



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

19. September 2019

EZB und Fed senken die Zinsen, doch die Parallelen sind geringer als gedacht

Mario Draghi ist es beim EZB-Zinsentscheid der letzten Woche erneut gelungen, alle Register der unorthodoxen geldpolitischen Maßnahmen zu ziehen. Nun hat die US-Notenbank nachgelegt und den US-Leitzins innerhalb weniger Wochen erneut gesenkt. Damit scheint die globale geldpolitische Marschrichtung für die nächsten Jahre vergleichsweise eindeutig vorgegeben, zumal auch die japanische Notenbank nicht im Verdacht steht, eine eher klassische und vorsichtige Geldpolitik zu betreiben.

Allerdings sollte man nicht die Geldpolitik diesseits und jenseits des Atlantik unreflektiert in einen Topf werfen – es existieren durchaus Unterschiede in der geldpolitischen Philosophie. Schließlich darf man nicht vergessen, dass die USA ihre Zinssenkungen beschlossen haben, nachdem zuvor eine gewisse Normalisierung der geldpolitischen Instrumente und Maßnahmen stattgefunden hatte. Dagegen ist die Eurozone zu keinem Zeitpunkt aus dem „Krisenmodus“ herausgekommen. Dabei wirken zumindest einige Elemente der jüngsten EZB-Entscheidung so, als wenn auch die EZB ahnt, dass eine ewige Fortführung der bisherigen Geldpolitik an ihre Grenzen stößt. So hatte die EZB zwar beschlossen, den Einlagenzinssatz um 10 Basispunkte auf -0,50 Prozent zu senken. Um Banken jedoch gleichzeitig von den höheren Strafzinsen zu entlasten, die zu einer Mehrbelastung von fast zwei Milliarden Euro im Jahr führen würden, wurde ein zweistufiger Staffelnzins eingeführt. Inzwischen zeigt sich aber immer mehr, dass es vermutlich nicht zu einer Nettoentlastung der Banken kommt, sondern allenfalls zu keiner zusätzlichen Belastung.

Immerhin wird damit versucht, den Banken nicht noch mehr Luft zum Atmen zu nehmen, die sie brauchen, um überhaupt noch Kredite vergeben zu können. Denn der eigentliche Sinn und Zweck der negativen Einlagenzinsen bestand ja ursprünglich darin, Banken zur Kreditvergabe zu animieren, da dann die Einlagen volkswirtschaftlich sinnvoll genutzt werden, statt bei der EZB mit einem Strafzins versehen zu werden.

Schnell stellte sich aber heraus, dass die Realität nicht immer ganz den Mechanismen entspricht, die Volkswirte und wohl auch Notenbanker aus ihren Lehrbüchern kennen. Denn regulatorisch bedingt muss die Kreditvergabe durch Eigenkapital hinterlegt sein. Grundsätzlich ist das eine sinnvolle Vorgabe; da jedoch sehr viele europäische Banken vergleichsweise schwach mit Eigenkapital ausgestattet sind, kam die Kreditvergabe nie so ins Laufen wie von der EZB erhofft, zumal auch andere regulatorische Vorgaben die Kreditvergabe ausbremsen. Es passierte sogar fast das Gegenteil: Weil das Eigenkapital zur üppigen Kreditvergabe nicht vorhanden war, mussten und müssen Banken in der Eurozone eher gegen ihren unternehmerischen Willen die Einlagen bei der EZB parken. Die damit einhergehende Belastung verhindert die auch im Vergleich zu US-Banken dringend notwendige Bildung von Eigenkapital und führte zu einem Teufelskreis aus steigenden Belastungen, weniger Eigenkapital, damit weniger Kreditvergabebespielraum und wiederum steigenden Einlagen bei der EZB mit noch mehr Belastungen und noch weniger Eigenkapital. Selbst den stärksten Dogmatikern und Ideologen bei der EZB muss es irgendwann gedämmert

haben, dass die geldpolitische Realität kein Wunschkonzert ist, bei dem die Effekte immer so eintreten wie auf dem Reißbrett entworfen.

