erwirbt. Natürlich kann die Bank nicht die komplette theoretisch verfügbare Summe an Einlagen für Kredite und Investitionen in Wertpapiere verwenden. Ein Teil der Einlagen muss bei der Zentralbank „geparkt“ werden. Früher gab es dafür einen kleinen

Zins. Das Rechenbeispiel dazu ist einfach. Angenommen, der Zins auf diese Einlagen bei der Zentralbank lag bei zwei Prozent. Die Bank gewährte dem Privatkunden einen Zins leicht unterhalb dieses Einlagenzinses und generierte somit eine Marge. Die Höhe der Marge ergab sich aus dem Wettbewerb zwischen den Banken. Der restliche Teil der Einlagen wurde als Kredit vergeben oder für Investitionen in Wertpapiere verwendet. Da die Risiken hier etwas höher liegen, ergab sich daraus eine noch etwas höhere Marge. Auch hier bestimmte am Ende immer der Wettbewerb und der Markt, wie hoch diese Marge im Einzelfall ausfiel. Banken konnten in dieser Welt gut leben, und die Volkswirtschaft – und damit Privatkunden und Unternehmen – profitierten insgesamt von den Effekten und Auswirkungen einer funktionierenden Fristentransformation. Ach, was waren das doch für schöne Zeiten!

Wie sieht die Welt heute aus? Auf den ersten Blick gar nicht so viel anders. Wer jedoch hinter die Kulissen schaut, erkennt dramatische Verwerfungen mit den negativen Effekten einer zunehmend gestörten Fristentransformation. Natürlich existieren auch heute Bargeldeinlagen von Privat- und Geschäftskunden. Im Gegensatz zu früher lässt sich damit aber keine Marge mehr erzielen. Denn der Einlagenzins der EZB liegt bei -0,4%, wobei die Banken kaum in der Lage sind, diesen Zins an Kunden weiterzugeben. Im Ergebnis führt dies i.d.R. dazu, dass eine Bank mit jedem zusätzlichen Euro, den ein Kunde auf sein Konto überweist, einen noch größeren Verlust macht. Sicher ließe sich an dieser Stelle einwenden, dass die Bank die Einlagen der Kunden ja nicht zwangsläufig bei der Notenbank „parken“ müsse,

sondern zumindest zu einem gewissen Teil für Kredite oder zur Staatsfinanzierung (über den Kauf von Anleihen) ausgeben könne, um im klassischen Sinn Fristentransformation zu betreiben. Und genau hier liegt der Haken. Denn der Kauf von Anleihen lohnt sich vor dem Hintergrund der QE-Politik der EZB fast nicht mehr. Der Kauf von Aktien wäre eine theoretische Alternative (Aktien haben im Prinzip eine ewige Laufzeit, damit läge hier sogar eine perfekte Fristentransformation vor), doch aufgrund von regulatorischen Vorgaben sind dem sehr enge Grenzen gesetzt. Zu allem Überfluss ist durch die ausufernde Bankenregulierung der letzten Jahre auch die Kreditvergabe und der damit intern notwendige Prozess so kompliziert geworden, dass die zu erzielende Marge kaum noch hoch genug ist, die Risiken und Kosten adäquat zu kompensieren. Und es kommt noch schlimmer: Durch die extrem hohen Eigenkapitalanforderungen wird es Banken immer schwerer gemacht, überhaupt noch Kredite vergeben zu können.

Spätestens hier zeigt sich die komplett schizophrene Natur der europäischen Geldpolitik und der europäischen Bankenregulierung: Auf der einen Seite möchte man die Banken über einen negativen Einlagenzinssatz „zwingen“, Kredite zu vergeben und damit Fristentransformation zu betreiben. Auf der anderen Seite macht man es wiederum über Regulierungseingriffe und Eigenkapitalanforderungen fast unmöglich, diese Kredite zu vergeben. Im Ergebnis führt das zwangsläufig zu fallenden Bankgewinnen und damit zu einer weniger leistungsfähigen Eigenkapitalvorsorge mit dem Ergebnis, dass sich die gesamte Bankwirtschaft in eine Negativspirale begibt, von der keiner profitiert.

