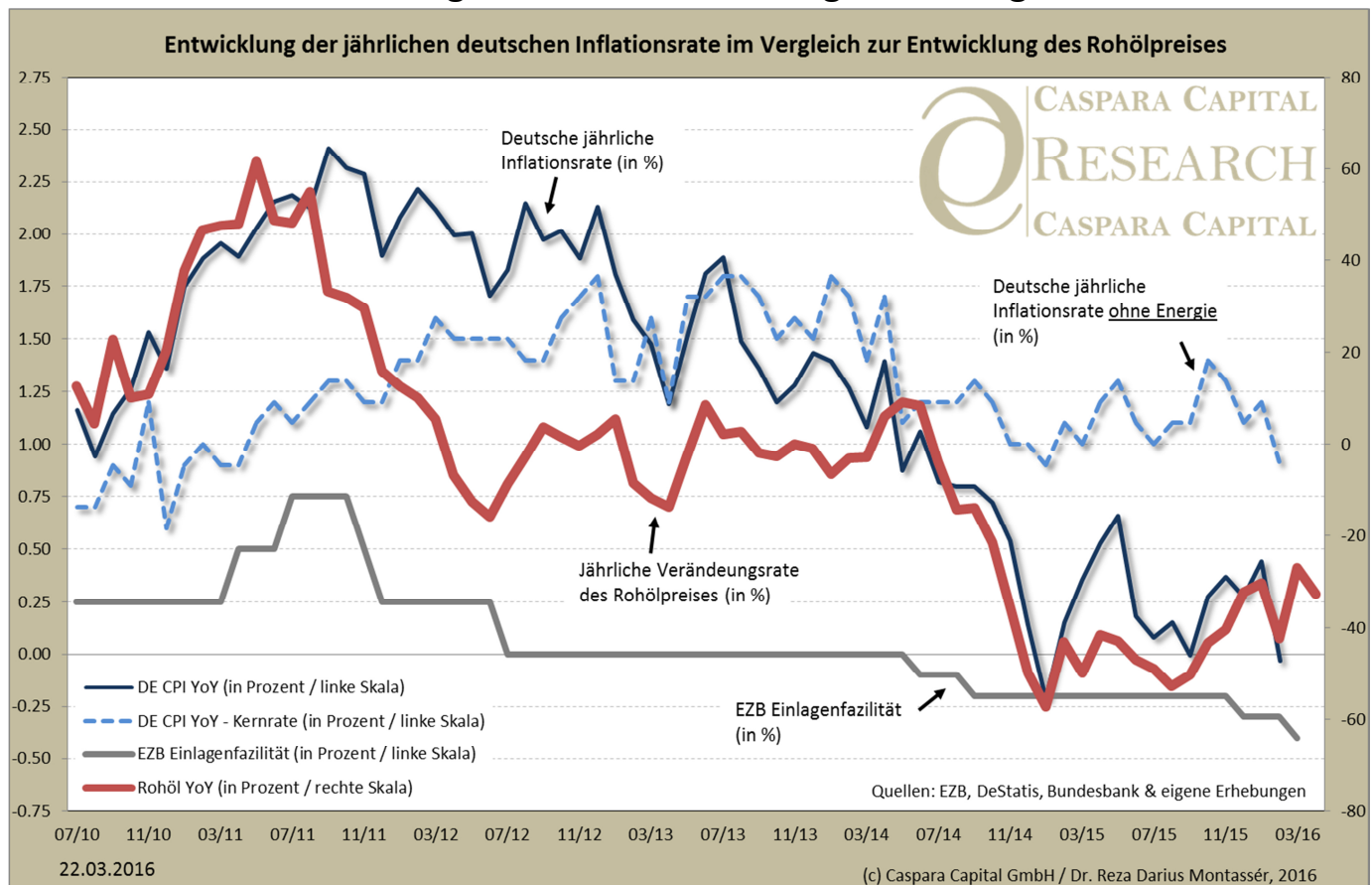




Warum die niedrige Inflation der EZB eigentlich zugutekommt!



