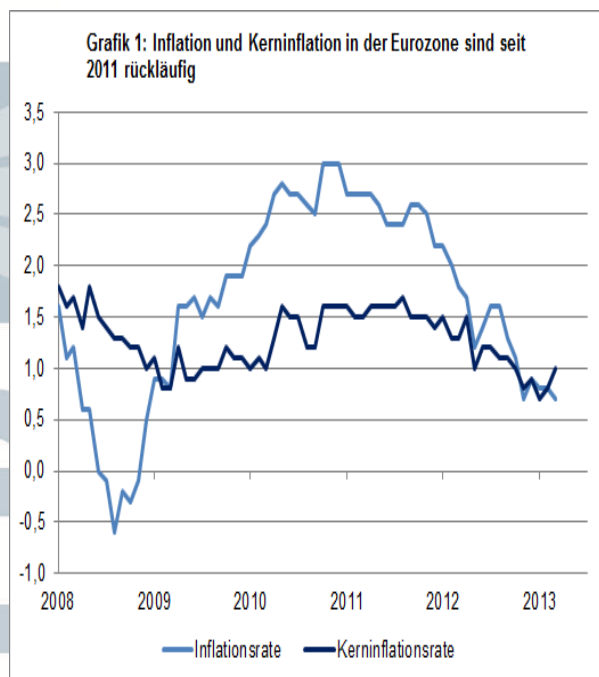


Auf des Messers Schneide: Niedriginflation, aber keine Deflation

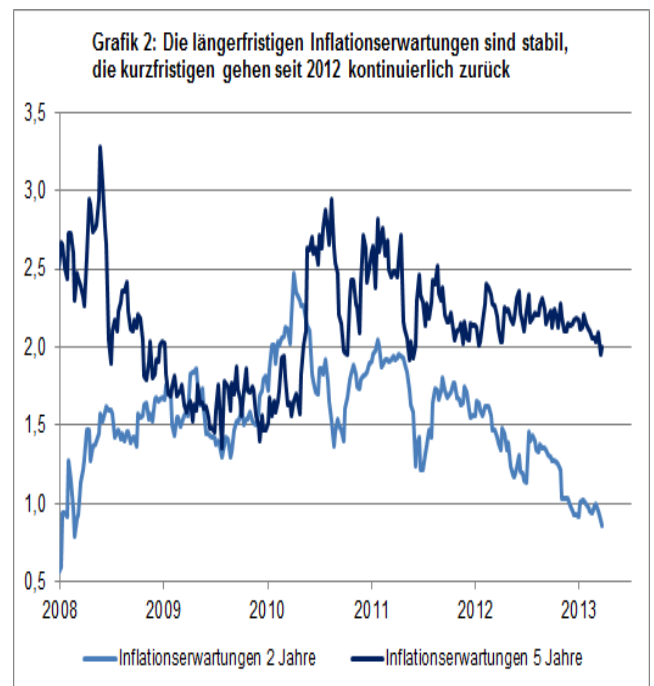
Seit Anfang März haben wir es schwarz auf weiß: Mario Draghi sieht keine Deflationsgefahr für die Eurozone. Obwohl die EZB bis 2016 eine Preissteigerungsrate von deutlich unter 2% prognostiziert und somit auch für die nächsten Jahre unter ihrem selbstgesteckten Ziel liegen wird, reagiert sie bislang nur mit einem Schulterzucken. Wie ist dies zu erklären?

Die EZB bleibt entspannt...

Draghi versteht unter Deflation einen sich selbst verstärkenden Rückgang des Preisniveaus in einer Vielzahl von Ländern, wobei etliche Güter- und Dienstleistungen betroffen sind. Bezogen auf die Anzahl der Länder und Güter ist die vor allem in der angloamerikanischen Presse heraufbeschworene Deflationsgefahr in der Eurozone sicher übertrieben. Denn aktuell sinken nur in 3 Ländern der Eurozone die Preise (Griechenland, Irland, Portugal) und auch nur für etwa 20% der für die Berechnung der offiziellen Inflationsrate verwendeten Güter und Dienstleistungen. Außerdem hatten 2009 zum Ende der Finanzkrise 12 Länder mit rückläufigen Preisen zu kämpfen, so dass die Inflationsrate für die gesamte Eurozone kurzzeitig negativ wurde, aber bis 2011 wieder auf 3% zulegte (vgl. Grafik1).



