

Ausgabe 01/2016

### EZB: Mario Draghis letzter Versuch?

**Angesichts einer sich eintrübenden Wirtschaftslage und fallender Inflationssichten werden weitere geldpolitische Impulse von der EZB erwartet. Genährt wurden die Erwartungen durch Äußerungen von EZB-Präsident Mario Draghi, die EZB würde bei der Ratssitzung am 10. März ihren geldpolitischen Kurs „prüfen und ggfs. überdenken“, was als klare Vorankündigung einer Lockerung aufgefasst wurde.**

**Mit Blick auf das sich seit Dezember verschlechternde Konjunkturmilieu wird intensiv darüber spekuliert, was Draghi aus seinem imaginären Hut zaubern wird, um die stetig fallenden Inflationserwartungen zu stabilisieren. Im Folgenden werden die Argumente für eine weitere Lockerung zusammengefasst, mögliche Maßnahmen des EZB-Rats zur Ankurbelung von Wachstum und Inflation skizziert und das jeweilige Für und Wider aufgezeigt.**

Die letzte Senkung des Einlagenzinses auf -0,30% liegt erst drei Monate zurück und das Anleihekaufprogramm (APP) läuft noch weitere 12 Monate. Dennoch wird lebhaft über die nächsten Schritte der EZB spekuliert. Im Nachgang zur letzten Zinssenkung vom 3. Dezember 2015 sagte Mario Draghi, dass der Rat „im Frühjahr einige der technischen Parameter unseres [APP-]Programms prüfen und ggfs. neu bewerten wird“. Im Januar schlug er einen noch entschlosseneren Ton an: Es sei „erforderlich, unseren geldpolitischen Kurs bei unserer nächsten Sitzung Anfang März zu überprüfen und möglicherweise zu überdenken.“ Somit hat Mario Draghi im Vorfeld der Ratssitzung Spekulationen weiter befeuert. Es ist davon auszugehen, dass dies kein Versehen war, sondern angesichts nur schwacher Opposition im EZB-Rat durchaus als Vorankündigung zu verstehen ist.

Angeheizt wurden die Erwartungen weiterer EZB-Lockerungen zudem durch eine deutliche Eintrübung der wirtschaftlichen Lage. So wurden die Wachstums- und Inflationsprognosen global und für die EWU für dieses Jahr von internationalen Organisationen und Volkswirten aus dem privaten Sektor deutlich gesenkt. Beispiele dafür finden sich im neuesten OECD-Zwischenbericht zum Konjunkturausblick, in der Januar-Umfrage der EZB unter professionellen Prognostikern (SPF) und in dem von Bloomberg ermittelten Konsens unter Volkswirten.

Darüber hinaus blieben die jüngsten Inflationszahlen deutlich hinter den Erwartungen zurück. Grund war ein abermaliger Ölpreistrübkang bis zu rund 25%. In der Folge sanken die Inflationserwartungen, ein Parameter mit maßgeblichem Einfluss auf den geldpolitischen Kurs der EZB. Der 5-Jahre/5-Jahre-Inflations-Swap, Draghis oft zitierter bevorzugter Indikator für die Inflationserwartungen, ist zuletzt auf unter 1,4% gefallen. Implizit bedeutet das, dass die Märkte gegen die Fähigkeit der EZB wetten, die Inflation innerhalb von fünf bis zehn Jahren wieder auf die Zielmarke von knapp 2% zurückzuführen. Draghi hat wiederholt Besorgnis über diese fehlende Verankerung der Inflationserwartungen geäußert.



Holger Fahrinkrug  
Chefvolkswirt Oddo Meriten AM

Nicht jeder wird in allen Aspekten mit Draghis Analyse, wie nahe der Euroraum einer wirklichen Deflation ist, konform gehen, da die verfügbaren Daten zu den Inflationserwartungen auch von anderen Faktoren beeinflusst werden und daher mit Vorsicht zu betrachten sind. Im EZB-Rat wird er jedoch auf eine breite Mehrheit für eine weitere geldpolitische Lockerung stoßen.