Am 10. März senkte die Europäische Zentralbank (EZB) erstmals in ihrer Geschichte ihren Leitzins (main refinancing operations) auf null Prozent. Damit können sich nun Banken in den Eurozone zinsfrei refinanzieren. Doch die EZB hat noch tiefer in die monetäre Trickkiste gegriffen: Nicht nur, dass sie den Einlagenzinssatz (deposit facility), also den Zins, welchen die Banken erhalten, wenn sie bei der EZB Gelder parken, auf minus 0,40 Prozent gesenkt hat. Auch hat sie zum einen die Summe der monatlichen Anleihekäufe im Rahmen ihrer Quantitative-Easing-Strategie (QE) von sechzig auf achtzig Milliarden Euro erhöht. Zum anderen kauft die EZB nun neben Staatsanleihen auch Unternehmensanleihen, die eine entsprechend positive Bewertung (Investment Grade) der maßgeblichen Ratingagenturen besitzen. Mit dem Kauf von Unternehmensanleihen greift die EZB erstmals selber als Darlehensgeber direkt in den Kreditkreislauf der Privatwirtschaft ein und versucht dadurch die europäische Wirtschaft anzukurbeln.

Damit unterstützt sie wiederum auch indirekt die Banken. Denn diese sind meistens über das eigene Investmentbanking an der Emission und dem Handel mit Unternehmensanleihen beteiligt.

Zudem hat die EZB ihr, seit Sommer 2014 bestehendes, langfristiges TLTRO-Programm (targeted long-term refinancing operation) nochmals attraktiver gestaltet. Bis dato konnten sich Geschäftsbanken nämlich bei der EZB unbegrenzt Gelder zum günstigen Leitzins leihen, wenn sie diese Gelder nachweislich als Kredite in die Realwirtschaft weiterleiteten. Da bis jetzt jedoch der Erfolg dieses TLTRO-Programms hinter den Erwartungen der EZB zurück geblieben ist, versucht die Zentralbank nun nicht nur mit einem Null-Leitzins die Banken zur Kreditvergabe stärker zu animieren. Auch hat sie festgelegt, dass Banken – die eine bestimmte Volumens-Schwelle bei den Kreditvergaben überschreiten – nicht mehr den Leitzins (von aktuell null Prozent) bezahlen, sondern nur noch den Einlagenzinssatz (von aktuell minus 0,40 Prozent). Faktisch können die Banken also von der EZB sogar Zinsen (aktuell 0,40 Prozent) erhalten, wenn sie sich von ihr Geld leihen und dadurch ihr Kreditgeschäft genügend ausweiten.

Damit konditioniert die EZB nicht nur die Strategie der Privatbanken nach ihren eigenen Vorstellungen, vielmehr neutralisiert sie auch dadurch die adversen Effekte des negativen Einlagezinsses teilweise wieder, was der arg gebeutelten Zinsmarge der Banken zugutekommen sollte. Mit dieser trickreichen und gleichzeitig intelligenten Neutralisierungsstrategie könnte die EZB den Einlagezinssatz in Zukunft noch weiter deutlich reduzieren, ohne dass sich der negative Effekt auf die Zinsmarge der Banken eins zu eins auf die Profitabilität der Kreditinstitute niederschlägt.

Doch sind all diese Aktionen wirklich der vorrangigen Aufgabe der EZB, nämlich Preisstabilität (Artikel 127 Absatz 1 AEU-Vertrag) im Euroraum zu gewährleisten, geschuldet?

Wir gehen davon aus, dass die EZB grundsätzlich alles daran setzt die Preisstabilität in der Eurozone aufrecht zu erhalten und die jährliche Inflationsrate in Richtung zwei Prozent (diese Rate wird von der EZB als ausgewogen angesehen) zu bewegen. Dafür müsste die EZB aber aus unserer Sicht nicht so weit gehen, wie sie es zurzeit tut. Vor allem für die konjunkturelle Wirkung des negativen Einlagezinssatzes gibt es weder Erfahrungswerte noch hinreichend wissenschaftliche Untersuchungen, welche die langfristigen Auswirkungen auf die Realwirtschaft abschätzen lassen. Es könnte aus unserer Sicht sogar sein, dass ein negativer Einlagezinssatz eher deflatorische Tendenzen verstärkt, so dass genau das Gegenteil von dem passiert, was die EZB eigentlich beabsichtigt. Denn die Wirtschaftsgeschichte lehrt, dass der reale inflationsbereinigte Zins und dessen realer Ertrag ein wichtiger Taktgeber des Wachstums sind, da diese Mehrwert generieren und dadurch Wohlstand schaffen. Wird dieser