Draghi hat die zögerliche Haltung der EZB gegenüber einer weiteren geldpolitischen Lockerung vor allem mit der einsetzenden **konjunkturellen Erholung** begründet. Südeuropa schrumpft nicht mehr, die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor und das Verarbeitende Gewerbe zeigen seit mehreren Monaten nach oben und selbst die Arbeitslosenquote in den Problemländern hat sich stabilisiert. Folglich wurde jüngst auch die Wachstumsprognose für das laufende Jahr auf 1,2% und für 2015 auf 1,5% angehoben. Gleichzeitig hält die EZB den **Rückgang der Inflationserwartungen** auf Sicht der nächsten 2 Jahre für nicht dauerhaft und verweist lieber auf die längerfristigen Inflationserwartungen (5 Jahre), die tatsächlich weitgehend stabil bei 2% liegen (vgl. Grafik 2).



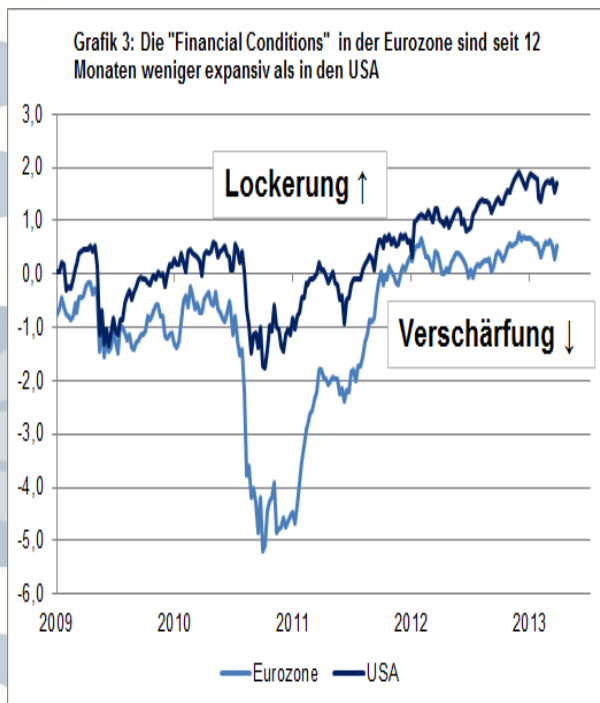
...und setzt stattdessen auf die Marktkräfte

Läge die Inflationsrate in der Eurozone bei 3% und bliebe nach Einschätzung der EZB auch für die nächsten Jahre auf diesem Niveau, würde sie sicherlich die Zinsen erhöhen, um die Preissteigerung wieder unter den Zielwert von 2% zu drücken. Aktuell befinden wir uns in der genau entgegengesetzten Situation, aber die EZB tut nichts. Ähnlich wie die

FED oder die Bank of England (BoE) reagiert sie asymmetrisch auf die Preisentwicklung. Während aber die US- und die britische Notenbank entschlossener deflationäre Tendenzen bekämpfen und sich dafür bei der Verschärfung der Geldpolitik mehr Zeit lassen, ist es bei der EZB genau umgekehrt.

Ihre Untätigkeit trotz des wiederholten „Unterschießens“ des selbstgesetzten Inflationsziels hat dazu geführt, dass die Geldmenge stagniert und die Kreditvergabe des Bankensektors sogar rückläufig ist. Um diese vor allem in der Peripherie wieder in Gang zu bringen, lockt sie Investoren auf der Suche nach Rendite in dort emittierte Staatsanleihen und Bankschuldverschreibungen. Dadurch sinken zwar die Risikoaufschläge, so dass es die Banken a priori wieder einfacher haben, Kredite zu vergeben.

Gleichzeitig wertet sich aber der Euro auf, da viele dieser Investoren aus den USA oder Asien kommen. Gerade im Vergleich zu den USA haben sich die „Financial Conditions“ in der Eurozone in den letzten Monaten kontinuierlich verschlechtert (vgl. Grafik3).



Wahrscheinlich verhält sich die EZB auch deswegen so passiv, weil sie über keine geeigneten geldpolitischen Instrumente zu verfügen glaubt und sich nicht dem **Vorwurf der versteckten Staatsfinanzierung** aussetzen möchte. Wegen der Bedenken der Bundesbank und der deutschen Regierung ist ihr der Weg der

quantitativen Lockerung im Stile von FED und BoE bisher (noch) versperrt.