Daher ist die Einführung des Staffelszinses ein Zugeständnis an reale Sachzwänge und zeugt von einem gewissen Wiedergewinn an Realitätssinn und Pragmatismus. Das sollte aber nicht zur Interpretation führen, wonach sich nun die ganze EZB-Geldpolitik normalisiert. Schließlich wurde beispielsweise die „Forward Guidance“ für die weitere Geldpolitik dahingehend verändert, dass kein Zeitpunkt mehr genannt wird, ab dem die Zinsen frühestens angehoben werden. Gleichzeitig wurde vom EZB-Rat beschlossen, ein neues Anleiheaufkaufprogramm aufzulegen, ohne das – aus unserer Sicht – ein ökonomisch zwingender Grund für eine solche Maßnahme vorläge. Dieses startet am 1. November mit einem monatlichen Volumen von 20 Milliarden Euro. Der Umfang liegt zwar unter den Erwartungen von 30 Milliarden Euro pro Monat, dafür wurde jedoch kein Laufzeitende des Programms festgelegt. Die EZB hat sich zudem hinsichtlich der Rendite der zu kaufenden Wertpapiere keine Untergrenze gesetzt. Weiterhin ist überhaupt nicht ausgeschlossen, dass die EZB im Laufe der nächsten Jahre auch dazu übergehen wird, Aktien zu kaufen, da das Angebot an Anleihen einfach zu knapp wird und die EZB kein Interesse daran haben kann, eine ganze Assetklasse in der Marktpreisbildung komplett zu dominieren.

So gesehen mag die Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks das gleiche expansive Vorzeichen haben; insgesamt erscheint die US-Geldpolitik im Vergleich zum europäischen Gegenstück trotzdem deutlich „normaler“ und orthodoxer. Das lässt sich beispielsweise auch daran erkennen, dass es in den USA alles andere als klar ist, wie lange der aktuelle Zinssenkungszyklus dauern wird. Fed-Chef Powell geht selbst eher nur von einer temporären Entwicklung und einer kurzen Korrektur und eben nicht von dem Beginn einer großen Zinswende aus. Diese wenig klare Handschrift ohne eindeutige „Guidance“ legen viele als Schwäche oder Orientierungslosigkeit aus. In Wirklichkeit ist es aber nur die ehrliche Positionierung in einer Situation, in der noch nicht klar ist, ob die USA gerade nur eine Wachstumsdelle erleben oder doch den Beginn einer Rezession. Und solange dies nicht klar ist, erscheint eine geldpolitisch Fahrt auf Sicht adäquat und äußert sich auch in einem heterogenen Meinungsbild der Fed-Mitglieder.

Nicht ohne Grund ist auch die gestrige Entscheidung in den USA nicht einstimmig ausgefallen. Immerhin zwei Mitglieder votierten für eine Beibehaltung des bisherigen Zinses, während sich ein Mitglied sogar für eine Senkung um 50 Basispunkte aussprach. Auch der sog. Dot-Plot spricht für eine derzeitige geldpolitische Findungsphase der Fed. Aus dem Dot-Plot kann die Projektion des Leitzinspfades der einzelnen Fed-Mitglieder für die kommenden Jahre entnommen werden. Zwischen März 2019 und Juni 2019 waren alle Punkte und damit Leitzinsprojektionen für die kommenden Jahre deutlich nach unten „gerutscht“. Seitdem hat sich aber keine wesentliche Verschiebung mehr ergeben. Nach wie vor gehen zudem die meisten Fed-Mitglieder davon aus, dass der Leitzins 2020 nicht weiter sinkt und 2021 eher wieder über dem Niveau von 2020 liegt.

Das ist dann der große Unterschied zu der Eurozone. Während in der Eurozone fast schon dogmatisch geldpolitische Instrumente angewendet werden, die eher für einen monetären Ausnahmezustand gedacht sind, betreibt die Fed eine daten- und sachorientierte, pragmatische Geldpolitik mit allenfalls leichter Tendenz zu einer strukturell expansiven Geldpolitik. Dabei hat es auch die Fed im Moment nicht leicht, es allen Recht zu machen; noch während der Pressekonferenz von Fed-Chef Powell polterte Trump und forderte eine noch expansivere Geldpolitik ein. Dabei ist es nicht auszuschließen, dass die Fed unter diesem politischen Druck tatsächlich ein wenig einknickt und in den kommenden Quartalen die Fed Fund Rate vielleicht um einen 0,25%-Zinsschritt weiter nach unten anpasst als es akademisch betrachtet zwingend notwendig wäre. Trotzdem sind das „Luxussorgen“ gegenüber einer europäischen Zentralbank, die seit 2012 im extremen „whatever-it-takes“-Modus agiert und keine Anstalten macht, dies auf absehbare Zeit zu ändern. Ursprünglich war der Gedanke dabei der, mit geldpolitischen Maßnahmen Zeit zu kaufen, die die Politik dann für Strukturreformen nutzt. Dieser Plan ist nicht aufgegangen und wird auch nicht aufgehen. Daher stellt sich die Frage, ob die EZB nicht langsam nach Washington schauen sollte, um zu lernen, wie man wieder in die Normalität zurückkehrt.