Nach der impliziten Vorankündigung einer weiteren Lockerung würde Mario Draghi mit einem Rückzieher überdies an Glaubwürdigkeit einbüßen. Zudem hat er auch fundamental mehr Argumente auf seiner Seite als bei früheren Gelegenheiten, so dass er im Rat auf wenig Gegenwehr stoßen dürfte:

- Der Ölpreis ist seit Dezember um etwa 25% gefallen
- Die Inflationsraten in den ersten zwei Monaten des Jahres sind nicht im erwarteten Maße gestiegen
- Die Inflationserwartungen sind weiter rückläufig
- In der SPF-Umfrage im 1. Quartal wurden die Inflationsprognosen der Experten für 2016 und 2017 gesenkt; der langfristige Ausblick lässt eine Negativtendenz erkennen
- Der Euro hat seit Dezember zwischenzeitlich um bis zu 3,8% aufgewertet
- Konjunkturindikatoren haben sich verschlechtert (z.B. Einkaufsmanagerindizes, Ifo-Index, Handels- und Auftragsvolumen, Industrieproduktion)
- Auch die langfristige Einschätzung der Wachstums- und Beschäftigungsperspektiven in der SPF-Umfrage fiel weniger optimistisch aus als zuvor
- Institutionen wie die OECD und private Volkswirte mussten ihre Wachstumsprognosen nach unten revidieren
- Am Tag der EZB-Ratssitzung dürften auch die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des EZB-Stabs nach unten angepasst werden
- Andere Notenbanken haben bereits ihren geldpolitischen Kurs gelockert:
  - o Die chinesische Notenbank hat durch verschiedene Maßnahmen die Liquiditätsversorgung angekurbelt
  - o Die US-Notenbank lässt sich mit der Straffung der Geldpolitik Zeit
  - o Schweden hat den Leitzins weiter auf nunmehr -0,5% gesenkt
- An den Finanzmärkten ist die Volatilität gestiegen:
  - o Die Staatsanleihespreads in der EWU haben sich ausgeweitet
  - o Am Kreditmarkt hat sich die Liquidität verringert
  - o Die Aktienmärkte zeigen sich volatil

Unabhängig davon, ob man jedem dieser Punkte zustimmt und ob man Draghis Einschätzung der Deflationsrisiken teilt, sind dies dennoch eine Reihe schlagkräftiger Argumente für eine weitere Lockerung - deutlich schlagkräftiger noch als die Argumente, die er im Dezember an der Hand hatte.

Angesichts der hohen Erwartungen und als Antwort auf Einwände, die Geldpolitik verlöre allmählich an Wirkung, dürfte die EZB nächste Woche nicht eine einzelne Maßnahme, sondern eine Kombination aus mehreren Maßnahmen verkünden. Diese dürfte vermutlich Zinsentscheidungen und quantitative Elemente beinhalten. Einige denkbare Optionen sind in der folgenden Übersicht dargestellt.

### Mögliche Maßnahmen der EZB

	Maßnahme	W. <sup>1</sup>	Pro / Contra
<b>Zinsen &amp; konventionelle geldpolitische Instrumente</b>	A. Senkung des Einlagenzinses <u>ohne</u> Staffelung: 10 bis 20 Basispunkte	++	- Wenig wirkungsvoll - Schwächt Profitabilität der Banken
	B. Senkung des Einlagenzinses <u>mit</u> Staffelung:	+	+ Große Wirkung, insbesondere auf Währungen + Vermeidet negative GuV-Effekte für Banken - Komplexität - Möglicherweise asymmetrischer Effekt innerhalb des Finanzsektors
	C. Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes in den negativen Bereich (parallel zum Einlagenzins)	o	- Technische Probleme in Buchhaltungssystemen + Am effektivsten für die Realwirtschaft + Federt negative Effekte auf Banken ab
	D. Zusätzlich oder alternativ zu C.: Langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO), evtl. mit Abschlag auf den Hauptrefinanzierungssatz	+	- Stoßen möglicherweise aufgrund regulatorischer Hürden nicht auf entsprechende Nachfrage + Vermeidet Belastungen für Bankprofitabilität + Flexibles Instrument zur Stützung des Kreditangebots
<b>Asset purchasing program (APP)</b>	E. Zeitliche Verlängerung des APP	++	- Begrenzte Wirkung
	F. Senkung/Abschaffung der Renditeuntergrenze	++	+ Voraussetzung für nennenswerte Erhöhung des Anleiheankaufvolumens - Verluste vorprogrammiert
	G. Erhöhung/Abschaffung von Emittenten- und sonstigen Grenzen	+	+ Verbessert Liquidität - Governance-Problem bei EZB Sperrminorität
	H. (Offizielle) Außerkraftsetzung des Kapitalschlüssels im APP	-	+ Bessere Liquidität und größere Flexibilität - politisch nicht opportun
	I. Erweiterung des Spektrums ankauffähiger Vermögenswerte	+	+ Bessere Liquidität und größere Flexibilität - Bewertung, Risikoabschätzung, Allokation problematisch
	J. Ausweitung des monatlichen Volumens	+/o	+ Effektivstes Instrument - Liquiditätsbeschränkungen

