



Insight

EZB-Zinssenkungen: Die Rückkehr von Super-Mario und ihre Folgen

- EZB-Präsident Draghi kündigt ungewohnt deutlich Zinssenkung(en) an und schließt weitere geldpolitische Maßnahmen nicht aus
- Märkte reagieren mit deutlichen Kursgewinnen bei Aktien und Anleihen: neues historisches Renditetief bei zehnjährigen Bundesanleihen, Dax nahe der Jahreshochs
- Kurzfristig weitere Kursgewinne möglich, da Profi-Anleger sehr vorsichtig positioniert sind und Performancedruck hoch ist.
- Aber: Realwirtschaftlicher Positiveffekt neuerlicher Zinssenkungen vernachlässigbar, langfristige Risiken wachsen eher

EZB-Präsident Draghi wird erneut zum „Super-Mario“

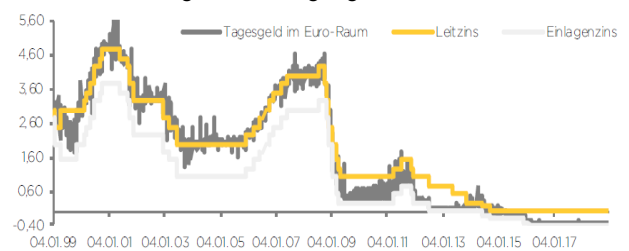
EZB-Präsident Draghi hat das jährliche Notenbanktreffen im portugiesischen Sintra genutzt, um die Märkte ungewöhnlich deutlich auf neue Zinssenkungen der EZB einzustellen. Ohne eine Besserung der wirtschaftlichen Lage sei eine weitere Lockerung der Geldpolitik erforderlich. Daher werde die EZB bereits „in den kommenden Wochen“ darüber beraten, wie die geldpolitischen Instrumente angepasst werden können. Die Draghi-Aussagen sind für einen Notenbankpräsidenten ungewöhnlich deutlich und erinnern an seine berühmte „whatever it takes“-Rede von 2012 – damals zur Hochzeit der Staatsschuldenkrise. Sie kommen auch deshalb überraschend, weil die Aussagen nach der letzten EZB-Sitzung vor zwei Wochen noch deutlich zuversichtlicher klangen und keine unmittelbar bevorstehenden EZB-Maßnahmen erkennen ließen.

Was kann die EZB tun?

Draghi selbst betonte gestern, dass die EZB über einen breiten Instrumentenkasten verfüge und daher genug Handlungsspielraum besitze. Neben der Reduktion des Einlagenzinses seien die Einführung von Staffeln für Banken, die Wiederauflage des Anleihekaufprogramms mit veränderten Parametern (Wegfall der selbst definierten Ankaufobergrenze

von 33%) oder eine weitere Veränderung des langfristigen Zinsausblicks (sog. Forward Guidance) möglich. Wir gehen davon aus, dass dabei eine weitere Absenkung des Einlagenzinses zunächst das wahrscheinlichste Instrument ist und bereits auf der kommenden Sitzung (Juli) beschlossen werden könnte. Hiermit sollten sich auch die Gegner einer zu lockeren Geldpolitik anfreunden können, insbesondere wenn die Nebenwirkungen für die Banken durch die Einführung eines Staffelnzinses reduziert würden.

Grafik: Leit-, Einlagen- und Tagesgeldzins in der Eurozone



Quelle: Bloomberg, EZB

Die Wiederaufnahme von Anleihekäufen dürfte dagegen im geldpolitischen Rat weitaus umstrittener sein, zumal sich dadurch neue rechtliche Fragen ergeben würden. So hatten das deutsche Bundesverfassungsgericht und der EuGH Anleihekäufe zwar für rechtmäßig erklärt, aber der EZB ein striktes Regelwerk abgefordert. Wenn von diesem nun spürbar abgewichen werden müsste, könnten weitere Klagen gegen die EZB drohen.

