



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

5. August 2021

Die schleichende Strategiewende der EZB: Eine Analyse

Die Verträge von Maastricht sehen vor, dass die Aufgabe der EZB in der Einhaltung der Geldwertstabilität liegt. Wenn man diese Aufgabe wörtlich nimmt, läuft dies auf eine anzustrebende Inflationsrate von null Prozent hinaus. Praktische Erwägungen sprechen jedoch dagegen, dieses Ziel tatsächlich in dieser Radikalität zu verfolgen. Denn eine Inflationsrate von exakt null Prozent kann im Zeitverlauf unmöglich erreicht werden; wer jedoch im Durchschnitt eine Inflationsrate von null Prozent anstrebt, muss temporär auch eine Inflationsrate von unter null Prozent akzeptieren. Damit begibt man sich aber in den volkswirtschaftlich ungünstigen Bereich der Deflation, in der Konsumenten ihren Konsum und Unternehmen ihre Investitionen reduzieren, da davon auszugehen ist, dass die Anschaffungen in Zukunft noch billiger erfolgen können als aktuell. So entwickelt sich eine ungünstige Tendenz, in der rückläufige Konjunkturdaten die Deflation verstärken und dies wiederum die Konjunkturdaten schwächt.

Aus diesem guten Grund haben viele Notenbanken (auch die EZB) dieses Ziel der Geldwertstabilität in der Praxis so uminterpretiert, dass man eine Inflationsrate von bis zu zwei Prozent toleriert, um einerseits eine Deflation zu vermeiden, andererseits aber trotzdem einen hinreichend stabilen Geldwert sicherzustellen. Dieses asymmetrische Ziel wurde nun zunächst von der US-Notenbank und jetzt auch von der Europäischen Zentralbank zu einem symmetrischen Ziel abgewandelt. Damit werden nun nicht mehr Inflationsraten von bis zu zwei Prozent toleriert, sondern im Durchschnitt von zwei Prozent angestrebt. Was sich zunächst wie eine kleine semantische Veränderung anhört, die für die Praxis keine große Relevanz hat,

entpuppt sich bei genauerer Betrachtung als echter Wendepunkt der Geldpolitik. Denn während bei einem asymmetrischen Ziel bisher sehr klar war, dass eine Inflationsrate in der Nähe von zwei Prozent zu einem baldigen Handeln der Notenbank führen würde, ist nun gar nichts mehr klar. Seit 2013 lag die Inflationsrate in der Eurozone fast immer unter zwei Prozent. Auch aktuell liegt die Inflationsrate trotz hoher Energiepreise, extremer Knappheiten bei vielen Vorprodukten und einer Corona-bedingten aufgestauten Nachfrage bei nur 2,2 Prozent. Damit könnte nun die Inflationsrate durchaus für einen sehr langen (und nicht gut zu definierenden Zeitraum) über zwei Prozent liegen, ohne dass das Ziel einer durchschnittlichen Inflationsrate von zwei Prozent mathematisch verletzt würde.

De facto hat sich damit die Notenbank selbst einen Blankoscheck ausgestellt, für eine nahezu unbestimmte Zeit eine weitgehend unlimitierte Geldpolitik betreiben zu können. Die jüngsten Äußerungen verschiedener EZB-Direktoren können daran keinen Zweifel lassen. So hat Fabio Panetta vor wenigen Tagen in einem Interview tatsächlich gefordert, die Wirtschaft „heißlaufen“ zu lassen und dabei eine Lohn-Preis-Spirale zu akzeptieren. So hört sich kein Notenbanker an, der sich um eine zu expansive Geldpolitik Sorgen macht. Ähnlich argumentiert der EZB-Direktor Mārtiņš Kazāks, der eine Diskussion über eine Rückführung des PEPP-Anleiheaufkaufprogramms für verfrüht hält.

Und jetzt wird es interessant. Denn eine superexpansive Geldpolitik, so wie sie seit einiger Zeit betrieben wird und uns wohl noch viele Jahre begleiten wird, hat nicht in allen Volkswirtschaften die gleichen Effekte. Ob die

überbordende Liquidität überhaupt und wenn in welchem Umfang Eingang in die Realwirtschaft findet, hängt von den jeweiligen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen ab. Der deutsche Wirtschaftsminister Karl Schiller hat dies einmal in einem fast schon legendären Zitat zusammengefasst, als er sagte: „Man kann die Pferde zur Tränke führen, aber saufen müssen sie schon selbst“. Die Situation ähnelt in gewisser Weise einem Krankenhaus, in dem zwei Patienten mit einer gleichen Krankheit die gleiche Infusion verabreicht wird, aber der Patient mit dem besseren Allgemeinzustand die schnelleren Behandlungserfolge zeigt.