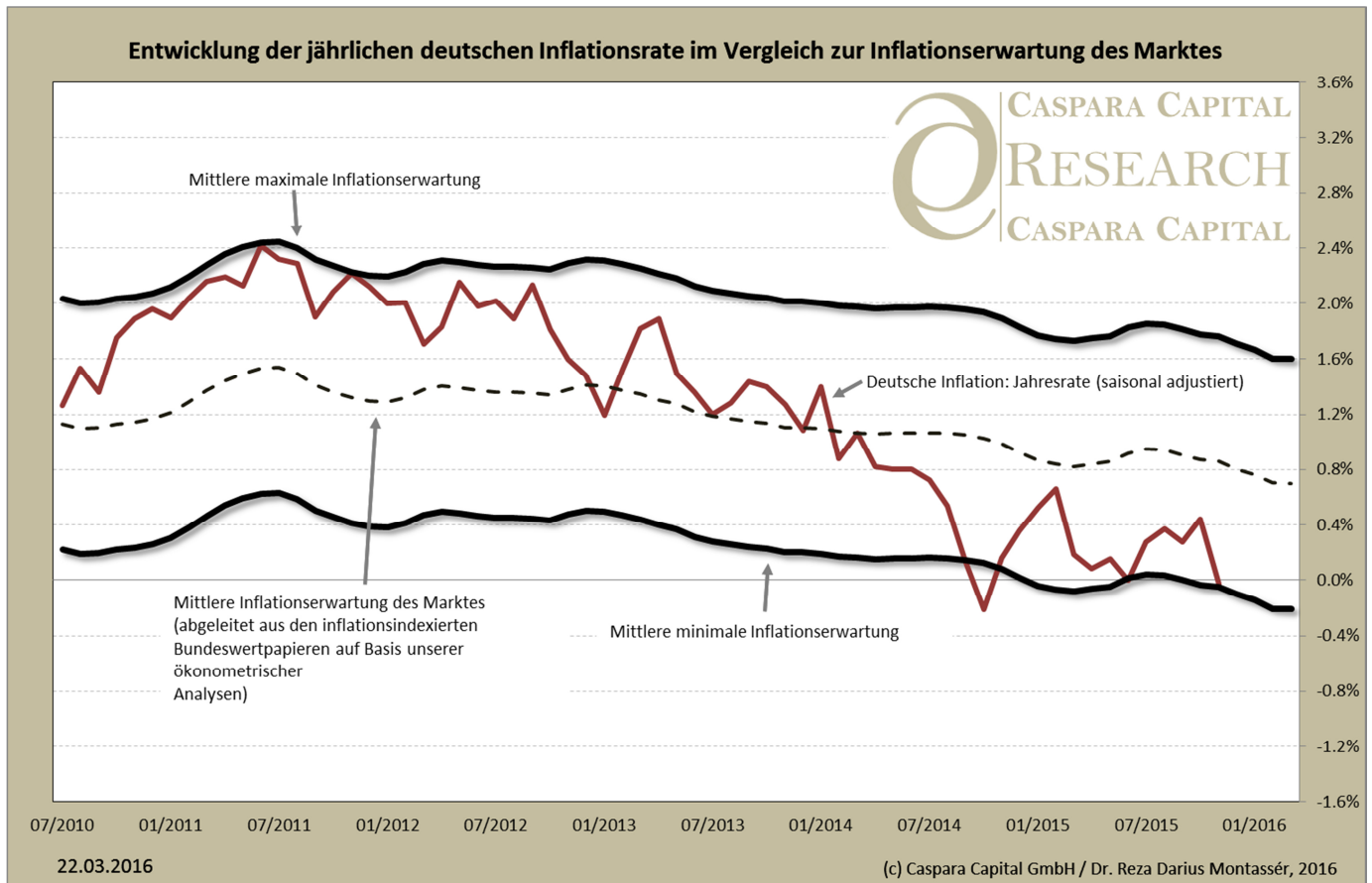
wohlstandsgenerierende Impuls abgeschafft oder gar ins Negative (durch Negativzinsen) gekehrt, könnten sich hieraus durchaus dämpfende und deflatorische Effekte ergeben.

Doch zurück zur Strategie der EZB die Inflation in Richtung ihrer Zielgröße von zwei Prozent zu bringen. Um zu erkennen in wie weit eine Zentralbank überhaupt die Möglichkeit besitzt die Inflation durch monetäre Maßnahmen zu steuern, lohnt sich ein Blick auf die, um die Entwicklung von Energiepreisen bereinigte, Inflation (Kerninflation). Die obere Grafik zeigt die jährliche Inflationsrate sowie die jährliche Kerninflationsrate in Deutschland im Vergleich zur jährlichen Veränderungsrate des Rohölpreises.