Was ist von den Finanzmärkten eingepreist?

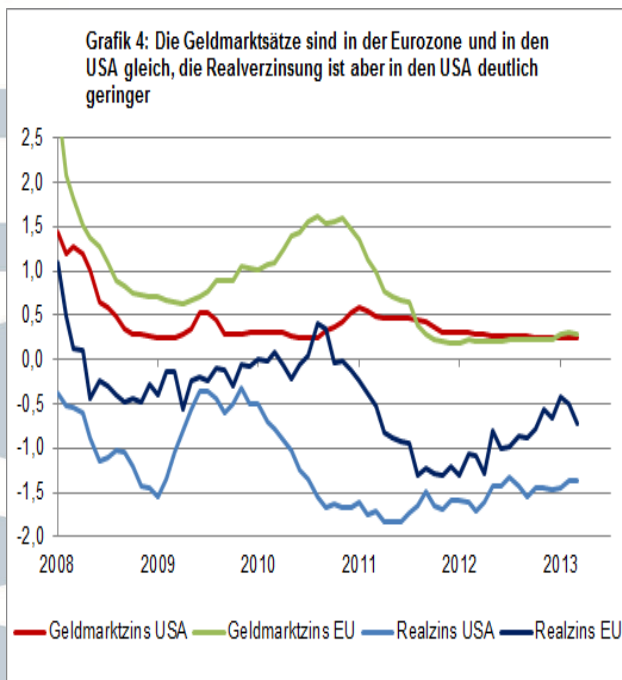
Die Finanzmärkte haben ein feines Gespür für die Unterscheidung zwischen guten und schlechten Deflationseffekten. So ist es unstrittig, dass die südeuropäischen Krisenländer über eine „interne Abwertung“, d.h. niedrigere Lohn- und Preissteigerungen als ihre Handelspartner, ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern müssen. Dies ist aber ungleich schwieriger, wenn in der gesamten Eurozone und vor allem in dem Hauptüberschussland Deutschland die Preise ebenfalls kaum zulegen. Jede Einheit mehr Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland müsste also mit einer größeren Preissenkung erkaufte werden.

Die gefährlichste Eigenschaft stagnierender oder rückläufiger Preise besteht aber darin, dass sie das Schuldenproblem verschärfen. Dieses vom amerikanischen Ökonomen Irving Fisher im Zuge der Weltwirtschaftskrise beschriebene Phänomen der „debt deflation“ sorgt für einen Anstieg der realen Verschuldung und auch der von den Schuldnern zu tragenden realen Zinslast. Unglücklicherweise ist die Verschuldung der öffentlichen und zum Teil auch der privaten Haushalte gerade in Südeuropa besonders hoch. Stagnierende oder gar rückläufige Preise behindern den Entschuldungsprozess und können schlimmstenfalls eine erneute Banken- bzw. Staatsschuldenkrise auslösen.

Um solchen Tendenzen von Anfang an entgegenzuwirken, schließt Mario Draghi weitergehende Maßnahmen der EZB aber ausdrücklich nicht mehr aus, wobei der Gehalt dieser Aussage von den Devisen-, Anleihe- und Aktienmärkten unterschiedlich beurteilt wird.

Am stärksten hat bislang der Wechselkurs des Euro reagiert. Seit Anfang 2013 hat er sich handlungsgewichtet um 6%, gegenüber dem US-Dollar um 5% und gegenüber dem Yen sogar um über 20% aufgewertet. Nach Einschätzung der EZB vermindert eine handlungsgewichtete Aufwertung des Euro um 10% die Preissteigerung in der Eurozone um 0,5%. Die nominalen Geldmarktsätze in den USA und der Eurozone sind zwar nahezu identisch, die Realverzinsung in der Eurozone ist aber über die letzten Monate deutlich angestiegen und hat den Aufwertungsdruck auf den Euro erhöht (vgl. Grafik 4).

Die EZB betont zwar immer wieder, dass der stärkere Euro eine Folge ihrer Politik sei, die Eurozone nicht auseinanderfallen zu lassen. Ansonsten misst sie der Währungsentwicklung bisher keine besondere Bedeutung bei. Auch die Tatsache, dass nicht einmal die Krise in der Ukraine den Anstieg des Euro nachhaltig bremsen konnte, spricht dafür, dass der Devisenmarkt fürs erste die Hoffnung auf weitere Lockerungsschritte der EZB aufgegeben hat.



