



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

10. Oktober 2019

Das Vermächtnis des Mario D.

Am 1. November 2011 wurde Mario Draghi Präsident der Europäischen Zentralbank. Er übernahm diese Aufgabe von dem Franzosen Jean-Claude Trichet und steuerte die Notenbank in den vergangenen Jahren durch turbulente Zeiten. In der deutschen Öffentlichkeit bestand schon zum Zeitpunkt seiner Berufung eine gehörige Skepsis hinsichtlich seiner Person. Ein Italiener an der Spitze der EZB? Dazu noch jemand, der zuvor für die frühere US-Investmentbank Goldman Sachs gearbeitet hatte? Zieht man eine Bilanz seines Wirkens, bleibt festzuhalten, dass die Eurozone während seiner Amtszeit eine durchschnittliche reale Wachstumsrate von gerade einmal 1,2 Prozent erreichte bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von ebenfalls nur 1,2 Prozent. Die Arbeitslosenquote lag zwischen November 2011 und September 2019 im Mittel bei 10,2 Prozent. Verglichen mit seinen Vorgängern, fällt das Zeugnis Mario Draghis somit bescheiden aus. Sowohl Wim Duisenberg, der das Amt von Juni 1998 bis Oktober 2003 bekleidete, als auch Jean-Claude Trichet erreichten beim Wachstum, der Inflation und der Arbeitslosigkeit bessere Werte.

Jedoch übernahm Draghi das Amt des EZB-Präsidenten in einer äußerst schwierigen Zeit. Die europäische Staatsschuldenkrise entfaltete sich zu Beginn seiner Präsidentschaft mit voller Wucht; Länder wie Portugal, Irland, Griechenland und Spanien (die sogenannten PIGS oder, wenn man Italien hinzurechnet, die PIIGS) erlebten einen bis dato unbekanntem Vertrauensverlust an den Kapitalmärkten. Diese Länder mussten plötzlich horrenden Zinsen für ihre Staatsanleihen bezahlen, weil

Anleger das Auseinanderbrechen der Europäischen Währungsunion und die Pleite der genannten Länder befürchteten. Selbst diverse Rettungsaktionen nach nächtelangen Krisensitzungen der europäischen Finanzminister vermochten die Situation nicht nachhaltig zu beruhigen. Schließlich verfügten die Länder, die in der Kreditklemme steckten, nicht mehr wie früher über eine eigene Notenbank, die sie aus der Notsituation hätte herauspauken können, und über eine eigene Währung, die man hätte abwerten lassen können. Stattdessen gab es in der Eurozone die No-Bailout-Klausel und das Verbot der monetären Staatsfinanzierung – beides mit dem Ziel, Länder zu einer soliden Haushaltsführung zu motivieren.

Am 26. Juli 2012 kam dann Mario Draghis großer Auftritt. Auf einer Konferenz von Notenbankern in London hielt er seine legendäre „Whatever it takes“-Rede, die den Finanzmarktakteuren klar machen sollte, dass die EZB um jeden Preis für den Erhalt des Euro eintreten würde. Und der EZB-Präsident lieferte: Das umstrittene OMT-Programm, die „dicke Bertha“ langfristiger, zinsgünstiger Refinanzierungsgeschäfte für Banken aus der Eurozone, kontinuierliche Senkungen des Leitzinses bis auf null Prozent, die Einführung eines negativen Einlagenzinssatzes sowie der Beschluss eines umfangreichen Kaufprogramms von Staats- und Unternehmensanleihen sowie von Pfandbriefen verdeutlichen, dass sich die Eurozone während der Amtszeit des Italieners im kontinuierlichen geldpolitischen Dauerstress befand.

Mittlerweile ist dieser Ausnahmezustand aber zum Normalfall geworden. Der Versuch, die geldpolitische Normalisierung einzuläuten, ist gescheitert. Das Anleihaufkaufprogramm wurde zwar Ende 2018 beendet, die im letzten Jahr für Mitte 2019 in Aussicht gestellte Anhebung der Zinsen ist aber mittlerweile auf den Sankt-Nimmerleins-Tag verschoben worden. Da die Eurozone stark von der Entwicklung des Welthandels beeinflusst wird, haben sich die Wachstumsaussichten seit Mitte letzten Jahres deutlich eingetrübt, und vom Erreichen ihres Inflationsziels („nahe, aber unter zwei Prozent“) ist die Notenbank mittlerweile so weit entfernt, dass sie im November erneut damit beginnen wird, festverzinsliche Wertpapiere zu kaufen.

Während die meisten der von Mario Draghi kommunizierten und von ihm geprägten Entscheidungen zu Beginn und auch im Laufe der Krise in der Eurozone von fast allen Mitgliedern im EZB-Rat mitgetragen wurden, kam es bei der jüngsten geldpolitischen Lockerung im September dieses Jahres zu einem offenen Konflikt. Vor allem der erneute Kauf von Anleihen stieß bei den EZB-Räten aus Deutschland, den Niederlanden, Österreich und Frankreich auf Widerstand. In Deutschland überwogen zwar auch vorher schon die kritischen Stimmen zur Geldpolitik der EZB, die jedoch aufgrund des schwindenden Einflusses (die wichtige Position des Chefvolkswirts, der die Entscheidungen des Rates vorbereitet und prägt, die zunächst noch von Ottmar Issing und Jürgen Stark bekleidet wurde, ging danach an den Belgier Peter Praet und dann an den Iren Philip Lane) aber mehr oder weniger ungehört verhallten.

Wie fällt nun das Résumé von Mario Draghis Amtszeit aus? 1. Die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, die im Sommer 2012 auf den Weg gebracht wurden, haben das Auseinanderbrechen der Eurozone verhindert. Während die Politik vorwiegend debattiert hat, hat die Geldpolitik gehandelt. Dieser Erfolg ist Draghi hoch anzurechnen.

2. Die EZB hat ihr Mandat zwischen 2012 und 2018 sehr weit gedehnt. Sowohl das umstrittene OMT-Programm, das bisher nie eingesetzt wurde, als auch die Staatsanleihenkäufe wurden allerdings vom Europäischen Gerichtshof als rechtmäßig bewertet. Auch wenn die Vorgehensweise der EZB damit offiziell keine verbotene Staatsfinanzierung darstellt, haftet dieser Beurteilung ein fader Beigeschmack bei.

3. Die Niedrig- bzw. Negativzinspolitik der EZB geht vor allem zu Lasten der Sparer. Kapitalgedeckte Altersvorsorgesysteme, die auf dem Prinzip des Zins und Zinsezins beruhen, funktionieren nicht mehr. Die EZB hat nicht erkannt, dass der rational handelnde Homo oeconomicus, der in diesem Fall eigentlich sein Geld in reale Werte wie Aktien und Immobilien investieren sollte, nicht existiert. Der Schaden, der hierdurch angerichtet wird, ist im Moment noch nicht vollständig erkennbar. Spätestens jedoch, wenn die Babyboomer-Generation in Rente geht, dürfte es offensichtlich werden, dass die private Altersvorsorge für viele nicht ausreichen wird, um ihren bisherigen Lebensstandard aufrechtzuerhalten.

4. Die Geldpolitik der EZB geht nicht nur zu Lasten der Sparer, auch das Bankensystem der Eurozone leidet hierunter. Natürlich ist die Krise des Bankensektors auch aufgrund der Eskapaden im Vorfeld der Finanzkrise zum Teil selbst verschuldet; die Zange aus Geldpolitik und Regulierung hat die Situation aber drastisch verschärft. Im Vergleich zu ihren Wettbewerbern aus den USA sind alle europäischen Banken weit ins Hintertreffen geraten. Besserung ist nicht in Sicht. Auch der Ansatz der EZB, Banken mitten im konjunkturellen Abschwung zu einer großzügigeren Kreditvergabe zu bewegen, könnte sich noch als kontraproduktiv erweisen.

5. Eine Währung bzw. eine Währungsunion kann nur dann erfolgreich sein, wenn sie das Vertrauen der Bürger genießt. Dass gerade in der größten Volkswirtschaft der Eurozone, in Deutschland, die EZB-Politik auf großes Unverständnis stößt, ist ein schlechtes Zeichen.

6. Die Geldpolitik der EZB hat sich im Hinblick auf die erwarteten Konjunktur- und Inflationseffekte zunehmend als wirkungslos erwiesen. Während Mario Draghi und sein neuer Chefvolkswirt, der Ire Lane, weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen für möglich halten, weil sie sich davon positive Auswirkungen auf das Wachstum und die Inflationsrate erhoffen, zeigt die Wirklichkeit, dass der „Umkehrzins“, von dem an eine noch expansivere Geldpolitik zu negativen Effekten führt, in Deutschland wohl schon erreicht ist. So ist die Sparquote in Deutschland seit Anfang 2016 trotz sinkender Zinsen angestiegen. Dies dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass die fehlenden Zinserträge über einen größeren Spareinsatz kompensiert werden sollen.