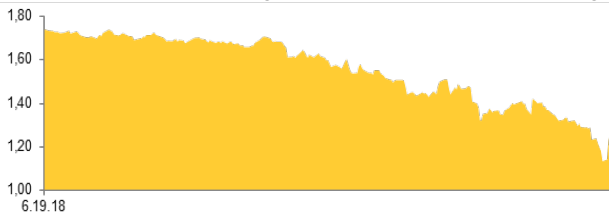
Warum jetzt?

Seit der letzten EZB-Sitzung sind keine Konjunkturdaten veröffentlicht worden, die eine völlig neue Einschätzung der wirtschaftlichen Situation rechtfertigen. Von daher muss die schnelle und deutliche Kehrtwende Draghis auf andere Faktoren zurückzuführen sein. U.E. drängen sich dabei zwei Aspekte auf: Die langfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone sind seit der letzten EZB-Sitzung deutlich zurück-

Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

gegangen. Viele Marktteilnehmer hatten bereits vor zwei Wochen auf geldpolitische Lockerungsschritte spekuliert – und zeigten sich im Nachgang der Sitzung enttäuscht. Dies hat sich in den marktgehandelten Inflationserwartungen besonders niedergeschlagen.

Grafik: Inflationserwartungen in der Eurozone im Sinkflug



Quelle: Bloomberg. 5x5 Jahres Inflation-Swap

Und: EZB-Chef Draghi hat durch seine Aussagen der jüngsten Euro-Stärke den Boden entzogen. Die Gemeinschaftswährung hatte auf die Zinssenkungsspekulationen in den USA reagiert und seit der letzten EZB-Sitzung aufgewertet. Beide Faktoren zeigen, dass die europäischen Währungshüter sehr stark auf Marktentwicklungen reagieren...oder kritisch formuliert: vom Markt getrieben werden.

Folge 1: Keine Zinswende in den kommenden Jahren

Die deutlichen Worte von EZB-Präsident Draghi machen eines klar: Die EZB ist weit davon entfernt, eine Normalisierung ihrer Geldpolitik vorzubereiten. Denn sie kann jetzt nicht offen mit Zinssenkungen kokettieren, um dann in wenigen Monaten doch eine Zinswende nach oben einzuleiten. Von daher sind erste Zinserhöhungen mindestens in den späten Jahresverlauf 2021 verschoben. Auskömmliche Zinsen auf Inflationshöhe erwarten wir nicht vor 2023. Mit der gestrigen Draghi-Rede hat u.E. sogar das Risiko zugenommen, dass die EZB in diesem Konjunkturzyklus gar keine Zinserhöhung mehr vornimmt. Pünktlich zum neunten Geburtstag der „schleichenden Enteignung“ hat die EZB damit die Verlängerung der Zinsdürre nun auch formell bestätigt. Sparsbuch und Tagesgeld fallen damit weiterhin als Instrumente zum Vermögensaufbau aus.

Folge 2: Realwirtschaftlicher Effekt vernachlässigbar

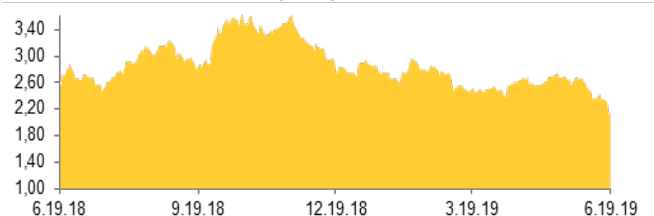
Wir rechnen nicht damit, dass eine neuerliche EZB-Zinssenkung messbare realwirtschaftliche Effekte entfalten wird. Wenn überhaupt könnte eine weitere Reduktion des Einlagensatzes gegen eine Kreditklemme helfen. Die ist in der Eurozone aber gar nicht vorhanden. So liegt das Kreditwachstum in einem gesunden Bereich, bei Unternehmerbefragungen werden die Finanzierungsbedingungen regelmäßig als positiv herausgestellt. Eine nachhaltige konjunkturelle Wirkung könnte sich somit nur ergeben, wenn mehr Staaten die niedrigen Zinsen für großaufgelegte Konjunkturprogram-