Interessanterweise sehen das die Anleihemärkte anders: Seit Jahresbeginn sind die Renditen sowohl deutscher als auch italienischer und spanischer Staatsanleihen gleichermaßen zurückgegangen, was seit Beginn der Eurokrise im Jahr 2010 eher die Ausnahme als die Regel war.

Dieses Phänomen lässt sich eigentlich nur mit der Erwartung erklären, dass die EZB im Laufe des Jahres doch noch in größerem Stil Staatsanleihen kaufen wird, und zwar wahrscheinlich gemäß dem Anteil der einzelnen Länder an der EZB, d.h. beispielsweise deutsche Anleihen zu 26%, französische zu 20%, italienische zu 18% und spanische zu 13%.

Und die Aktienmärkte? Diese beschäftigt aktuell mehr die Wachstumsabschwächung in China, die Situation in der Ukraine und die Spekulation über die erste Zinserhöhung der FED. Die Risikobereitschaft hat insgesamt abgenommen und europäische Aktien

befinden sich seit Anfang März im Konsolidierungsmodus, wobei deutsche Aktien wegen ihrer größeren Abhängigkeit vom weltwirtschaftlichen Wachstum (etwa im Vergleich zu italienischen Unternehmen) überproportional verloren haben. Wie immer in einem sich eintrübenden Umfeld sind die US-Börsen am stabilsten, sie konnten im März sogar ein neues Allzeithoch markieren.

Unsere Strategie

Folgt man dem favorisierten Szenario der Anleihemärkte, so sind weitere Kursgewinne für Staatsanleihen aus der Peripherie und Kerneuropa wahrscheinlich. Größeres Potential besteht aber dann bei europäischen Aktien und im US-Dollar, da diese Märkte, wie dargestellt, eine andere Erwartungshaltung haben.

Sollte die EZB sich aber nicht für Staatsanleihekäufe entscheiden, wird die Reaktion der Finanzmärkte davon abhängen, warum sie diesen Schritt nicht unternimmt. Handelt es sich um „Politikversagen“, d.h. die EZB unterschätzt die deflationären Effekte, werden vor allem Staatsanleihen aus der Peripherie leiden, der Euro wird sich weiter aufwerten und auch europäische Aktien werden es schwer haben. Nutznießer werden dagegen deutsche Staatsanleihen sein.

Liegt die EZB aber mit ihrer Einschätzung richtig, dass sich Konjunktur und Preise bald wieder erholen werden, werden in erster Linie deutsche Staatsanleihen leiden, Anleihen und vor allem Aktien aus der Peripherie werden dagegen profitieren, aber auch ganz allgemein europäische Aktien.

Wir erwarten, dass sich die EZB letztlich zu weiteren Lockerungsmaßnahmen durchringen wird, wenn die konjunkturelle Erholung ins Stocken gerät. Da sie aber kein konjunkturpolitisches Mandat hat, wird sie ihre Schritte mit dem Unterschließen ihres Inflationsziels begründen, eventuell auch mit dem zu geringen Geldmengenwachstum.

Ein unmittelbarer Auslöser für den Einstieg in ein Anleihekaufprogramm könnte beispielsweise der Anstieg des Euro-Kurses auf über \$1,40 sein. Nach den jüngsten Aussagen von Jens Weidmann würde in diesem Fall wahrscheinlich sogar die Bundesbank die Entscheidung mittragen.

Vor diesem Hintergrund bleiben wir bei unserer **positiven Grundhaltung zu den Aktienmärkten, aber auch zu High Yield/Fallen-Angels-Anleihen**, deren Kurse weiterhin von der Suche nach alternativen Renditequellen unterstützt werden. Letztere sind auf Sicht der nächsten 3 Monate die „sicherere Alternative“, da das Geschehen an den Aktienmärkten stärker von den Entwicklungen in China und den USA bestimmt sein wird: In China werden die ersten Anzeichen einer Finanzkrise immer deutlicher und in den USA wartet man immer noch auf eine Beschleunigung der konjunkturellen Erholung. Diese ist für die Aktienmärkte umso wichtiger, als die FED wahrscheinlich bereits Mitte 2015 und nicht wie ursprünglich erwartet erst 2016 mit den ersten Zinserhöhungen beginnen wird.

Dr. Ernst Konrad

Tel.: +49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.