Wie an der Grafik zu erkennen ist, bewegt sich die Kerninflation seit Sommer 2010 um die Ein-Prozent-Marke. Die Gesamtinflation allerdings ist von etwas über zwei Prozent im Sommer 2011 bis auf aktuell null Prozent eingebrochen. Zu erkennen ist auch, dass die jährliche Veränderungsrate des Rohölpreises, fast exakt die gleiche Abwärtsbewegung – wenn auch mit anderem Maßstab – vollzogen hat wie die Inflationsrate. Diesen Zusammenhang haben wir ökonometrisch untersucht und sind zu dem Ergebnis gekommen, dass bis zu achtzig Prozent der Inflationsentwicklung in Deutschland, abhängig von der Entwicklung des Rohölpreises ist. Auf Basis unserer Modelle schätzen wir, dass eine jährliche Preisveränderung des Rohöls um zwanzig US-Dollar die Inflation in Deutschland in den jeweils darauffolgenden drei Monaten um einen Prozentpunkt verändert.

Die EZB kann also die Inflation allein mit monetären Mitteln nicht in die gewünschte Richtung bewegen, wenn die Energiepreise nicht mitspielen. Doch da die EZB diesen Zusammenhang sehr wohl kennt, ist davon auszugehen, dass die aktuell sehr umfangreichen Maßnahmen der Zentralbank eher das Ziel haben die europäische Konjunktur anzuschieben und weniger der reinen Inflationssteuerung dienen.

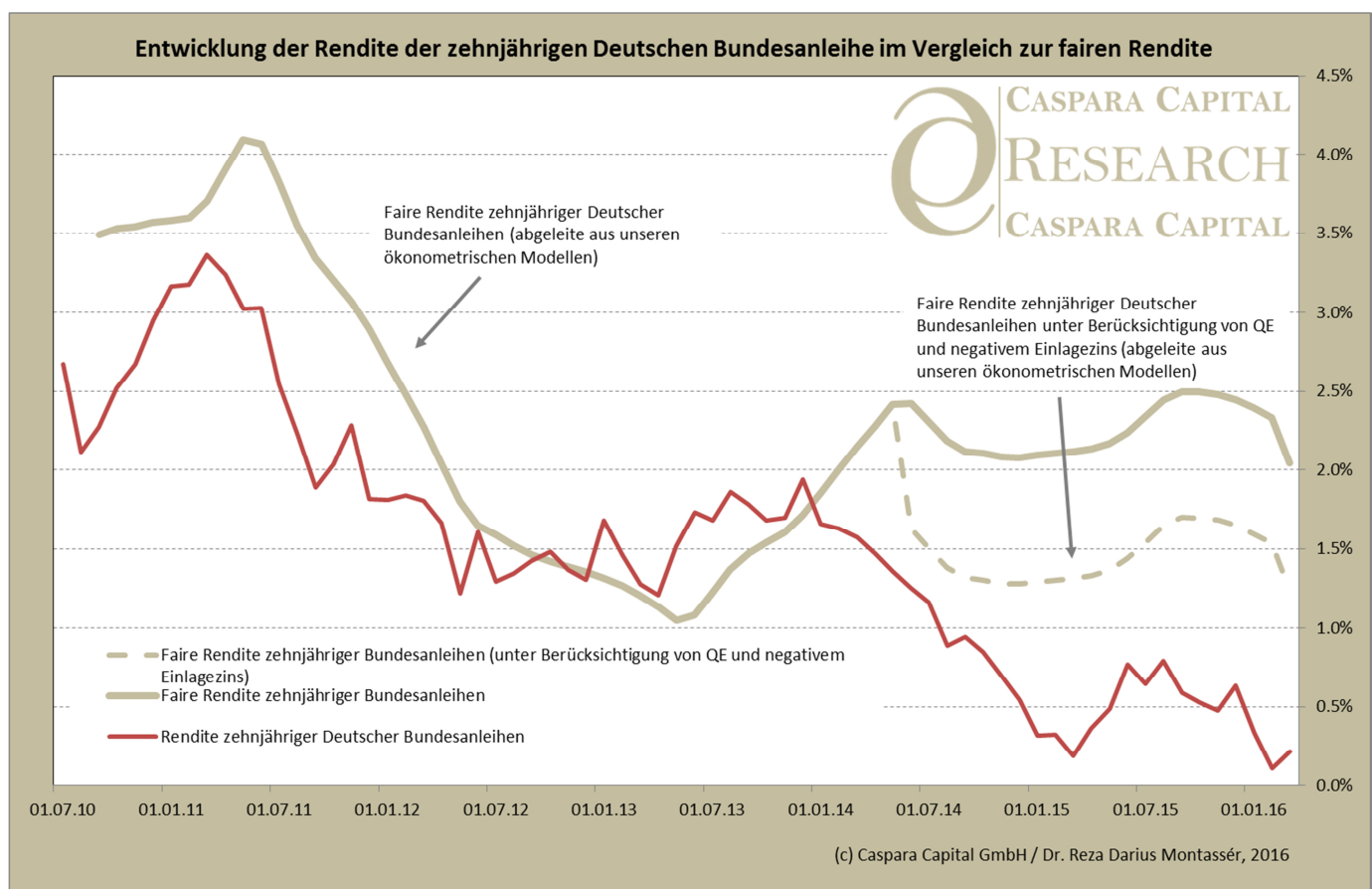
Sollte der Rohölpreis, wie von uns angenommen, seinen aktuellen Erholungstrend fortsetzen und in den nächsten zwölf Monaten weiter in Richtung fünfzig bis sechzig US-Dollar ansteigen, dann könnte sich das auf mittlere Sicht zu einem wirklichen Problem für die Währungshüter entwickeln. Denn dank sehr niedriger Basiswerte Anfang 2016, der Rohölpreis fiel unter dreißig US-Dollar, könnte die Inflationswelt im Januar 2017 schon ganz anders aussehen, würde der Rohölpreis dann im Bereich sechzig US-Dollar notieren. Denn dann würden sich die Inflationsraten in Deutschland und in der Eurozone in Richtung 1,5 Prozent bewegen und sich damit sehr deutlich der Zielmarke von zwei Prozent nähern. Ein weiterhin negativer Einlagenzinssatz wäre dann auch dem europäischen Sparervolk nur sehr schwer vermittelbar.