me nutzen oder mehr Privathaushalte ihr Geldvermögen in Produktivkapital umschichten würden. Beides halten wir für eher unwahrscheinlich. Die finanziell solide aufgestellten Eurostaaten werden ihre Investitionspläne kaum wegen 10 oder 20 Basispunkten niedrigerer Refinanzierungskosten komplett überdenken – zumal die Regierungskonstellationen in Deutschland und den Benelux-Staaten alles andere als stark sind. Und dass die Privathaushalte ihre Sparneigung überdenken und nach neun Jahren schleichender Enteignung zum Anleger werden, dürfte leider ein Wunschtraum bleiben. Entsprechend lassen wir unsere Wachstumsprognosen unverändert: wir erwarten 2019 deutlich niedrigere Zuwachsraten als in den Vorjahren, rechnen aber nicht mit einer Rezession. 2020 dürften die Wachstumsraten dann wieder leicht anziehen, was allerdings vor allem auf einen statistischen Effekt (mehr Arbeitstage als 2019) zurückzuführen ist.

Folge 3: EZB verpulvert Munition

Wenn die EZB in den kommenden Wochen die Zinsen weiter absenkt und ggf. sogar über weitere geldpolitische Maßnahmen nachdenkt, könnten ihr in einigen Jahren die Instrumente für eine wirkungsvolle Geldpolitik fehlen. So gehen wir aktuell davon aus, dass ab 2022 die Rezessionsrisiken in der Eurozone deutlich steigen werden. Bis dahin dürfte das Zinsniveau in der Eurozone nicht hoch genug ausfallen, um die Negativfolgen dann mit Zinssenkungen abfedern zu können. Auch unkonventionelle Maßnahmen wie Anleihekäufe dürften kaum den erwünschten Positiveffekt erzielen. Noch schwieriger könnte die Situation werden, wenn sich die Probleme in einigen Ländern wie Italien verschärfen. Die Wahrscheinlichkeit dafür hat die EZB selbst erhöht. Denn für die italienische Regierung wird das Schuldenmachen auf dem jetzt noch niedrigeren Renditeniveau einfacher.

Grafik: Renditeniveau 10-jähriger italienischer Staatsanleihen



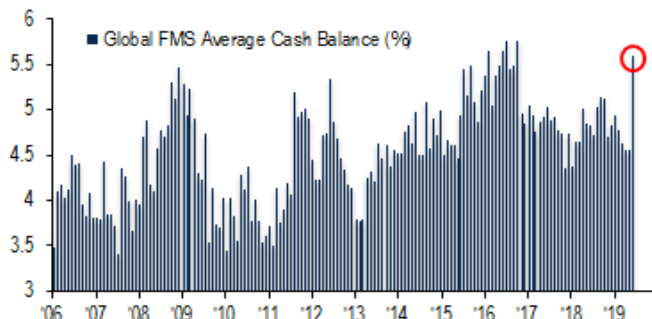
Quelle: Bloomberg

Folge 4: Kurzfristige Übertreibungen wahrscheinlich

Mit seinem gestrigen Auftritt hat EZB-Chef Draghi den Marktteilnehmern ein paar Zuckerstückchen hingeworfen. Diese könnten auch in den kommenden Tagen noch für eine erhöhte Kaufbereitschaft am Markt beitragen. Denn viele Anleger haben den Kursaufschwung im ersten Quartal nicht mitgenommen und stehen nun unter großem Performancedruck. Die jüngste Fondsmanager-Befragung der Bank of America

zeigt eine extrem pessimistische Positionierung. Dies dürfte viele Anleger dazu zwingen, kurzfristig auf den schon schnell fahrenden Zug aufzuspringen.

