

ZENTRALBANKEN LIEFERN, IM RAHMEN DES MÖGLICHEN

Die Fed hat sich der EZB bei der Zinssenkung angeschlossen. Inwieweit der neue monetäre Stimulus zur Stabilisierung der Weltwirtschaft beitragen wird, bleibt offen.

IN KÜRZE

- Innerhalb von wenigen Tagen haben Fed und EZB getagt und unterm Strich dem Markt die geldpolitische Lockerung gegeben, die dieser erwartete.
- Die Meinungen innerhalb der Gremien waren gespalten. Das könnte auch daran liegen, dass Geldpolitik nicht alle Auswirkungen des Handelskriegs ausbügeln kann.
- Insgesamt lagen beide Entscheidungen nah genug an unseren Erwartungen, um Änderungen an unseren strategischen Anlageentscheidungen nicht notwendig zu machen.

"Schließe Schädigung aus." Dieser Befehl kann Teil des hippokratischen Eides unter den Ärzten seit der Antike gewesen sein oder auch nicht. Die Zentralbanker scheinen jedoch zunehmend bestrebt zu sein, dieser Maxime auf beiden Seiten des Atlantiks zu folgen. Die zwei wichtigsten Zentralbanken für die internationalen Kapitalmärkte haben im kurzen Abstand zueinander getagt und den Anlegern Erwartbares und weniger Erwartbares präsentiert. Sieht man von der akkommodierenden Geldpolitik mal ab, gab es eine weitere Gemeinsamkeit, die von den Märkten in den kommenden Monaten genau beobachtet werden wird: ein jeweils sehr in sich gespaltenes Entscheidungsgremium. Dies wiederum dürfte das Dilemma ganz gut widerspiegeln, in dem sich nicht nur die Zentralbanken, sondern auch die Investoren befinden: bei den jetzigen Wachstumszahlen mäandert die globale Wirtschaft zwischen Wachstum und Stillstand (nimmt man als Schwelle die auch von der OECD genutzte 2,5-Prozent-Schwelle für das globale Wachstum). Welche Abzweigung nimmt die Wirtschaft an der nächsten Gabelung und woran man diese Gabelung erkennt, beschäftigt alle Marktteilnehmer. Beide Zentralbanken sind derzeit bemüht, einem Abschwung rechtzeitig vorzubeugen, ohne jedoch den Eindruck zu vermitteln, angesichts einer robusten aktuellen Lage über zu reagieren. Keine einfache Gratwanderung. Ein weiteres Problem, welches beide Zentralbanken verbindet: Sie können die Schäden, die sich bereits jetzt aus dem Handelskrieg ergeben haben, nicht wieder rückgängig machen. Und um die potentiellen künftigen Schäden zumindest teilweise zu mindern, müssen sie jetzt vorsichtiger agieren, als es die Konjunkturdaten ansonsten vorgeben würden. Die Folgen dieser lockeren Geldpolitik müssen sie dabei billigend in Kauf nehmen. Was genau

haben nun die US Federal Reserve (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) entschieden, und was heißt das für die Märkte?

Fed ist gespalten. Zuversichtlicher Blick auf die Binnenwirtschaft, Sorgen über den Handel

Die Fed bleibt sich treu und senkt die Leitzinsen erneut "nur" um 25 Basispunkte auf einen Zielkorridor von 1,75 Prozent bis 2,00 Prozent. Gründe seien die noch immer verhaltene Inflation sowie eine weitere Versicherung gegen Risiken, die sich aus einem schwächeren globalen Wachstum und der Zuspitzung des Handelskonflikts ergeben. Zumindest bei Letzterem hat Präsident Trump dann doch ganze Arbeit geleistet, wenn es um die Beeinflussung der Notenbankpolitik geht.

Wenig Neues auch in den jüngsten volkswirtschaftlichen Prognosen der Notenbanker. Für 2019 erhöhte man die Wachstumsprognose gar um ein Zehntel, weniger Wachstum als zuvor wird erst im Jahr 2021 erwartet. Etwas mehr Bewegung gab es indes im sogenannten "Dot Plot", in welchem jedes Gremiumsmitglied seine individuelle Einschätzung über die mittelfristige Leitzinsentwicklung abgibt. Im Durchschnitt signalisieren die Notenbanker zumindest hier derzeit keinen weiteren Zinsschritt für 2019 und 2020, doch liegen die beiden Lager innerhalb des Gremiums weiter auseinander als zuvor.