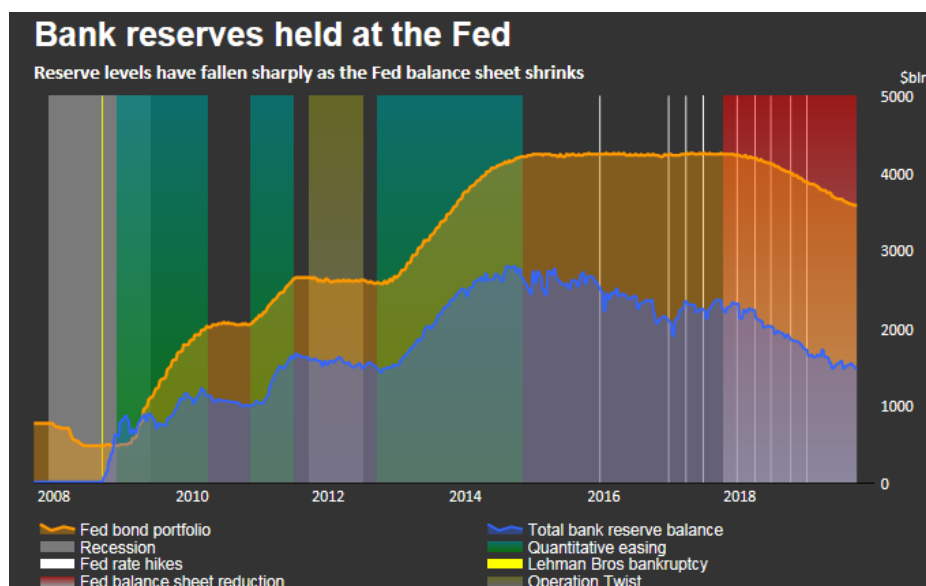
Wenn man auf diese Normalisierung gänzlich verzichtet, zahlt die Eurozone langfristig einen Preis, der deutlich höher ausfällt als die kurzfristigen Schmerzen, die bei einer Normalisierung der Geldpolitik entstehen.

Wochenausblick für die Zeit vom 23. bis 27. September 2019

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	44,3	45,0	43,2	43,5	43,8		23. September
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	55,4	55,8	54,5	54,8	54,6		23. September
D: Einkaufsmanagerindex gesamt – Flash	52,6	52,6	50,9	51,7	51,8		23. September
D: Ifo Geschäftsklimaindex	98,2	97,4	95,8	94,3	94,8		24. September
D: Ifo-Geschäftserwartungen	95,2	94,0	92,1	91,3	92,0		24. September
D: Ifo-Lageeinschätzung	101,3	101,0	99,6	97,3	97,2		24. September
D: GfK Konsumklima	10,2	10,1	9,8	9,7	9,7	9,6	26. September
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	47,7	47,6	46,5	47,0	47,1		23. September
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	52,8	53,6	53,2	53,5	53,5		23. September
E-19: Einkaufsmanagerindex gesamt – Flash	51,8	52,2	51,5	51,9	52,0		23. September
E-19: Geldmenge M3, y/y	4,8%	4,5%	5,2%	4,9%			26. September
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-6,5	-7,2	-6,6	-7,1	-7,0		27. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Probleme am Repo-Markt



Quelle: Refinitiv Datastream

Eigentlich hatte die Fed bereits mit genug Problemen zu kämpfen: neben den Risiken aus dem Handelskrieg und niedriger Inflation muss auch noch dem politischen Druck durch den US Präsidenten standgehalten werden. Nun hatten sich zu Beginn der Woche im Vorfeld der Fed-Sitzung auch noch Probleme am Repo-Markt aufgebaut. Am Montag und Dienstag sind die Zinsen für Übernachtskredite (Overnight loans) am Repo-Markt deutlich angestiegen und lagen in der Spitze bei 10%. Derartige Verwerfungen hatte es zuletzt in der Finanzkrise gegeben. Während damals die Ursache in dem Misstrauen in die Zahlungsfähigkeit der Gegenpartei lag, war jetzt der Zusammenfall verschiedener technischer Faktoren ausschlaggebend. Zum einen standen die quartalsweisen Steuerzahlungen an, die den Bedarf an