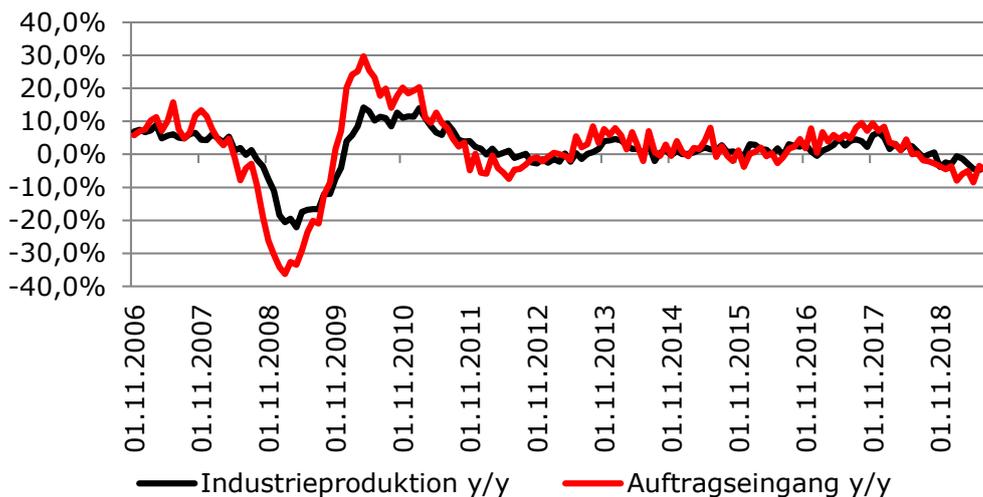
Wochenausblick für die Zeit vom 14. bis 18. Oktober 2019

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-2,1	-21,1	-24,5	-44,1	-22,5	-24,0	15. Oktober
D: ZEW Konjunkturlage	8,2	7,8	-1,1	-13,5	-19,9	-21,0	15. Oktober
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,8%	-1,4%	-0,4%	-0,2%			14. Oktober
E-19: Industrieproduktion, y/y	-0,8%	-2,4%	-2,0%	-2,1%			14. Oktober
E-19: ZEW Konjunkturerwartungen	-1,6	-20,2	-20,3	-43,6	-22,4	-24,0	15. Oktober
E-19: Handelsbilanz in Mrd. EUR	21,7	20,6	24,8	24,0			16. Oktober
E-19: Konsumentenpreise, m/m - Final	0,1%	0,2%	-0,5%	0,1%	0,1%		16. Oktober
E-19: Konsumentenpreise, y/y - Final	1,2%	1,3%	1,0%	1,0%	0,9%		16. Oktober
E-19: Kerninflationsrate, y/y - Final	0,8%	1,1%	0,9%	0,9%	1,0%		16. Oktober
E-19: Leistungsbilanz in Mrd. EUR	4,8	23,1	29,8	28,0			18. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Strohfeuer bei der Industrieproduktion

Deutschland: Industrieproduktion und Auftragseingang



Am Dienstag gab es ein überraschendes Hoffnungszeichen aus der deutschen Industrie: die Industrieproduktion ist gegenüber dem Vormonat um 0,3% angestiegen. In den Vormonaten Juni und Juli stand noch ein Rückgang von -1,1% und -0,4% zu Buche. Kann man daraus nun ein wenig Hoffnung für die Folgemonate ableiten? In Anbetracht der Auftragseingänge, die am Vortag veröffentlicht wurden, sollte man damit vorsichtig sein. Diese sind nämlich für die zukünftige Entwicklung relevant, und hier setzte sich der negative Trend unvermindert fort. Auffällig war bei den Auftragseingängen auch der Rückgang der Nachfrage aus dem Inland, was kein gutes Licht auf die deutsche Volkswirtschaft wirft. Aber nicht nur die Auftragseingänge, sondern auch eine Reihe weiterer Frühindikatoren zeigen eine weitere Abschwächung der Industrieproduktion an. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe ist