Auf die spektakulären Zinsentwicklungen im US-Repomarkt¹ ging Powell auch kurz ein, bezeichnete dies aber als kurzfristiges Marktgleichgewicht. Dies hätte die Fed zwar überrascht, doch habe man nun die Lage im Griff. Nicht alle Marktteilnehmer sehen das so entspannt. Der

¹ Repo steht für Repurchasing agreement, bei der ein Wertpapier als Sicherheit kurzfristig als Sicherheit für einen Kredit überlassen wird, um anschließend zurückgekauft zu werden.

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 19.09.2019

höhere Bedarf der Banken nach Liquidität ist jedoch offensichtlich und wird von der Fed adressiert. Als verstecktes QE würden wir dies aber nicht bezeichnen. Insgesamt interpretieren wir die Fed-Entscheidung positiv und begrüßen es auch, dass sich nicht alle Notenbanker über die Zinssenkung einig waren. Im Sinne unabhängiger Notenbankpolitik in unsicheren Zeiten sollte man eigentlich auch nichts anderes erwarten.

EZB: Hat Draghi auf Jahre den Kurs vorgegeben?

Wieder einmal ist es der EZB am vorvergangenen Donnerstag gelungen, ein großes geldpolitisches Paket zu liefern und für Überraschungen zu sorgen. Dabei nehmen wir zwei wichtige Botschaften aus der Pressekonferenz von EZB-Präsident Draghi mit. Erstens werden die Zinsen eine sehr lange Zeit extrem niedrig bleiben. Statt Normalisierung des Zinsniveaus geht die EZB in die Vollen und schaltet wieder auf Krisenmodus zurück. Zweitens hat die Geldpolitik in den vergangenen Jahren vorgelegt und sieht nun die Fiskalpolitik in der Verantwortung. Mit anderen Worten: die EZB ist an der Grenze des Machbaren angekommen. Aktuell läuft dieser Appell in Richtung Staaten nicht ins Leere. Besonders Frankreich weicht von den Anforderungen des Stabilitätspakts ab, um seine Wirtschaft zu stabilisieren. Auch die Niederlande fahren ihre Überschüsse zurück.

Was waren die Gründe für die EZB, ein solch umfangreiches Paket zu präsentieren?

Der wesentliche Grund für das deutliche Eingreifen der EZB war, dass der aktuelle Anstieg der Inflation mit 1,0 Prozent zu niedrig ist. Selbst in ihren eigenen Projektionen zur Inflationsentwicklung verfehlt die EZB ihr Inflationsziel von "unter, aber nahe 2 Prozent". Bereits seit mehreren Quartalen läuft die Wirtschaft in der Eurozone nicht mehr so rund. Gerade das Verarbeitende Gewerbe leidet unter der Schwäche Chinas und dem Handelskonflikt zwischen den USA und China. Auch wenn sich die Binnennachfrage noch recht widerstandsfähig zeigt, so überwiegen doch die Abwärtsrisiken für die konjunkturelle Entwicklung, mit möglichen negativen Folgen für die Inflationsentwicklung.

Das Paket im Einzelnen und was es für Banken und Zinsen bedeutet

Die wichtigste Einzelmaßnahme ist der Neustart des Wertpapierankaufprogramms mit einem monatlichen Volumen von 20 Mrd. Euro ab November 2019. Dabei will die EZB die Käufe bis kurz vor einer Erhöhung der Leitzinsen fortsetzen. Die Reinvestitionen gehen sogar über den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung hinausgehen. Die EZB gibt also weiter Gas. Der zweite wichtige Punkt betrifft die Forward Guidance mit der die EZB die Markterwartungen bezüglich der Geldpolitik steuert. Die Leitzinsen bleiben auf dem bisherigen Niveau oder tiefer bis die Inflationsrate „robust“ gegen ein Niveau nahe des 2-Prozent-Ziels im Prognosezeitraum konvergiert und sich eine solche Konvergenz auch in der unterliegenden Inflationsentwicklung zeigt. Damit legt die EZB die Hürde extrem hoch. Selbst ein temporärer Ölpreisschock, der die Inflationsrate sogar über die 2-Prozent-Marke katapultieren könnte, würde nicht ausreichen, wenn