Liquidität erhöhten. Zum anderen musste gleichzeitig das Settlement für den Kauf von USD 78 Mrd. neu emittierter US Staatsanleihen erfolgen. Es hat jedoch auch ein struktureller Faktor die Verwerfungen am Geldmarkt ermöglicht: dieser zeigt sich in dem Abbau der Reserven der US-Banken bei der Fed. Nachdem die Fed die Zinsen Ende 2015 angehoben hatte und später auch das eigene Anleiheportfolio reduziert hat, haben sich die Bankreserven auf aktuell knapp USD 1,5 Billionen deutlich reduziert – und damit die Liquidität. Durch eine zweifache Intervention durch die NY Fed konnten die Zinsen am Repo-Markt wieder an die Fed Funds Rate herangeführt werden. Die strukturell niedrigen Reserven sprechen jedoch dafür, dass solche Probleme noch öfter auftreten können.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	19.09.2019 16:54	12.09.2019 -1 Woche	16.08.2019 -1 Monat	18.06.2019 -3 Monate	18.09.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	27231	0,2%	5,2%	2,9%	3,7%	16,7%
S&P 500	3020	0,3%	4,5%	3,5%	4,0%	20,5%
Nasdaq	8229	0,4%	4,2%	3,5%	3,4%	24,0%
DAX	12465	0,4%	7,8%	1,1%	2,5%	18,1%
MDAX	26108	-0,3%	5,2%	2,0%	-0,5%	20,9%
TecDAX	2900	1,1%	7,3%	2,0%	-0,3%	18,3%
EuroStoxx 50	3550	0,3%	6,6%	2,8%	5,7%	18,3%
Stoxx 50	3220	0,3%	5,1%	1,2%	7,0%	16,7%
SMI (Swiss Market Index)	10065	-0,3%	3,5%	0,8%	12,9%	19,4%
FTSE 100	7358	0,2%	3,4%	-1,1%	0,8%	9,4%
Nikkei 225	22044	1,3%	8,0%	5,1%	-5,9%	10,1%
Brasilien BOVESPA	105403	1,0%	5,6%	6,0%	34,6%	19,9%
Russland RTS	1381	1,4%	11,4%	1,6%	22,9%	29,5%
Indien BSE 30	36093	-2,7%	-3,4%	-7,6%	-3,2%	0,1%
China Shanghai Composite	2999	-1,1%	6,2%	3,8%	11,1%	20,3%
MSCI Welt (in €)	2201	-0,8%	4,6%	3,6%	7,2%	21,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1021	-0,9%	5,5%	1,0%	6,0%	9,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	173,37	-56	-523	51	1463	983
Bobl-Future	135,20	-38	-82	57	443	268
Schatz-Future	112,22	-5	-37	-8	44	28
3 Monats Euribor	-0,40	4	2	-7	-8	-9
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,44	3	14	3	-33	0
3 Monats \$ Libor	2,16	4	2	-23	-18	-65
Fed Funds Future, Dez 2019	1,72	4	23	-7	-112	-1
10-jährige US Treasuries	1,78	-1	24	-27	-126	-90
10-jährige Bunds	-0,50	3	17	-18	-99	-75
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,22	-1	1	-10	-34	-23
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,75	0	36	-21	-75	-58
US Treas 10Y Performance	640,40	0,1%	-2,1%	3,1%	15,0%	10,3%
Bund 10Y Performance	680,10	-0,3%	-1,7%	2,1%	11,0%	8,4%
REX Performance Index	500,01	-0,5%	-1,2%	0,5%	3,5%	2,5%
IBOXX AA, C	0,16	3	21	-14	-68	-72
IBOXX BBB, C	0,81	3	10	-32	-89	-125
ML US High Yield	6,25	-6	-32	-34	-24	-177
JPM EMBI+, Index	863	-0,3%	-0,8%	-0,9%	10,3%	9,0%
Wandelanleihen Exane 25	7544	0,0%	0,6%	2,6%	1,2%	9,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	384,04	-0,1%	-3,4%	-6,8%	-6,4%	-6,1%
MG Base Metal Index	296,10	-1,9%	1,3%	2,3%	-2,9%	0,5%
Rohöl Brent	64,52	7,3%	10,0%	3,1%	-18,3%	21,4%
Gold	1499,48	-0,9%	-0,6%	11,2%	25,0%	17,0%
Silber	17,93	-0,9%	4,7%	19,6%	26,3%	15,6%
Aluminium	1754,25	-1,0%	-0,3%	0,1%	-12,3%	-5,8%
Kupfer	5779,75	-0,4%	1,1%	-2,5%	-4,7%	-2,8%
Eisenerz	93,97	-0,2%	0,4%	-11,2%	37,0%	35,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	2266	-2,8%	8,5%	99,6%	67,1%	78,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1052	0,8%	-0,2%	-1,2%	-5,5%	-3,5%
EUR/ GBP	0,8853	-1,0%	-3,2%	-0,7%	-0,5%	-1,4%
EUR/ JPY	119,43	1,1%	1,4%	-1,4%	-9,0%	-5,1%
EUR/ CHF	1,0981	0,8%	1,2%	-1,7%	-2,3%	-2,6%
USD/ CNY	7,0939	0,2%	0,7%	2,7%	3,4%	3,2%
USD/ JPY	108,46	0,3%	2,0%	0,0%	-3,5%	-1,0%
USD/ GBP	0,8012	-1,2%	-2,7%	0,5%	5,4%	2,0%

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
jboettger@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.