zuletzt erneut rückläufig gewesen und liegt mit 41,7 Punkten deutlich unter der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Er befindet sich damit auf einem Niveau wie zuletzt auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise. Kaum besser sieht das Ifo Geschäftsklima aus. Daher gehen wir auch davon aus, dass es sich bei dem Anstieg der Industrieproduktion nur um ein kleines Strohfeuer gehandelt hat und sich der Abwärtstrend im September weiter fortgesetzt haben dürfte. Für das dritte Quartal gehen wir davon aus, dass der Dienstleistungssektor und die weiterhin konsumfreudigen Verbraucher die Rezession in der Industrie nicht vollständig kompensiert haben. Damit erwarten wir einen leichten Rückgang des BIPs im Quartalsvergleich, womit sich die deutsche Wirtschaft in einer technischen Rezession befinden würde.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	10.10.2019 15:10	03.10.2019 -1 Woche	09.09.2019 -1 Monat	09.07.2019 -3 Monate	09.10.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	26346	0,6%	-1,8%	-1,6%	-0,3%	12,9%
S&P 500	2919	0,3%	-2,0%	-2,0%	1,4%	16,5%
Nasdaq	7904	0,4%	-2,3%	-2,9%	2,1%	19,1%
DAX	12080	1,3%	-1,2%	-2,9%	0,9%	14,4%
MDAX	25100	-0,1%	-3,5%	-2,8%	1,3%	16,3%
TecDAX	2703	-0,7%	-5,6%	-6,7%	1,3%	10,3%
EuroStoxx 50	3461	1,3%	-1,0%	-1,4%	4,2%	15,3%
Stoxx 50	3146	0,8%	-1,0%	-2,0%	4,5%	14,0%
SMI (Swiss Market Index)	9819	0,6%	-2,4%	-1,4%	9,5%	16,5%
FTSE 100	7174	1,4%	-0,9%	-4,8%	-0,9%	6,6%
Nikkei 225	21552	1,0%	1,1%	-0,1%	-8,2%	7,7%
Brasilien BOVESPA	101249	-0,3%	-1,9%	-3,1%	17,6%	15,2%
Russland RTS	1319	0,9%	-1,6%	-5,4%	13,8%	23,7%
Indien BSE 30	37880	-0,6%	2,0%	-2,2%	10,4%	5,0%
China Shanghai Composite	2948	1,5%	-2,5%	0,7%	8,3%	18,2%
MSCI Welt (in €)	2138	-0,3%	-1,8%	-0,9%	3,7%	17,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	993	-0,6%	-1,6%	-3,2%	3,7%	6,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	174,05	-41	-19	84	1596	1051
Bobl-Future	135,24	-50	-84	77	467	272
Schatz-Future	112,24	-11	-27	-2	44	30
3 Monats Euribor	-0,42	1	2	-6	-10	-11
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,46	1	8	1	-39	0
3 Monats \$ Libor	2,01	-3	-13	-33	-41	-80
Fed Funds Future, Dez 2019	1,55	1	-8	-28	-137	-1
10-jährige US Treasuries	1,60	7	-2	-45	-160	-108
10-jährige Bunds	-0,51	8	8	-15	-105	-75
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,21	1	5	-5	-37	-21
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,71	6	15	-11	-81	-55
US Treas 10Y Performance	653,68	-0,4%	0,6%	5,3%	19,1%	12,6%
Bund 10Y Performance	683,08	-0,3%	-0,3%	2,3%	12,1%	8,9%
REX Performance Index	500,90	0,0%	-0,5%	0,5%	4,2%	2,7%
IBOXX AA, €	0,12	2	5	-9	-77	-76
IBOXX BBB, €	0,83	3	8	-12	-95	-123
ML US High Yield	6,47	-2	15	-1	-25	-154
JPM EMBI+, Index	868	0,5%	-0,2%	-0,9%	10,9%	9,7%
Wandelanleihen Exane 25	7543	0,0%	-0,6%	1,4%	3,6%	9,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	387,24	-0,4%	0,8%	-4,3%	-7,4%	-5,4%
MG Base Metal Index	293,44	0,8%	-1,6%	1,3%	-6,3%	-0,4%
Rohöl Brent	58,77	2,5%	-6,5%	-8,4%	-30,7%	10,6%
Gold	1503,16	-0,4%	0,1%	7,6%	26,5%	17,3%
Silber	17,77	0,6%	-1,4%	17,6%	23,3%	14,6%
Aluminium	1736,00	1,9%	-2,1%	-3,9%	-15,3%	-6,8%
Kupfer	5651,25	0,4%	-2,4%	-2,7%	-10,3%	-5,0%
Eisenerz	91,59	-0,7%	0,4%	-24,5%	30,7%	32,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1873	6,6%	-22,7%	6,5%	24,6%	47,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1021	0,6%	-0,1%	-1,6%	-3,6%	-3,7%
EUR/ GBP	0,9011	1,8%	0,6%	0,2%	2,8%	0,4%
EUR/ JPY	118,55	1,2%	0,5%	-2,8%	-8,4%	-5,8%
EUR/ CHF	1,0946	-0,1%	0,2%	-1,7%	-3,8%	-2,9%
USD/ CNY	7,1258	-0,3%	0,0%	3,4%	2,9%	3,6%
USD/ JPY	107,48	0,5%	0,2%	-1,3%	-4,9%	-1,9%
USD/ GBP	0,8179	1,5%	0,9%	2,0%	7,1%	4,2%

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

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jbottger@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.