Wer dieser Argumentation nicht folgen mag, vergleiche die Gewinnentwicklung der US-Banken mit der Gewinnentwicklung der europäischen Banken. Während US-Banken inzwischen vor Kraft kaum noch laufen können und die US-Wirtschaft von leistungsfähigen Banken massiv profitiert, leidet die europäische Wirtschaft unter Banken, die seit der Finanzkrise nur sehr bedingt an Substanz gewonnen haben. Das ist eine gefährliche Entwicklung, die sich spätestens in der nächsten Rezession bitter rächen wird. Denn Banken brauchen gerade in schlechten Zeiten einen „Puffer“, um weiterhin Kredite vergeben und Fristentransformation betreiben zu können. Dieser „Puffer“ konnte sich aber nie aufbauen, so dass in der nächsten großen Krise mit einem dramatischen Einbruch der Kreditvergabe zu rechnen sein wird. Ironie der Geschichte ist dabei die, dass die Notenbank in dieser Situation noch nicht ein-

mal mit niedrigen Zinsen gegensteuern kann, denn sie sind ja schon niedrig!

Aber auch schon jetzt führt die aktuelle Situation zwangsläufig zu einer gestörten Fristentransformation, die sich auch in Zahlen ablesen lässt: So wächst die Kreditvergabe in der Eurozone nur sehr schwach, obwohl die Konjunktur brummt und die Geldpolitik auch durch unkonventionelle Maßnahmen sehr expansiv ist. Zudem liegt die Wachstumsrate der Geldmenge dramatisch über der Wachstumsrate der Kreditvergabe – ein untrügliches Zeichen dafür, dass etwas nicht stimmt. Das Interessante dabei ist, dass selbst Politiker und vermeintliche Experten außerhalb der Finanzbranche diese Defizite als solche kaum erkennen. Hier wird viel zu oft ohne die intime Detailkenntnis der Vorgänge und quasi aus dem Elfenbeinturm heraus ein Bild gezeichnet, das nicht den Tatsachen entspricht. Und so kann es auch nicht verwundern, dass es so lange gedauert hat, bis endlich Stimmen laut wurden, diese Schieflage zumindest zum Teil zu korrigieren. Fairerweise muss man der Bundesbank zu Gute halten, dass sie hier schon länger eine vergleichsweise vernünftige Position bezieht; erfreulich ist jetzt aber, dass nun auch die französische Notenbank ahnt, dass es so nicht mehr lange weitergehen kann. Dementsprechend hat vor einigen Tagen der französische Notenbankpräsident zaghaft angekündigt, eine Anhebung des Einlagenzinses im kommenden Jahr unterstützten zu wollen.

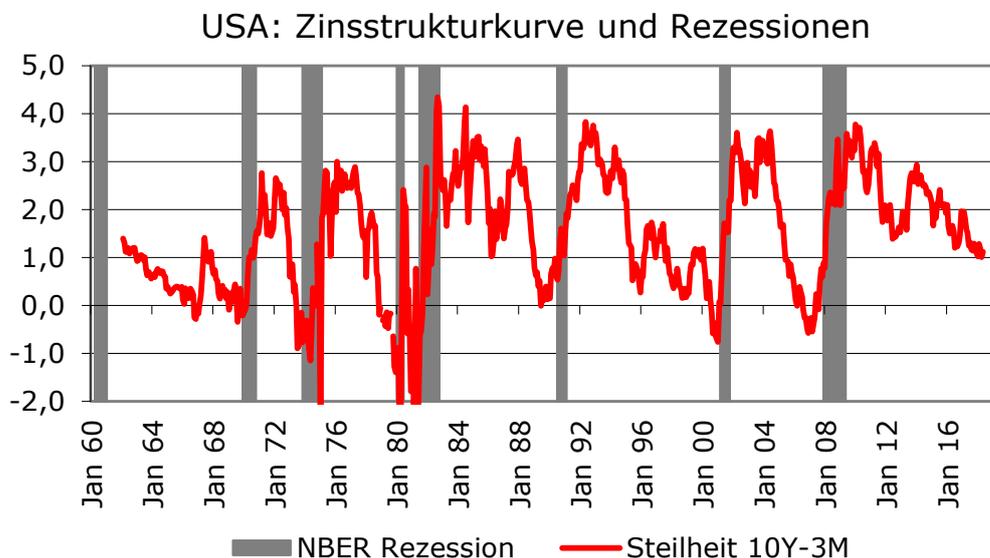
Ist das nun endlich der lang erwartete Silberstreif am Horizont? Sollten Notenbank und Regulierungsbehörden tatsächlich die Not und den daraus folgenden Handlungsdruck erkannt haben? Wir haben nicht den Eindruck, dass das der Fall ist. Vielmehr machen uns die jüngsten Überlegungen, die Bankenregulierung und Bankenaufsicht noch stärker als bisher bei der ESMA in Paris zu zentralisieren, durchaus Angst. Denn hier entsteht ein bürokratisches Monster, das noch weiter von den jeweiligen bankspezifischen Gegebenheiten entfernt ist als eine nationale Aufsichtsbehörde. Zudem wird der Fokus bei der ESMA durch die eher frankophile Ausrichtung auf die Großbanken gerichtet. Der wettbewerbsintensiven deutschen Bankenlandschaft mit vielen kleinen Banken wird diese Ausrichtung nicht gerecht. Dementsprechend werden große Fusionswellen im deutschen Bankgewerbe wahrscheinlicher. Und so entstehen neue systemrelevante Banken, die in der nächsten Krise erneut mit Steuergeldern gerettet werden müssen. Man müsste fast lachen, wenn es nicht zum Weinen wäre.