nicht auch die Kernrate nachziehen würde. Da wir nicht mit einem schnellen und nachhaltigen Anstieg der Inflation rechnen, zementiert die EZB mit dieser Maßnahme das niedrige Zinsniveau über Jahre. Hinzu kommt eine Senkung des Einlagensatzes um 10 Basispunkte auf -0,50 Prozent und die Einführung eines Staffelsystems. Gerade der letzte Punkt wurde lange erwartet. Aktuell halten nordeuropäische Banken den größten Teil der Überschussreserven bei der EZB. Auf dem Girokonto bei der EZB liegen aktuell 1335 Mrd. Euro, auf die bisher ein „Strafzins“ von -0,40 Prozent fällig war. Jetzt gilt: bis zu einem Freibetrag von dem 6fachen der Mindestreserve (aktuell 131 Mrd. Euro) fällt kein Strafzins an, danach werden für den nächsten Euro aber -0,50 Prozent fällig. Damit könnten fast 60 Prozent der Überschussreserven von der Strafe befreit sein. Nach Angaben des Bundesverbands der deutschen Banken belaufen sich die Entlastungen des gesamten deutschen Bankensystems auf rund 1 Milliarde Euro. Ja, es ist eine Entlastung, löst aber die strukturellen Probleme des Bankensektors nicht. Als letzte Maßnahme werden auch die Konditionen für die gezielten Langfristender (TLTROs) nochmals günstiger, da sie an den Einlagensatz gebunden sind und Aufschläge entfallen. Der letzte Tender wird 2021 zugeteilt und versorgt Banken mit Liquidität bis 2024. Profitieren werden davon vor allem südeuropäische Banken, die diese Zeit nutzen sollten, um ihren Bestand an notleidenden Krediten weiter zu reduzieren.

Wie wirksam ist das Programm?

Aktuell sind vor allem außenwirtschaftliche Aspekte für die verlangsamte Konjunktur verantwortlich. Mit den geldpolitischen Maßnahmen kann die EZB die Folgen des Handelskonflikts zwar nicht beeinflussen. Sie kann aber für extrem günstige Finanzierungsbedingungen sorgen, um die Binnennachfrage in der Eurozone weiter zu stabilisieren. Insofern ist dieses Paket eine Art Versicherung gegen zunehmende konjunkturelle Abwärtsrisiken. Doch der Einstieg in diese sehr lange dauernde Phase der extremen Niedrigzinspolitik birgt erhebliche Risiken für die Finanzstabilität (Preisblasen am Immobilienmarkt, private Pensionssysteme). Auch wenn die neue EZB-Präsidentin ebenfalls für eine sehr expansive Geldpolitik steht und sich darin nicht groß von Mario Draghi unterscheidet, so dürften die Nebenwirkungen in Zukunft stärker in den Fokus geraten, wie sie dies bereits in der Anhörung vor dem EU-Parlament betont hat. Dennoch können dies immer nur Einzelmaßnahmen sein, die die Folgen der Niedrigzinspolitik mildern können. Der große Wurf wäre erst mit der Abkehr davon zu erreichen, doch darauf müssen Anleger noch sehr lange warten. Bis dahin gilt: "Lower for longer".

Implikationen für die Vermögensklassen

Anleihen: Die Entscheidungen passen in unser strategisches Bild, wonach wir auf längere Zeit mit niedrigen Zinsen rechnen. Die Marktreaktionen unmittelbar nach den Entscheidungen (die Zinsen stiegen) würden wir nicht überinterpretieren, in der Tendenz rechnen wir bei den wichtigsten Staatsanleiherenditen mit Seitwärtsbewegung. Aus takti-

scher Sicht sehen wir den Bund nunmehr neutral und sehen in den USA vor allem das längere Zinsende positiv.

