



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

17. September 2020

Das scheinbare Perpetuum mobile der Geld- und Fiskalpolitik

Ein Perpetuum mobile ist eine Maschine, die ohne Energiezufuhr von außen kontinuierlich laufen kann. Da eine solche Konstruktion gegen den ersten Hauptsatz der Thermodynamik verstößt, kann und wird es eine solche Maschine niemals geben. Trotzdem ist das Internet voll von zweifelhaften und oftmals esoterisch angehauchten Erfindungen, die alle den Anspruch haben, wie ein Perpetuum mobile zu funktionieren. Ein besonderer Grund zu Aufregung ist das allerdings nicht; in den meisten Fällen handelt es sich hierbei nicht um Betrugsfälle, sondern eher um harmlose Spinnereien.

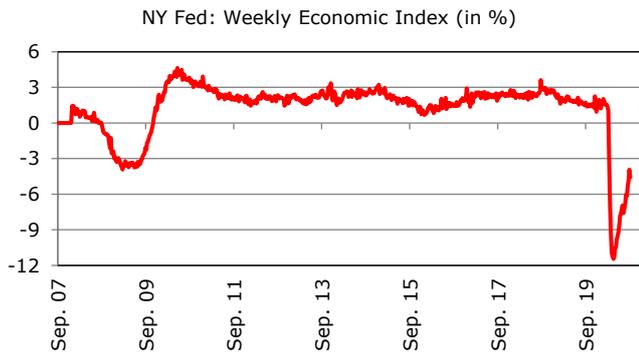
Kritischer zu beurteilen ist dies möglicherweise bei einem „Perpetuum mobile“ anderer Art. Dabei geht es um den scheinbaren Pakt, den Notenbanken mit Staaten geschlossen haben, um die Refinanzierung von Staaten dauerhaft und teilweise losgelöst von ökonomischen Grundgesetzen sicherstellen zu können. Üblicherweise müssen Staaten im Blick behalten, dass eine überbordende Verschuldung zu einer Bonitätsverschlechterung führt, die wiederum Zinsen steigen lässt und die Refinanzierung erschwert. Aus diesem Grund tun sich Staaten unter normalen Bedingungen keinen Gefallen, die Verschuldung zu schnell steigen zu lassen, da dies die zukünftige Verschuldung durch die steigenden Zinsen überproportional „teuer“ werden lässt. Dieser Mechanismus scheint nun aber durchbrochen zu sein, da spätestens mit Beginn der Corona-Krise die EZB (wie auch die US-Notenbank) eine Art Blankocheck ausgestellt hat und im Zweifel immer als Käufer von Anleihen auftreten wird. Und damit ist eine Art Perpetuum mobile geschaffen worden: Der Staat begibt Anleihen, die

von Notenbanken gekauft werden, die dafür das notwendige Geld „schöpfen“ – ein eleganteres Wort für das Drucken von Geld. Dieses Spiel kann zunächst endlos gespielt werden, schließlich hat eine Notenbank per Definition das Potenzial und die Fähigkeit, unendlich Geld zu schöpfen. Existiert also doch zumindest im Finanzbereich ein Perpetuum mobile? Und könnte dieses im Gegensatz zu seinem physikalischen Bruder tatsächlich endlos funktionieren?

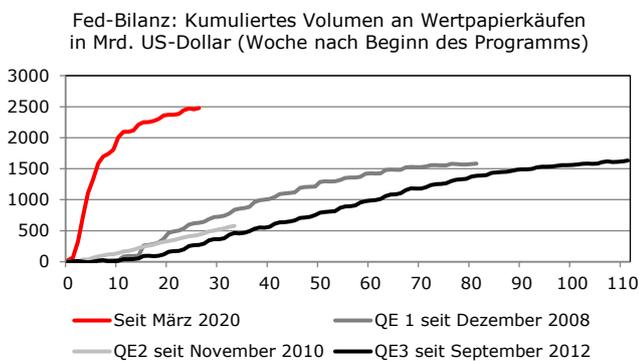
Zur Beantwortung der Frage erscheint es sinnvoll, zunächst einen Blick auf die Faktenlage zu werfen. In der Corona-Krise wurden die Staatsausgaben weltweit innerhalb kürzester Zeit so stark angekurbelt wie nie zuvor in einem solch kurzen Zeitraum. Im Durchschnitt haben die 20 größten Volkswirtschaften etwa in Höhe von sechs Prozent des BIP zusätzliche Ausgabenprogramme getätigt oder aber auf Steuereinnahmen verzichtet. Gleichzeitig wurden noch einmal im Umfang von weiteren sechs Prozent der Wertschöpfung Kredite vergeben und Eigenkapitalhilfen bereitgestellt. Nur zum Vergleich: In „normalen“ Krisen bewegen sich solche Werte vielleicht bei zwei Prozent des BIP, nie aber in derart hohen Dimensionen. Zumindest der angedachte Effekt wurde damit erreicht: Weltweit sind die Geschäftsklimaindikatoren ab Mai wieder sprunghaft nach oben geschossen und fangen erst jetzt an, im Anstieg abzuflachen. Ein gutes Beispiel dafür ist der wöchentliche US-Aktivitätsindex der New Yorker Fed, der das US-BIP-Wachstum (mit einer kleinen Fehlermarge) in Echtzeit abbildet und nun etwa die Hälfte des Einbruchs schon wieder aufgeholt hat. Diese extrem expansive

Konjunktur und Strategie

Fiskalpolitik hat selbstredend einen Preis: Eine dramatisch ansteigende Staatsverschuldung.

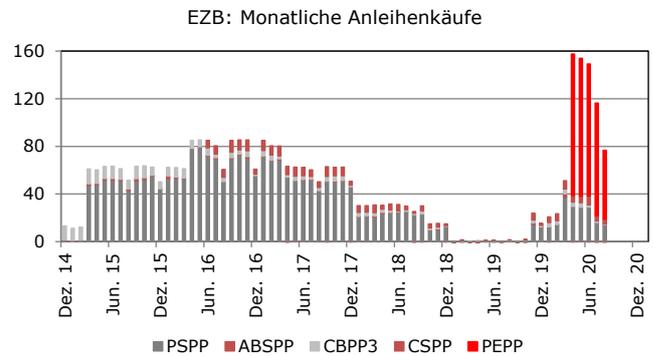


Und diese dramatisch ansteigende Staatsverschuldung ist nur deshalb kein drängendes aktuelles Problem, da auch die Notenbanken aus allen Rohren feuern und damit die Refinanzierung der stark ansteigenden Verschuldung absichern. So ist in den USA die Fed-Bilanz seit Beginn der Corona-Krise in nahezu einmaliger Weise aufgebläht worden. Während es beispielsweise im QE-1-Programm nach der Lehman-Insolvenz 80 Wochen gedauert hat, bis Wertpapiere im Umfang von 1.500 Mrd. US\$ gekauft worden waren, liegen wir nun schon 23 Wochen nach Beginn der Krise bei 2.500 Mrd. US\$.



In Europa ist das Bild sehr ähnlich. Das in der Krise aufgelegte (und wahrscheinlich gegen EU-Regeln und Gesetze verstoßende) PEPP-Programm bricht hinsichtlich der Aufkäufe von Anleihen sämtliche bisherigen Rekorde. Noch nicht einmal darin enthalten sind Finanzierungsgeschäfte für Banken (TLTROs) in Höhe von 1.000 Mrd. Euro seit März dieses Jahres. Da kann es nicht überraschen, dass nun auch die Geldmengen weltweit rasch ansteigen. Ein von uns erstelltes Modell, mit dem wir die globale Dynamik des Geldmengenwachstums bestimmen (bezogen auf die engen Geldmengenaggregate M0 und M1), liegt nun seit mehreren Monaten in Folge bei Werten von plus vier Stan-

dardabweichungen und mehr. Das sind extreme Werte, die in volkswirtschaftlichen Zeitreihen nur sehr selten vorkommen.



Das alles führt nun dazu, dass das Perpetuum mobile der Geld- und Fiskalpolitik zunächst wirklich zu funktionieren scheint. Die Staaten geben Geld aus, so als ob der Weltuntergang droht und die Notenbanken sorgen dafür, dass Staaten dieses Spiel scheinbar unendlich spielen können. Wer glaubt, dass diese Darstellung vielleicht ein wenig zu stark auf die Spitze getrieben wurde, sollte sich die Aussagen von Christine Lagarde auf der Zunge zergehen lassen. So hat die EZB-Chefin vor einigen Tagen tatsächlich dazu aufgerufen, dass Staaten ihre Staatsausgaben weiter steigern oder sehr hoch halten mögen. Denn die Zuversicht der Privatwirtschaft beruhe zu einem erheblichen Maß auf der Erwartung an staatliche Ausgaben. Eine großzügige Fiskalpolitik sei entscheidend, um Arbeitsplätze zu erhalten. Nun könnte man diese Äußerung als etwas übereifrige Interpretation eines leicht trivialisierten John Maynard Keynes abtun, doch so leicht ist es nicht. Denn indem die Notenbank Staaten direkt zu einer steigenden Staatsverschuldung aufruft, gibt die Notenbank zumindest billigend ihre Unabhängigkeit auf. Schließlich begibt sie sich damit aktiv in die Rolle des „lenders of last resort“. Wer sich aber willentlich in diese Lage bringt, kann unmöglich noch frei und unabhängig agieren, sondern wird Teil des Systems. Damit ist man tatsächlich nur einen kleinen Schritt von einer monetären Staatsfinanzierung entfernt, und die Modern Monetary Theory (MMT) lässt grüßen. Für Kapitalmärkte muss das zunächst nicht schlecht sein, da unmittelbare Risiken reduziert und Zinsen niedrig gehalten werden. Aber am Ende gilt auch in der Wirtschaft, was in der Physik gilt. Es gibt kein Perpetuum mobile, und es wird es nicht geben. Wer trotzdem an einer solchen Idee festhält, wird langfristig einen Preis dafür zahlen müssen. Und der besteht vermutlich aus Inflation und Stagnation.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	17.09.2020 18:05	03.09.2020 -1 Woche	07.08.2020 -1 Monat	09.06.2020 -3 Monate	09.09.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	27908	-1,4%	1,7%	2,3%	4,0%	-2,2%
S&P 500	3355	-2,9%	0,1%	4,6%	12,6%	3,8%
Nasdaq	10878	-5,1%	-1,2%	9,3%	34,5%	21,2%
Value Line Arithmetic	6391	-0,9%	-0,5%	0,0%	3,7%	-4,0%
DAX	13208	1,2%	4,2%	4,7%	8,0%	-0,3%
MDAX	27622	1,5%	1,8%	4,1%	6,2%	-2,4%
TecDAX	3101	1,9%	1,4%	-1,9%	8,3%	2,8%
EuroStoxx 50	3321	0,5%	2,1%	0,0%	-5,0%	-11,3%
Stoxx 50	3002	1,2%	1,9%	-1,6%	-5,5%	-11,8%
SMI (Swiss Market Index)	10519	2,9%	4,5%	3,3%	4,6%	-0,9%
FTSE 100	6050	3,4%	0,3%	-4,5%	-16,4%	-19,8%
Nikkei 225	23319	-0,6%	4,4%	1,0%	9,4%	-1,4%
Brasilien BOVESPA	99240	-1,5%	-3,4%	2,6%	-3,8%	-14,2%
Russland RTS	1243	1,6%	-2,2%	-3,2%	-7,2%	-19,7%
Indien BSE 30	38980	0,0%	2,5%	14,8%	4,9%	-5,5%
China Shanghai Composite	3270	-3,4%	-2,5%	10,6%	8,1%	7,2%
MSCI Welt (in €)	2404	-1,0%	2,0%	0,9%	3,0%	-3,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1117	0,6%	2,5%	5,7%	3,1%	-4,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	173,92	-315	-325	46	-32	343
Bobl-Future	135,09	-3	8	103	-99	146
Schatz-Future	112,29	16	19	33	-21	39
3 Monats Euribor	-0,49	-1	-1	-12	-5	-10
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,50	-1	-3	-9	14	0
3 Monats \$ Libor	0,25	0	0	-6	-189	-166
Fed Funds Future, Dez 2020	0,07	1	1	1	-100	-1
10-jährige US Treasuries	0,68	6	12	-14	-94	-124
10-jährige Bunds	-0,49	0	5	-18	9	-30
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	-2	1	0	28	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,48	1	3	-18	38	-1
US Treas 10Y Performance	727,87	-0,8%	-1,2%	1,7%	12,0%	14,5%
Bund 10Y Performance	678,26	-0,3%	-0,4%	1,7%	-1,0%	3,0%
REX Performance Index	497,78	-0,2%	-0,3%	0,8%	-1,2%	0,9%
IBoxx AA, €	0,18	4	0	-14	12	-12
IBoxx BBB, €	0,95	4	-7	-34	21	4
ML US High Yield	5,92	12	0	-61	-39	-12
Wandelanleihen Exane 25	7918	1,2%	2,9%	4,7%	4,4%	3,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	399,02	1,0%	5,4%	8,2%	3,9%	-0,6%
MG Base Metal Index	312,62	-0,3%	2,0%	15,2%	4,8%	4,2%
Rohöl Brent	43,21	-2,1%	-2,7%	4,8%	-31,2%	-34,8%
Gold	1946,06	0,6%	-4,6%	13,2%	29,6%	28,0%
Silber	26,79	0,1%	-3,8%	51,4%	48,7%	49,5%
Aluminium	1745,50	0,0%	4,9%	10,5%	-1,6%	-2,0%
Kupfer	6758,50	2,8%	2,9%	17,5%	16,7%	9,9%
Eisenerz	126,01	-1,8%	6,7%	22,4%	38,1%	37,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1281	-8,2%	-14,7%	79,4%	-47,1%	17,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1824	0,1%	0,1%	4,7%	7,2%	5,3%
EUR/ GBP	0,9125	2,3%	1,0%	2,2%	1,9%	7,7%
EUR/ JPY	123,84	-1,6%	-0,9%	1,4%	4,9%	1,6%
EUR/ CHF	1,0755	-0,2%	-0,5%	-0,1%	-1,5%	-0,9%
USD/ CNY	6,7628	-1,2%	-3,0%	-4,5%	-5,1%	-2,9%
USD/ JPY	106,19	0,0%	0,2%	-1,4%	-1,0%	-2,2%
USD/ GBP	0,7720	2,5%	0,7%	-1,8%	-4,7%	2,3%

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

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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.