Die Anleger an den Anleihemärkten scheinen unsere Sicht der Inflationsentwicklung zu teilen. Wir errechnen regelmäßig auf Basis inflationsindexierter Bundeswertpapiere die Inflationserwartung des Marktes. Wir gehen dabei von der Annahme aus, dass das komprimierte Wissen aller Marktteilnehmer der beste Schätzer für die zukünftige Entwicklung der Inflation ist. Hierbei kommt uns die Tatsache zugute, dass die Bundesrepublik Deutschland seit 2006 auch Bundeswertpapiere unterschiedlicher Laufzeiten anbietet, welche die Anleger für die erlittene Inflation, also die Geldentwertung, während der Laufzeit und am Laufzeitende über eine Ausgleichszahlung entschädigt. Über den unterschiedlichen Preis dieser inflationsindexierten Bundeswertpapiere im Vergleich zum Preis der normalen Bundeswertpapiere lässt sich bereits schon eine Aussage darüber treffen, wie die Marktteilnehmer die zukünftige Entwicklung einschätzen. Wir haben auf Basis dieser und weiterer Informationen ökonometrische Modelle hergeleitet, welche uns helfen zu erkennen, wie die zukünftige Inflation in Deutschland von den Märkten erwartet wird.

Die obere Grafik stellt das Ergebnis unserer ökonometrischen Modelle dar und zeigt wie sich die mittlere Inflationserwartung der Investoren im Vergleich zur tatsächlichen Inflation entwickelt hat. Zu erkennen ist, dass sich die tatsächliche Inflation um die mittlere Inflation der Marktteilnehmer und zwischen der maximalen und minimalen Inflationserwartung bewegt. Aktuell liegt die tatsächliche Inflationsrate an der minimalen Inflationserwartung. Demnach ist aus der rein ökonometrischen Analyse von einem

Mean-Reversal-Effekt, also einem Anstieg der Inflation in Richtung der mittleren Markterwartung von 0,77 Prozent, auszugehen. Zudem: Einen weiteren deutlichen Rückgang der Inflation erwarten die Marktteilnehmer aktuell nicht. Würde es also aufgrund eines nicht vorhergesehenen Ereignisses zu einem deflatorischen Schock kommen (z.B. durch einen extremen Rückgang des Rohölpreises deutlich unter die diesjährigen Tiefs), dann würde das den (Anleihe-)Markt sehr stark treffen und zu weiter deutlich sinkenden Zinsen führen. Damit dieser Fall eintritt, müsste es z.B. zu einem unerwarteten starken Konjunkturunbruch in den USA, Europa oder China kommen. Dafür gibt es zurzeit allerdings keinerlei Anhaltspunkte.