Devisen: In Bezug auf das Währungspaar Euro-Dollar haben die beiden Zentralbankentscheidungen wenig neue Erkenntnisse gebracht und den Devisen damit keine neue Richtung vorgegeben. Zumindest dürften nun auf absehbare Zeit nicht mehr die Währungshüter, sondern wieder Geopolitik und Wirtschaftsentwicklungen im Vordergrund der Währungsbewegungen stehen. Wir rechnen vorerst weiter mit einer Seitwärtsbewegung mit leicht steigender Tendenz für den Euro auf 12-Monatssicht, was sich in einem Kurs von 1,15 Dollar je Euro widerspiegelt.

Aktien: Für die Aktienmärkte kamen die Entscheidungen nicht unerwartet, sind aber ein zweischneidiges Schwert. Auf der einen Seite werden die Aktienmärkte weiterhin davon unterstützt, dass die Alternativen im Rentenmarkt immer weniger Rendite abwerfen werden. Auf der anderen Seite agieren die Zentralbanken auch nicht losgelöst von makroökonomischen Daten und Aussichten. Zudem gehen wir davon aus, dass der Finanzsektor durch das Zinsumfeld weiter belastet wird. Dies ist insbesondere in Europa aufgrund der Negativzinsen der Fall. Überhaupt bezweifeln wir,

dass das Maßnahmenpaket der EZB bei den europäischen Unternehmensführern einhellig positiv aufgenommen wird.

Einen konjunkturellen Impuls erwarten wir durch die niedrigeren Zinsen nicht, daher gibt es keinen Grund, die 2020er Gewinnschätzungen nach oben anzupassen. Im Gegenteil denken wir, dass die Konsensschätzungen noch nach unten revidiert werden müssen. Wir rechnen für 2020 immer noch mit einem Gewinnwachstum in Höhe von fünf Prozent. Zusammen mit einer Dividendenrendite, die deutlich über den kurzfristigen Zinsen liegt, trägt das zur Attraktivität der Aktien bei. Doch, hier sind wir wieder bei der impliziten Wirtschaftserwartungen der Zentralbanken: das Risiko, was diese sehen, sollte man für die Aktienmärkte nicht ausblenden. Ohnehin sind die Aktienmärkte derzeit teurer als in vorigen spätzyklischen Phasen. Das Niedrigzinsumfeld führt nun jedoch dazu, dass sich eine Bewertungsdiskrepanz zwischen Substanzwerten auf der einen, und Wachstumswerten und defensiven Werten auf der anderen Seite aufgetan hat, die die bisherigen Rekordmarken übertrifft. Wir rechnen nicht damit, dass sich dieser Bewertungsaufschlag auf absehbare Zeit auflösen wird, zumal wir keine signifikanten Zinssteigerungen erwarten.

GLOSSAR

Basispunkt

Ein Basispunkt entspricht 1/100 Prozent

Bunds

Häufig verwendete Bezeichnung für deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren

Dividende

Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner

Europäische Zentralbank (EZB)

Zentralbank der Eurozone

Fiskalpolitik

Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ein Staat ergreift, um seine volkswirtschaftlichen Ziele zu verwirklichen

Forward Guidance

Hinweise der Notenbank auf den nach eigener Einschätzung wahrscheinlichen Pfad der künftigen Leitzinsanpassungen

Geldpolitik

Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen

Inflation

Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)

Internationale Organisation mit 34 Mitgliedstaaten, die sich der Demokratie und Marktwirtschaft verpflichtet fühlen

Quantitative Easing/ Lockerungsmaßnahmen (QE)

Lockerung der Geldpolitik durch den breiten Ankauf von Wertpapieren, wodurch die Zentralbankbilanz ausgedehnt wird. Dabei kann die Zentralbank sowohl Staatsanleihen als auch andere Wertpapiere wie etwa Anleihen privater Emittenten aufkaufen

Substanzwerte

Aktien von Unternehmen, die nah an ihrem Buchwert notieren

Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)

Refinanzierungsmöglichkeiten der EZB, die darauf abzielen, zusätzliche und längerfristige Refinanzierungen für den Finanzsektor bereitzustellen. TLTROs sind dazu gedacht, die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors anzuregen

US Federal Reserve (Fed)

Zentralbank der USA

Zentralbank

ist für die Geld- und Währungspolitik eines Währungsraums verantwortlich

WICHTIGE HINWEISE

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

DWS Investment GmbH 2019

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland