

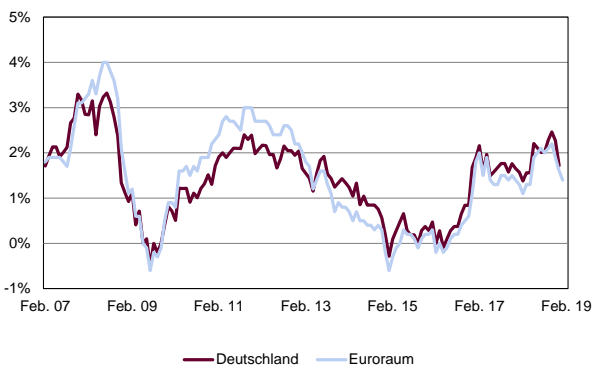
DAS DILEMMA DER EZB

Angesichts einer sich eintrübenden Konjunkturlage im Euroraum haben sich die Erwartungen der Marktteilnehmer an eine Zinserhöhung der EZB in diesem Jahr deutlich reduziert. Am Kapitalmarkt wird mittlerweile erst im Jahr 2020 mit einer Anhebung des Leitzinssatzes gerechnet. Selbst eine Erhöhung des Einlagensatzes scheint vom Tisch zu sein. Das Dilemma der EZB besteht darin, für die nächste Rezession nicht ausreichend gewappnet zu sein. Denn je länger sie warten muss, um die Leitzinsen anzuheben, desto größer wird die Wahrscheinlichkeit, dass bis zum Ausbruch der nächsten Rezession keine Zinserhöhungen mehr stattfinden werden. Es wird zudem deutlich, dass im Gegensatz zu früheren Zyklen die europäische und US-amerikanische Geldpolitik nicht mehr mit einem gewissen Zeitversatz synchron verlaufen.

Schwache Daten von der europäischen Konjunktur, gesenkte Wachstumsprognosen vieler Institute und die nicht unerheblichen politischen Risiken haben auch bei der EZB ihre Spuren hinterlassen. So hat Mario Draghi auf der Pressekonferenz nach der letzten EZB-Ratssitzung am 24. Januar eine **erste Zinserhöhung in diesem Jahr praktisch kassiert** und auf das Jahr 2020 verschoben.

Dies war von den Marktteilnehmern in dieser Form auch erwartet worden. Denn seit dem Jahr 2013, als die Leitzinsen auf 0,25 Prozent abgesenkt wurden, benutzt die EZB als zusätzliches geldpolitisches Instrument die sogenannte **Forward Guidance**, um die Markterwartungen zu steuern. Dies ist insbesondere bei Zinsen nahe oder bei null Prozent ein probates Mittel, um den Marktteilnehmern ein Signal zu geben, dass sie wahrscheinlich auch in Zukunft weiterhin mit niedrigen Zinsen kalkulieren können. Die niedrigen Zinsen werden damit in die Zukunft übertragen und die Risikoprämie reduziert, was einen positiven Effekt auf die Konjunktur und damit auf den Inflationsausblick haben soll.

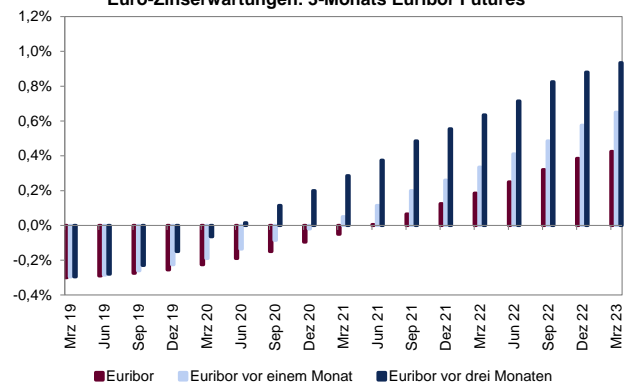
Inflationsraten: Deutschland und Euroraum



Die aktuelle Forward Guidance der EZB bezüglich des Zinsausblicks besagt, dass die Leitzinsen erstens über den Sommer hinaus nicht angehoben werden und zweitens in jedem Fall solange auf ihren tiefen Niveaus bleiben, bis **ein ausreichender Inflationsdruck**

entsteht, der mit dem mittelfristigen Inflationsziel von knapp unter zwei Prozent in Einklang steht. Angesichts der schwachen Daten von der Konjunktur, einer auf niedrigem Niveau stagnierenden Kerninflationsrate und einem Rückgang der Teuerung im Euroraum von 2,2 Prozent im Oktober auf geschätzt 1,4 Prozent im Januar haben die Marktteilnehmer ihre Zinserwartungen in den letzten **drei Monaten entsprechend der Forward Guidance reduziert**. Während noch im Oktober eine Erhöhung des Leitzinssatzes in diesem Jahr zu etwa 90 Prozent eingepreist war, liegt dieser Wert nun nur noch bei etwas unter 40 Prozent.