1. W. = Subjektive Wahrscheinlichkeit: ++: sehr wahrscheinlich, +: möglich/wahrscheinlich, o: möglich, nicht sehr wahrscheinlich, -: eher unwahrscheinlich, Quelle: Oddo Meriten AM GmbH

### **Was ist machbar, was ist wahrscheinlich?**

Wenn die EZB im März weitere Maßnahmen trifft, so wird sie damit konkrete Ziele verfolgen, z.B. die Inflation anzuschieben und die Inflationserwartungen zu stabilisieren. Präsident Draghi hat darauf hingewiesen, dass ihm dazu das ganze Arsenal geldpolitischer Instrumente zur Verfügung steht, und dass die EZB keinesfalls ihre selbst gesteckten Ziele aufgeben wird.

Viele Kommentatoren sind allerdings besorgt, dass die Effektivität lockerer Geldpolitik grundsätzlich an ihre Grenzen stößt. Tatsächlich haben sich seit der letzten Senkung des EZB-Einlagenzinses der Euro-Wechselkurs, Inflation, Inflationserwartungen und Wirtschaftsaktivität gegenläufig zur gewünschten Richtung entwickelt.

Sollte sich dieses Muster nach einer Lockerung im März wiederholen, würde die Glaubwürdigkeit der EZB beschädigt und die Unsicherheit bei allen Wirtschaftsakteuren vergrößern. Man kann also sagen, dass Draghi zum Erfolg verdammt ist. Sollte die gewünschte Wirkung ausbleiben, würde er langfristig das Gegenteil dessen erreichen, was er beabsichtigt, denn in diesem Fall würden sich die Inflationserwartungen wohl weiter vom EZB-Ziel abkoppeln statt sich anzunähern. Aus diesem Grund dürften viele in der Bewertung der Maßnahmen, die kommende Woche verkündet werden, wohl vom „letzten Schuss“ des EZB-Präsidenten sprechen.

Eine halbherzige Lockerung am 10. März, die ihr Ziel zu verfehlen droht, wäre für uns daher das denkbar schlechteste Ergebnis. Da davon auszugehen ist, dass die handelnden Akteure diese Einschätzung teilen, halten wir dieses Szenario für recht unwahrscheinlich. Man könnte versucht sein zu glauben, dass es für die EZB sogar eine bessere Option wäre, abzuwarten und (noch) nichts zu unternehmen. Angesichts der hohen Erwartungen würde dies aber wohl auch nicht die Wachstums- und Inflationsaussichten verbessern. Die Beibehaltung des „Status Quo“ halten wir daher für das am wenigsten wahrscheinliche Szenario.

Unter Berücksichtigung aller hier gemachten Überlegungen ist unser Kernszenario, dass Mario Draghi ein signifikantes Paket von Maßnahmen präsentieren wird. Es muss sein Bestreben sein, die Märkte im Hinblick auf den Umfang weiterer Lockerungsmaßnahmen nicht zu enttäuschen und bezüglich deren Wirksamkeit zu überzeugen. Wir erwarten daher eine Kombination von Maßnahmen mit genügend Durchschlagskraft, um die Bilanz der EZB deutlich auszuweiten und Inflationserwartungen und Wirtschaftswachstum positive Impulse zu geben.

Hinsichtlich der in der vorstehenden Tabelle genannten Optionen dürfte dies nur über eine Erhöhung des monatlichen APP-Volumens (J.) erreichbar sein, flankiert von einer Ausweitung der ankauffähigen Vermögenswerte mittels einiger oder aller unter E. bis I. aufgeführten Maßnahmen. Daneben rechnen wir mit einer Senkung des Einlagensatzes (A. oder B.) und dem Angebot zusätzlicher TLTROs (D.). Eine Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes in den negativen Bereich (C.) ist nicht ausgeschlossen; wir würden sie zum jetzigen Zeitpunkt aber nicht erwarten, denn sie könnte das berühmte Pulver darstellen, das sich die EZB für die Zukunft trocken halten möchte, für einen möglicherweise erforderlichen allerletzten Schuss.