## Wochenausblick für die Zeit vom 21. Mai bis 25. Mai 2018

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	61,1	60,6	58,2	58,1	58,3		23. Mai
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	57,3	55,3	53,9	53,0	53,3		23. Mai
D: GfK Konsumklima	10,8	11	10,8	10,9	10,8	10,9	24. Mai
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	104,8	104	103,3	102,1	102,5		25. Mai
D: Ifo-Lageeinschätzung	101,4	100,3	100	98,7	99,4		25. Mai
D: Ifo-Geschäftserwartungen	112	110,9	110,7	109,4	109,6		25. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	59,6	58,6	56,6	56,2	56,4		23. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	58,0	56,2	54,9	54,7	55,0		23. Mai
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	1,4	0,1	0,1	0,4	0,5		23. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: US-Zinsstrukturkurve im Fokus



An den Finanzmärkten hält sich mehr oder weniger hartnäckig die Vorstellung, dass eine flache oder sogar inverse Zinsstruktur in den USA immer einer Rezession vorausgeht und damit als Warnsignal gewertet werden kann. Eine flache Renditestrukturkurve entsteht immer dann, wenn die Rendite von Anleihen mit langen Laufzeiten in etwa auf dem Niveau der Renditen kurzlaufender Anleihen liegen. Von einer Inversion spricht man, wenn die Renditen langlaufender Anleihen sogar unter denen kurzlaufender Anleihen notieren. Aktuell liegt beispielsweise die Zinsdifferenz zwischen US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit und dreimonatiger Restlaufzeit etwas über einem Prozentpunkt – im historischen Kontext ist das ein extrem geringer Wert, der auch ökonomisch wenig Sinn macht, da langlaufende Anleihen ein höheres Risiko tragen als

kurzlaufende Anleihen. Diese flache Zinsstrukturkurve ist in der Vergangenheit in der Tat sehr oft ein Vorbote für eine Rezession gewesen, und natürlich stellt sich die Frage, warum es diesmal anders sein sollte. Aus unserer Sicht gibt es aber tatsächlich einen guten Grund dafür, dass sich die Geschichte nicht wiederholt. Denn die Zinsstruktur ist nicht flach, weil die Rendite langlaufender Anleihen aufgrund schlechter Daten sinkt, sondern weil die Rendite kurzlaufender Anleihen aufgrund guter Daten und daraus resultierender höherer Leitzinsen steigt. Wir bleiben also weiterhin optimistisch. Außerdem hat die Gegenbewegung der letzten Tagen, bei der die 10-jährigen US-Staatsanleihen erstmals seit Beendigung des QE-Programms wieder über drei Prozent gestiegen sind, den Trend zu einer noch flacheren Zinsstrukturkurve vorerst gestoppt.