Euro-Zinserwartungen: 3-Monats Euribor Futures



Selbst eine Erhöhung des Einlagenszinses, der aktuell bei -0,4 Prozent liegt, ist angesichts der konjunkturellen Abschwächung unserer Einschätzung nach in diesem Jahr keine realistische Option mehr. Damit kommt die EZB aber in **ein Dilemma**: Denn je länger sie warten muss, um die Leitzinsen anzuheben, desto größer wird die Wahrscheinlichkeit, dass bis zum Ausbruch der **nächsten Rezession keine Zinserhöhungen** mehr stattfinden werden. Zwar sollte eine Zentralbank nicht die Zinsen erhöhen, nur um sie im Rezessionsfall wieder absenken zu können („Munition aufbauen“), denn dies könnte eine Rezession erst auslösen. Dennoch ist es für eine Notenbank eine sehr unangenehme Situation, ohne wirklichen Handlungsspielraum auf eine kräftigere wirtschaftliche

Abkühlung reagieren zu müssen. Die Jahre 2015 und 2016 haben gezeigt, wie schwer es der EZB gefallen ist, die damaligen **deflationären Tendenzen** zu bekämpfen.

Das alte Muster, wonach **die US-amerikanische Notenbank den Takt für die EZB vorgibt**, scheint seine Gültigkeit verloren zu haben. Denn bereits im Jahr 2015 hat die Federal Reserve begonnen, die Zinsen anzuheben. Zwar ist auch hier mittlerweile eine Zinserhöhungspause wahrscheinlich, aber die konjunkturelle Dynamik ist in den USA ungleich höher als im Euroraum, so dass in diesem Jahr eher dort als hierzulande mit einer Zinserhöhung zu rechnen ist. In der Folge könnten die ohnehin bereits **sehr hohen Zinsdifferenzen weiter zunehmen**. Kapital würde aus dem Euroraum abfließen und höher rentierliche Anlagen in den USA ansteuern. Der US-Dollar könnte weiter an Wert gegenüber dem Euro gewinnen. Dies dürfte der EZB aber sogar in die Karten spielen.

Wie geht es aber in diesem Jahr weiter, wenn sich die konjunkturelle Abkühlung fortsetzen sollte? Eine Möglichkeit der EZB zu reagieren, wäre die Neuauflage von **Langfristtendergeschäften**. Dabei können die Geschäftsbanken für einen festgelegten Zeitraum Liquidität von der Zentralbank zu einem niedrigen Zinssatz erhalten. Dies würde vor allem den Banken Südeuropas helfen, ihre Bestände an Staatsanleihen zu finanzieren. Die Auflage neuer Langfristtender halten wir für relativ wahrscheinlich. Mario Draghi hat auf Nachfrage deutlich gemacht, dass die Tendergeschäfte der Vergangenheit den gewünschten positiven Effekt erzielt hätten. Außerdem könnte die **Forward Guidance** der EZB modifiziert werden, indem zum Beispiel die niedrigen Zinsen für einen

längeren Zeitraum als über den Sommer hinaus festgeschrieben werden. Eine Neuauflage des Anleihekaufprogramms oder eine Absenkung des Leitzinssatzes in den negativen Bereich sind dagegen unwahrscheinlich, solange es zu keiner Rezession kommt.

In Hinblick auf die Personalpolitik der EZB ist in diesem Jahr zudem einiges in Bewegung. Mit dem Chefvolkswirt der EZB, Peter Praet, verlässt Ende Mai ein großer Unterstützer des lockeren geldpolitischen Kurses die EZB. Sein Nachfolger auf diesem Posten wird der **irische Notenbankpräsident Philip Lane** werden, der den Kurs Draghis aber auch unterstützte. Die Amtszeit Mario Draghis läuft wenige Monate später Ende Oktober ebenfalls ab. Wer sein **Nachfolger werden wird, ist noch gänzlich unklar**. Denn die Besetzung des Chefpostens der EZB ist eine hochpolitische Entscheidung. In Europa sind in diesem Jahr zahlreiche weitere Spitzenposten zu vergeben und die europäischen Gepflogenheiten verlangen es, dass das Personaltableau über die Länder hinweg einigermaßen ausgeglichen gestaltet wird.

Vor allem die **Europawahlen** haben einen großen Einfluss auf die Besetzung des Postens an der Spitze der EZB. Sollte beispielsweise der Deutsche Manfred Weber als Spitzenkandidat der Europäischen Volkspartei nicht EU-Kommissionspräsident werden, stehen die Chancen für **Jens Weidmann** auf den Chefposten bei der EZB besser als manche denken. Aber selbst wenn Weidmann EZB-Präsident werden sollte, müsste sich zunächst das fundamentale Umfeld verbessern, bevor die Zinsen angehoben werden könnten.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319
Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2019

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.