Und so kann es auch nicht überraschen, dass Länder wie Deutschland derzeit eine höhere Inflationsrate aufweisen als Länder wie Italien, obwohl die Geldpolitik der EZB überall ähnlich expansiv wirken müsste. Daher gehen wir davon aus, dass auch in den kommenden Jahren die Inflationsraten im Norden der Eurozone im Durchschnitt eher über den Inflationsraten im Süden der Eurozone liegen werden. Nun könnte man das mit einem gewissen Schulterzucken zur Kenntnis nehmen, doch so einfach ist die Sache nicht. Schließlich hat die EZB einen Grund, ihr Inflationsziel aufzuweichen und eine superexpansive Geldpolitik zu betreiben. Der wahre Grund – davon sind wir überzeugt – liegt darin, Ländern wie Italien auch langfristig die sichere Refinanzierung der Staatsverschuldung zu ermöglichen und über eine höhere Inflation die realen Schulden Stück für Stück zu reduzieren oder zumindest zu stabilisieren.

Dummerweise führt die expansive Geldpolitik der EZB aufgrund ihrer asymmetrischen Wirkung aber ausgerechnet in den Ländern zu höheren Inflationsraten, wo sie nicht unbedingt gebraucht werden. Und dort, wo die höheren Inflationsraten hilfreich wären, steigen sie nicht genug an. Damit vergrößert die expansive Geldpolitik die ohnehin schon bestehende ökonomische Lücke zwischen dem Norden und dem Süden. Die Lösung für dieses Dilemma besteht in der Einführung einer Transfer- und Schuldenunion. Übertragen auf das Krankenhausbeispiel bedeutet dies, dass der Patient mit der schnelleren Genesung dem kränkeren Patienten Blut spendet. Was im Krankenhaus eine etwas unkonventionelle Lösung wäre, wird in der EU gerade vorbereitet. Es gibt Bestrebungen, den Stabilitätspakt abzuschaffen oder zu modifizieren (siehe Interview von Fabio Penetta mit „la Repubblica“), und der 750-Mrd.-Corona-Fonds ist technisch betrachtet eigentlich nichts anderes als der Einstieg in eine Transfer- und Schuldenunion.

Wozu führt diese Entwicklung? Zunächst einmal ergibt sich eine ganze Menge Frust-Potenzial in der Bevölkerung, da es perspektivisch keinen direkten Zusammenhang mehr zwischen demokratisch legitimiertem Handeln und der Haftung gibt. Besonders kritisch könnte das werden, wenn in den Transfer-Empfängerländern populistische Parteien den Ton in den Regierungen angeben und damit eine Politik betreiben, die von der Bevölkerung der Geberländer nicht mitgetragen wird. Daneben wird es für Menschen in den Ländern mit höherer Inflationsrate schwieriger, am Kapitalmarkt für das Alter vorzusorgen, da insbesondere weitgehend sichere Rentenanlagen vor dem Hintergrund künstlich tiefer Zinsen bei gleichzeitig erhöhter Inflation als Investment ausfallen.