Betrachten wir zuletzt noch die Entwicklung der Rendite der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe. Diese hat sich in den letzten Monaten wieder kontinuierlich nach unten bewegt und liegt nun bei 0,214%. Basierend auf unseren quantitativ hergeleiteten volkswirtschaftlichen Annahmen und den hieraus abgeleiteten ökonometrischen Modellen, rentieren die zehnjährigen Bundesanleihen damit deutlich unter ihrer fairen Rendite. Die oben dargestellte Grafik zeigt die Entwicklung der zehnjährigen Bundesanleihe im Vergleich zu unserer Schätzung. Wie zu erwarten, pendelt die Rendite der Anleihe langfristig um ihren fairen Wert. Doch aktuell hat sich die Bundesanleihe extrem weit von ihrem fairen Wert entfernt. So läge die faire Rendite zehnjähriger Anleihen auf Basis unserer Modelle ohne die Berücksichtigung der Maßnahmen der EZB im Bereich von zwei Prozent. Berücksichtigt man die rendite-

dämpfenden Effekte der Notenbankpolitik, so läge die faire Rendite bei etwa 1,3 Prozent. Auch von diesem Wert ist die zehnjährige Verzinsung aktuell sehr weit entfernt. Aufgrund der psychologischen Effekte der Aussage der EZB, dass die Zinsen noch eine sehr lange Zeit niedrig bleiben, ist zwar auch nicht zu erwarten, dass die zehnjährige Rendite in Deutschland mittelfristig wieder deutlich über ein Prozent notiert. Andererseits ist aber schon davon auszugehen, dass sich die Rendite zehnjähriger Anleihen in Richtung fairer Wert bewegen wird, also tendenziell eher ansteigen als fallen wird.

Hierauf deutet auch die Markttechnik. So durchläuft die zehnjährige Anleihe zurzeit ein Bodenbildungsmuster in Form einer Kopf-Schulter-Bodenformation. Sollte diese Bodenbildung erfolgreich, also durch den signifikanten Bruch der Widerstandszone 0,29 bis 0,32 Prozent, bestätigt werden, wäre der erste Schritt in Richtung steigende Zinsen vollbracht. Um eine



mittelfristige Trendumkehr zu vollziehen, müsste die zehnjährige Rendite dann noch den Widerstandsbereich 0,43 bis 0,51 Prozent nachhaltig überwinden. In diesem Fall wäre der mittelfristige Abwärtstrend gebrochen und ein Anstieg bis auf ein Prozent sehr wahrscheinlich.

Fazit: Mittelfristig deutet vieles auf ein Anziehen der Inflation und folglich auf spürbar ansteigende Renditen hin. Kurzfristig wird der Anleihemarkt weiterhin von der zinsdämpfenden Notenbankpolitik maßgeblich beeinflusst werden. Dennoch empfiehlt es sich nicht aus der Risiko-Ertragsperspektive, bei Verzinsungen um 0,2 Prozent im zehnjährigen Bereich, Anlagen am langen Ende der Zinskurve zu tätigen. Und auch kurze Laufzeiten bieten aktuell aufgrund negativer Verzinsung keine Alternative.

Ihr Dr. Reza Darius Montassér

Haftungsausschluss und Disclaimer: Die bereitgestellten Informationen beruhen auf Quellen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich der allgemeinen Information und ersetzt auf keinen Fall die anleger- und produktbezogene Beratung. Jede – auch auszugsweise – Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung der Caspara Capital GmbH. Dies gilt insbesondere für die Vervielfältigung, Verbreitung, Bearbeitung, Übersetzung, (Mikro-)Verfilmung und die Einspeicherung in elektronische Geräte oder Systeme. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu erarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Das gesamte Research stellt lediglich unsere Meinung dar, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden könnte. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Dieses Research fordert weder zum Kauf noch zum Verkauf irgendwelcher Finanzinstrumente oder Wertpapiere auf. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden. Herausgeber: Caspara Capital GmbH, Maximiliansplatz 19, 80333 München. Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Dr. Reza Darius Montassér. Redaktionsschluss: 22.03.2016