Selbst wenn es der EZB am 10. März gelingt, ein überzeugendes Paket zu schnüren, bleiben mittel- bis längerfristige Risiken für den Wachstums- und Inflationausblick bestehen: Falls niedrige Inflation und schwaches Wachstum weiter anhalten und als Ursache dafür eher strukturelle als konjunkturelle Gründe ausgemacht werden, dann könnten auch eine Bazooka, dicke Bertha oder ein schwerer Gustav der EZB sich als langfristig wirkungslos erweisen oder, wie die namensgebenden historischen Waffensysteme, sogar als impraktikabel und überdimensioniert. Aber zunächst gilt es abzuwarten, ob die erwarteten Lockerungsschritte nicht doch greifen.



## Wichtige Kundeninformation

Vorliegendes Dokument wurde durch die Oddo Meriten Asset Management GmbH (Oddo Meriten AM), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt. Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Es beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen. Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Oddo Meriten AM oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben. Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Oddo Meriten AM übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Oddo Meriten AM reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Oddo Meriten Asset Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf oder unter [www.meriten.de](http://www.meriten.de) bezogen werden. Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkursschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück. Bei Alternative Investments können Anlagetechniken (wie z.B. die Aufnahme von Fremdkapital, Leerverkäufe und Derivate) zum Einsatz kommen, die zusätzlichen Risiken unterliegen. Die niedrigen Anfangseinschüsse, die in der Regel zur Errichtung einer Position in solchen Instrumenten erforderlich sind, ermöglichen ein hohes Maß an Hebelwirkung. Dementsprechend kann sich eine verhältnismäßig kleine Bewegung im Preis eines Vermögensgegenstands in einem Gewinn oder Verlust niederschlagen, der im Verhältnis zum tatsächlich eingesetzten Kapital hoch ausfallen und zu einem überproportionalen Verlust führen kann, der über das geleistete Kapital hinausgeht. Transaktionen in außerbörslich gehandelten Derivaten können zusätzliche Risiken, insbesondere Liquiditäts- und Kontrahentenrisiken beinhalten. Es kann sich daher als schwierig erweisen, solche Transaktionen zu schließen, zu bewerten oder das Risiko einzuschätzen. Eine Anlage kann ebenfalls einem hohen Risiko unterliegen, wenn sie in Unternehmen getätigt wird, deren Emissionen nicht öffentlich oder frei handelbar und daher schwierig zu veräußern sind. Bei solchen Unternehmen kann zudem ein erhöhtes Risiko eines unternehmerischen Misserfolgs als bei größeren, börsennotierten Unternehmen bestehen. Anleger von Alternative Investments müssen bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen. Vermögensgegenstände können ganz oder teilweise nicht von einer Verwahrstelle, sondern einem Prime Broker verwahrt werden. Sofern der Prime Broker seinen Sitz außerhalb des Geltungsbereiches des Kapitalanlagegesetzbuches hat, unterliegt dieser nicht der staatlichen Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Anlagen in Fonds, die in Alternative Investments investieren, sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und ggf. Halbjahresbericht kostenlos bei der Oddo Meriten Asset Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf bezogen werden. Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushändigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden. Sollte Oddo Meriten AM Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt Oddo Meriten AM Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält Oddo Meriten AM hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch Oddo Meriten AM verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen. Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden. Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Vorvereinbarung von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht. Copyright ©Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die in Bezug auf Morningstar enthaltenen Informationen, Daten und ausgedrückten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren. STOXX Limited ("STOXX") ist die Quelle der in diesem Dokument genannten STOXX-Indizes und der darin enthaltenen Daten. STOXX war bei der Herstellung und Aufbereitung von in diesem Bericht enthaltenen Informationen in keiner Weise beteiligt und schließt für solche Informationen jede Gewähr und jede Haftung aus, einschliesslich für ihre Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Tauglichkeit zu beliebigen Zwecken. Jede Verbreitung oder Weitergabe solcher Informationen, die STOXX betreffen, ist untersagt.