Überhaupt spricht in einer solchen Welt fast alles nur noch für Aktien, denn Aktien sind in ihrem Kursverlauf weitgehend an Gewinne gekoppelt, und die sind eine nominale Größe. Damit bieten Aktien einen recht guten Schutz vor Inflation, zumal trotz höherer Inflationsraten nicht die Gefahr erhöhter Zinsen besteht. Wer dagegen seine Ersparnisse aus welchen Gründen auch immer vornehmlich auf dem Girokonto parkt, wird vor allem in den Ländern mit einer erhöhten Inflationsrate schleichend enteignet. Auch aus einer globalen Perspektive sind die mittel- und langfristigen Aussichten für die Volkswirtschaften der Währungsunion eingetrübt. Denn die zunehmende Entkopplung von Haftung und Handeln dürfte zu einer weniger effizienten Verwendung von Steuergeldern führen, und der künstlich festgezurrte Zins hat negative Auswirkungen auf die Verwendung von Kapital: Da der Zinssatz seine Steuerungs- und Signalfunktion verliert, wird Kapital nicht immer der effizientesten Verwendung zugeführt. Außerdem überleben in dieser Welt auch Unternehmen, die sonst im Strukturwandel untergegangen werden. Der Prozess der „schöpferischen Zerstörung“ kommt hier zunehmend zum Erliegen; die Konsequenz besteht in immer mehr Zombie-Unternehmen, die einen immer kleineren Beitrag zur Wohlfahrt von Volkswirtschaften leisten können. Das ist kein rosiges Zukunftsszenario. Es wird trotzdem eintreten, da man als Politiker eigentlich nur verlieren kann, wenn man davor warnt. Denn damit macht man sich kurzfristig zum „Spielverderber“, der weniger Geschenke verteilen möchte. Wahlen kann man so nicht gewinnen, und daher scheint der Weg in die zuvor skizzierte Welt unumkehrbar. Da zudem die EZB zu einer immer politischer agierenden Institution wird, ist auch nicht davon auszugehen, dass sich die EZB selbst bremsen wird. Keine Frage, wir sind auf dem Weg in eine andere Währungsunion.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	05.08.2021 15:56	29.07.2021 -1 Woche	02.07.2021 -1 Monat	04.05.2021 -3 Monate	04.08.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	34930	-0,4%	0,4%	2,3%	30,2%	14,1%
S&P 500	4416	-0,1%	1,5%	6,0%	33,6%	17,6%
Nasdaq	14808	0,2%	1,2%	8,6%	35,3%	14,9%
Russell 2000	2212	-1,2%	-4,0%	-1,6%	45,8%	12,0%
DAX	15742	0,7%	0,6%	6,0%	24,9%	14,7%
MDAX	35684	1,2%	3,5%	11,4%	34,4%	15,9%
TecDAX	3815	3,7%	6,9%	12,4%	26,3%	18,7%
EuroStoxx 50	4163	1,1%	1,9%	6,1%	27,9%	17,2%
Stoxx 50	3613	1,2%	2,2%	7,6%	21,5%	16,2%
SMI (Swiss Market Index)	12194	0,9%	1,9%	11,1%	20,0%	13,9%
FTSE 100	7117	0,5%	-0,1%	2,8%	17,9%	10,2%
Nikkei 225	27728	-0,2%	-3,7%	-3,8%	22,8%	1,0%
Brasilien BOVESPA	123422	-1,8%	-3,3%	4,9%	21,9%	3,7%
Russland RTS	1644	0,3%	-0,9%	9,4%	30,5%	18,5%
Indien BSE 30	54493	3,5%	3,8%	12,9%	44,6%	14,1%
China CSI 300	4949	2,0%	-2,6%	-3,4%	3,6%	-5,0%
MSCI Welt (in €)	3086	0,2%	1,2%	7,2%	31,2%	18,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1304	1,0%	-3,9%	-0,8%	19,0%	4,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	176,94	50	385	628	-87	-70
Bobl-Future	135,54	22	127	59	29	36
Schatz-Future	112,40	5	23	30	25	13
3 Monats Euribor	-0,54	2	2	2	-7	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,54	0	-1	0	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,12	0	-2	-5	-13	-12
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	-1	-1	11	0
10-jährige US Treasuries	1,21	-6	-22	-38	70	30
10-jährige Bunds	-0,50	-1	-22	-27	8	7
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	1	-2	-8	0	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,43	-7	-18	-20	7	7
US Treas 10Y Performance	710,77	0,8%	2,4%	4,3%	-3,9%	-0,7%
Bund 10Y Performance	683,96	0,4%	2,5%	2,9%	0,0%	-0,1%
REX Performance Index	499,71	0,2%	1,1%	1,5%	0,1%	0,1%
IBOXX AA, €	0,09	-1	-17	-15	-8	7
IBOXX BBB, €	0,45	-2	-19	-21	-58	-11
ML US High Yield	4,70	13	12	-9	-129	-28
Wandelanleihen Exane 25	8336	0,0%	-0,7%	1,0%	9,2%	0,1%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	521,91	-3,9%	-3,6%	1,0%	50,5%	27,5%
MG Base Metal Index	437,95	-1,2%	2,9%	0,9%	45,0%	23,5%
Rohöl Brent	70,73	-7,1%	-7,3%	2,5%	59,0%	36,3%
Gold	1801,40	-1,5%	1,0%	1,3%	-9,7%	-5,1%
Silber	25,43	-1,3%	-3,7%	-3,1%	0,1%	-3,6%
Aluminium	2562,40	-1,8%	0,6%	5,4%	48,0%	29,8%
Kupfer	9443,75	-3,6%	1,0%	-5,2%	46,3%	21,9%
Eisenerz	182,51	-14,5%	-14,1%	-3,8%	57,9%	17,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	3318	3,2%	1,0%	5,1%	126,8%	142,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1837	-0,3%	0,1%	-1,5%	0,6%	-3,5%
EUR/ GBP	0,8507	0,0%	-1,0%	-1,8%	-5,6%	-5,0%
EUR/ JPY	129,84	-0,4%	-1,4%	-1,1%	4,1%	2,6%
EUR/ CHF	1,0732	-0,5%	-1,9%	-2,3%	-0,3%	-0,6%
USD/ CNY	6,4610	0,1%	-0,2%	-0,2%	-7,4%	-1,0%
USD/ JPY	109,49	0,0%	-1,4%	0,1%	3,6%	6,0%
USD/ GBP	0,7190	0,5%	-0,9%	-0,2%	-6,2%	-1,7%

Quelle: Refinitiv Datastream

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

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.