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	17.05.2018	10.05.2018	16.04.2018	16.02.2018	16.05.2017	29.12.2017
	16:22	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24795	0,2%	0,9%	-1,7%	18,2%	0,3%
S&P 500	2724	0,0%	1,7%	-0,3%	13,5%	1,9%
Nasdaq	7398	-0,1%	3,4%	2,2%	19,9%	7,2%
DAX	13085	0,5%	5,6%	5,1%	2,2%	1,3%
MDAX	26805	0,2%	5,0%	2,3%	6,8%	2,3%
TecDAX	2796	0,3%	7,2%	8,5%	25,3%	10,6%
EuroStoxx 50	3579	0,3%	4,0%	4,4%	-1,7%	2,1%
Stoxx 50	3157	0,7%	4,4%	3,3%	-3,6%	-0,7%
SMI (Swiss Market Index)	8976	-0,1%	2,9%	-0,1%	-1,7%	-4,3%
FTSE 100	7766	0,8%	7,9%	6,5%	3,2%	1,0%
Nikkei 225	22838	1,5%	4,6%	5,1%	14,7%	0,3%
Brasilien BOVESPA	85290	-0,7%	2,9%	0,9%	24,2%	11,6%
Russland RTS	1190	0,9%	9,7%	-5,8%	7,0%	3,1%
Indien BSE 30	35149	-0,3%	2,5%	3,3%	14,9%	3,2%
China Shanghai Composite	3154	-0,6%	1,4%	-1,4%	1,3%	-4,6%
MSCI Welt (in €)	2123	0,7%	6,0%	4,9%	4,4%	2,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1155	0,6%	4,1%	1,7%	6,7%	1,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	163,14	407	399	453	266	146
Bobl-Future	130,86	-30	-22	16	-55	-75
Schatz-Future	111,91	-3	0	2	-20	-7
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	1	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	0	2	-3	-19	0
3 Monats \$ Libor	2,33	-3	-3	44	114	63
Fed Funds Future, Dez 2018	2,22	1	9	19	70	0
10-jährige US Treasuries	3,10	12	27	20	77	69
10-jährige Bunds	0,62	7	10	-3	20	20
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	1	2	0	1	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,12	7	9	0	18	25
US Treas 10Y Performance	551,90	-1,1%	-2,2%	-1,4%	-4,2%	-5,1%
Bund 10Y Performance	600,88	-0,6%	-0,8%	1,0%	-0,2%	-1,1%
REX Performance Index	478,55	-0,3%	-0,3%	0,7%	-0,5%	-0,4%
IBOXX AA, €	0,86	6	6	8	10	18
IBOXX BBB, €	1,53	7	14	18	13	30
ML US High Yield	6,52	2	21	10	52	37
JPM EMBI+, Index	792	-0,6%	-3,1%	-2,9%	-3,4%	-5,2%
Wandelanleihen Exane 25	7480	0,0%	1,8%	2,4%	3,4%	1,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	443,55	-0,1%	0,8%	0,3%	2,0%	2,6%
MG Base Metal Index	351,18	-0,4%	-0,9%	-4,1%	22,1%	-2,1%
Rohöl Brent	79,68	3,2%	11,5%	22,8%	53,3%	19,6%
Gold	1289,97	-2,1%	-4,4%	-4,9%	4,2%	-1,0%
Silber	16,32	-2,5%	-2,4%	-2,5%	-2,4%	-4,1%
Aluminium	2336,75	0,3%	-3,1%	5,4%	21,7%	3,6%
Kupfer	6795,00	-1,3%	-1,2%	-5,5%	21,5%	-5,7%
Eisenerz	67,30	1,2%	5,0%	-12,5%	9,5%	-5,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1403	-3,4%	36,9%	29,4%	43,2%	2,7%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1796	-0,7%	-4,6%	-5,4%	6,7%	-1,6%
EUR/ GBP	0,8739	-0,9%	1,3%	-1,4%	1,9%	-1,5%
EUR/ JPY	130,61	0,3%	-1,6%	-1,3%	3,9%	-3,3%
EUR/ CHF	1,1825	-0,7%	-0,4%	2,6%	7,9%	1,1%
USD/ CNY	6,3658	0,3%	1,4%	0,3%	-7,6%	-2,2%
USD/ JPY	110,39	0,9%	3,1%	3,8%	-2,4%	-2,0%
USD/ GBP	0,7410	-0,2%	6,2%	4,0%	-4,3%	0,2%

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.