Grafik: Cashquoten in globalen Fonds auf Krisenniveau



Quelle: Bank of America Merrill Lynch

Wir sind der Meinung, dass das Risiko von Enttäuschungen auf mittelfristige Sicht klar zugenommen hat und dass der EZB-Zucker nicht dauerhaft den herben Geschmack überdecken wird. Denn das Traumbild vieler Anleger – die Konjunktur läuft robust, die Notenbanken geben richtig Gas und der Handelskonflikt zwischen den USA und China löst sich in Luft auf – ist kaum realistisch. Entweder werden die Konjunkturdaten negativ überraschen oder die Notenbanken werden letztlich weniger tun als erhofft. Daher springen wir dem Markt nicht hinterher, sondern bleiben bei unserer aktuell vorsichtigen Anlagestrategie.

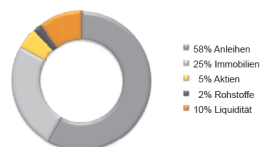
Fazit

Im Insight vor zwei Wochen hatten wir angekündigt, dass wir Gewehr bei Fuß stehen, um die Aktienquote anzuheben. Aus heutiger Sicht hätten wir damals bereits zur Tat schreiten müssen. Jetzt, bei rund 6% höheren Kursen, halten wir es nicht mehr für opportun, auf den schnell fahrenden Zug aufzuspringen. Durch unsere regionale und sektorale Positionierung verpassen wir ohnehin nur wenig Performance und bestätigen daher mit Blick auf die mittel- bis langfristig gestiegenen Risiken unsere vorsichtige Gangart.

Grafik: Unsere Anlagestrategie im Überblick

Unsere Musterallokation unterscheidet sich nach Ihrer Risikoneigung. Diese ermittelt Ihr Berater gerne in einem persönlichen Gespräch mit Ihnen. Am einfachsten lässt sich unsere Allokationsempfehlung über unser aktiv gemanagtes "Vermögensmanagement" bzw. eine individuelle Vermögensverwaltung (beides verfügbar in unterschiedlichen Risikoausprägungen) in Kombination mit einem offenen Immobilienfonds (z.B. hausInvest) und einem passenden Rohstoffprodukt umsetzen.

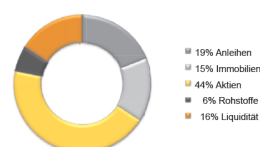
Stabilität



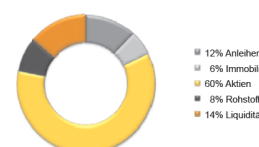
Einkommen



Wachstum



Chance



Die oben dargestellten Musterdepots zeigen die aktuellen Allokationen auf Assetklassenebene an, die wir mit Blick auf die kommenden 3 Monate empfehlen. Unsere Asset Allokation liefert einen Anhaltspunkt zur Depotstrukturierung in vier standardisierten Risikoprofilen. Möchte ein Anleger bestimmte Allokationsbestandteile nicht umsetzen, können diese alternativ auf gleich oder weniger riskante Assetklassen verteilt werden. So können zum Beispiel Immobilienwerte auch teilweise einen Rentenanteil ersetzen. Aufgrund liquiditätsseitiger Einschränkungen empfehlen wir, einen Depotanteil von 25% nicht zu überschreiten.

Impressum

Herausgeber:

Commerzbank Aktiengesellschaft, Kaiserplatz, 60261 Frankfurt am Main.

Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der

Commerzbank weder reproduziert, noch weitergegeben werden, ©2019.

Verantwortlich/Autor: Chris-Oliver Schickentanz, CEFA

Detaillinformationen zu den Chancen und Risiken der genannten Produkte hält Ihr Berater für Sie bereit.

Wichtige Hinweise

Kein Angebot; keine Beratung

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.