

## GUT. ZU WISSEN. im April 2018

### Im Fokus

Thomas Neuhold



### Wann wird es wieder Zinsen geben?

**„Tiefere Zinsen jetzt – höhere Zinsen später!“ So hat EZB-Chef Mario Dragi vor einigen Jahren die Einführung der Negativzinsen begründet. Gehalten wurde bisher nur der erste Teil dieses Versprechens. Warum stecken wir zehn Jahre nach der Finanzkrise noch immer in der Krisenpolitik fest und wann wird es wieder „normale“ Zinsen geben?**

### Rückblick

Mit der Einführung des Negativzins verschärfte die EZB den Kampf gegen die Deflationsgefahr, wie sie im Nachgang der globalen Krise von 2008 in Europa aufkam. Im Vergleich zu den USA musste Europa mit einer Doppelkrise kämpfen, als beim Bankrott von Griechenland auch die Bonität von Spanien und Italien in Frage gestellt wurde. Das Schlimmste konnte zwar abgewendet werden. Dies geschah vor allem durch den ESM und Draghi's „Whatever it takes“. Doch Europa wurde in der Erholung weit hinter die USA zurückgeworfen.

Aus Sicht der EZB war die Politik erfolgreich. Es kam zu keiner Deflation, die Zinsen innerhalb der Eurozone glichen sich wieder an und die Kreditvergabe an die Wirtschaft beschleunigte sich trotz zunehmend restriktiver Bankenregulierung. Nebenbei wurde das italienische Schuldenproblem durch den niedrigen Zins und durch das Aufkaufen von rund 20 Prozent der Staatsschulden durch die Zentralbank entschärft.

„We cannot declare victory on inflation“ erklärte Mario Draghi im März 2018. Und doch sind die Ziele der EZB so weit erfüllt, dass immer klarer wird: Wenn man jetzt nicht den Ausstieg plant, dann könnte man sich in einer Situation wie die Bank of Japan wiederfinden, wo ein Ausstieg kaum mehr möglich ist. Entscheidend für die EZB ist, dass der Weg zu steigenden Zinsen so langsam und geduldig geschehen muss, dass Marktturbulenzen verhindert werden. Ein zu schneller Anstieg der Zinsen könnte die Kreditvergabe negativ beeinflussen und Schuldner in Schwierigkeiten bringen. Die Mission der EZB ist daher, uns mittels der „Forward Guidance“ in Richtung „normaler“ Zinsen zu führen.

### Wie sieht dieses „Leitsystem“ aktuell aus?

Die EZB wird zuerst die Nettokäufe von Anleihen beenden und erst danach - die Diktion dazu lautet „well past“ - Zinserhöhungen durchführen. Das Ende der Nettokäufe von Anleihen wird aktuell im September oder noch wahrscheinlicher im Dezember erwartet. Darüber, was „well past“ bedeutet, kann gestritten werden. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass im EZB-Rat selbst keine Einigkeit darüber herrscht. Fast sicher ist, dass mehr als sechs Monate zwischen dem Ende der Anleihekäufe und den ersten Zinserhöhungen vergehen. Diese sind daher nicht vor Juni 2019 realistisch. Bis Ende 2019

können wir ein Ende der Negativzinsen erwarten. Danach kann es zu langsamen Zinserhöhungen kommen, sodass wir Ende 2020 vielleicht schon einen Leitzins von über 0,5 Prozent erwarten können. Bis 2022 könnte der Leitzins dann auf zwei Prozent steigen, was nach heutiger Einschätzung so etwas wie ein langfristiger „neutraler“ Zins ist.

Dieser Pfad ist natürlich abhängig von verschiedenen Faktoren. Kommt es zu einer erneuten Krise, werden die Schritte zur Erhöhung verschoben oder ausgesetzt. Steigt hingegen die Inflation plötzlich und deutlich, wird die EZB schneller reagieren. Für beides gibt es aktuell keine konkreten Hinweise. Die Inflation scheint auf einem Niveau deutlich unter dem EZB-Ziel von zwei Prozent festgezurr. Das lässt viele Marktteilnehmer zweifeln, ob die EZB wirklich die Zinsen schon 2019 erhöhen kann. In den USA zögerte die Zentralbank die ersten Zinserhöhungen jahrelang hinaus.



Quelle: 360b/Shutterstock.com

## Fazit

Die EZB will große Bewegungen an den Anleihemärkten vermeiden. Aber das gelingt der Zentralbank nicht immer. Dies konnte man im Jänner und Februar 2018 beobachten, als die Renditen stiegen und die EZB erst nach mehreren Versuchen gegensteuern konnte. Im Anleihemanagement ist es daher sinnvoll, sich nicht auf eine Zinswende vorzubereiten, die wie ein Unwetter am schwülen Sommertag plötzlich und doch nicht unerwartet kommt. Es gilt zu versuchen, die Politik der EZB und die Entwicklung von Markt und Inflation zu analysieren und die Zyklen im Auf und Ab der Anleihekurse zu nutzen. Das Wissen, dass die Zentralbank und die Investoren einen friktionsfreien Übergang zu „normalen“ Zinsen erhoffen, sollte für etwas Beruhigung sorgen.

Disclaimer: Dies ist eine Werbemitteilung. Die Anlage in Finanzinstrumenten bzw. Investmentfonds ist Marktrisiken unterworfen. Performanceergebnisse der Vergangenheit (insbesondere wenn sich diese auf einen Zeitraum von unter zwölf Monaten beziehen) lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investments zu. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Diese Broschüre wurde von der Bank Gutmann AG, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien erstellt. Bank Gutmann AG weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe ist ohne die Zustimmung der Bank Gutmann AG untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage basiert auf dem neuesten Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Angebot noch eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz sind unter folgender Website auffindbar: <https://www.gutmann.at/impressum>.