

Dr. Reza Darius Montassér, CMT

Wissenschaftliche Gedanken zu aktuellen Themen

Mit freundlicher Genehmigung der Braunschweiger Privatbank

3. März 2025

PANDEMIE, INFLATION UND KRIEGE. DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (EZB) BLEIBT IM KRISENMODUS. DER ZINSTREND HINGEGEN LÄSST AUF BESSERUNG HOFFEN

DEN ZINSGIPFEL HAT DIE EZB HINTER SICH GELASSEN

Am 12. Juni 2024 senkte die Europäische Zentralbank (EZB) erstmals im aktuellen Zinszyklus die Leitzinsen. Den, für Geschäftsbanken maßgeblichen Einlagezinssatz, reduzierte sie dabei von 4,00% auf 3,75%.

Doch was in der Retrospektive wie eine normale geldpolitische Maßnahme klingt, war alles andere als trivial. Denn die Notenbank reagierte mit dieser Zinssenkung auf eine sich bedrohlich verschlechternde Wirtschaftslage in der Eurozone.

DER SCHRECKEN DES KRIEGES MITTEN IN EUROPA

Um dies und die zukünftige Geldpolitik besser einordnen zu können, ist ein Sprung auf der Zeitachse, zurück in das Jahr 2022, genauer gesagt zum 22. Februar 2022, den Beginn des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine, wichtig. Und tatsächlich markierte dieser Krieg, wie der damalige Bundeskanzler Olaf Scholz wenige Tage später am 27. Februar im Deutschen Bundestag feststellte, eine Zeitenwende in der politischen Nachkriegsordnung Europas.

Diese Zeitenwende erfolgte in einer denkbar ungünstigen Zeit. Denn gerade hatten sich die europäischen Volkswirtschaften begonnen von den tiefen wirtschaftlichen und sozialen Einschnitten, welche die Corona-Pandemie in den Jahren 2020 bis 2021 über die Welt gebracht hatte, etwas zu erholen, als schon die nächste menschliche Katastrophe sowie der nächste wirtschaftliche Schock mehr als nur präsent war.

Doch um zu verstehen, in welcher schwierigen Lage der Kriegsschock die Wirtschaft erreichte, wird eine kurze Corona-Retrospektive notwendig.

DIE CORONA-PANDEMIE BEENDETE EINE ÄRA DER VERLÄSSLICHKEIT

Beginnen wir am 11. Januar 2020. An diesem Tag meldete die chinesische Regierung, dass in der Provinz Heubei ein Patient, der mit dem neuartigen Corona-Virus infiziert worden war, gestorben sei. Damit war nicht nur der Patient Null, der weltweit schlimmsten Virus-Pandemie der jüngeren Menschheitsgeschichte, identifiziert worden. Das Datum markierte auch den Beginn einer bis dahin unbekannten Reise in eine Pandemiewelt mit unbekanntem Ausgang.

Im Frühsommer 2020 fühlte sich nichts mehr so an wie die freien und unbekümmerten Jahrzehnte zuvor. Inzidenz, Quarantäne, FFP, Triage, Ausgangssperre, mRNA-Impfstoff, 1-, 2- oder 3G Regel und vieles mehr waren nicht nur die prägenden Begriffe der Zeit, sie sind auch Inbegriff des bis dahin unvorstellbaren staatlichen Eingriffs in die Persönlichkeitsrechte und des damit verordneten absoluten Stillstands des sozialen Lebens und der Wirtschaft.

Gefühlt unendlich lange Monate des isolierten Lebens vergingen bis Mitte 2020 die zügig entwickelten Corona-Impfungen, welche die Ausbreitung der Krankheit nun effektiv eindämmen konnten, freigegeben wurden. Und endlich: Die gesellschaftliche Stopptaste wurde von den verantwortlichen Regierungen Ende 2021 nach mehreren Corona-Wellen im weitesten Sinne losgelassen und die gesellschaftliche und wirtschaftliche Play-Taste wieder gedrückt.

DAS WIEDERERWACHEN NACH DER PANDEMIE UND DER ERSTE INFLATIONSSCHOCK

Doch einmal aus dem Corona-Dornröschenschlaf erwacht, musste die Gesellschaft erkennen, dass wirtschaftliche Rückstände aus den Pandemie Jahren nicht durch ein schnelles Vorspulen aufzuholen waren. Und so stieß eine große aufgestaute Nachfrage nach Dienstleistungskonsum (Reisen, Feiern, Essen & Trinken, Weggehen etc.) und nach Gebrauchsgegenständen auf einen in weiten Teilen ausgetrockneten Markt. Denn während der gesamten Pandemiezeit wurde die Produktion weltweit auf ein Minimum reduziert, weshalb der globale Warenfluss zum Stillstand kam. Dies führte dazu, dass nach dem Anlaufen der Wirtschaft Lieferketten unterbrochen, Warenlager leergeräumt und die Produktion in vielen Bereichen, aufgrund des unterbrochenen Warenhandels, gestört war. Dies alles traf also auf eine wiedererwachte große Konsumnachfrage, welche in vielen westlichen Ländern durch ausufernde staatliche Corona-Hilfen noch extrem gesteigert wurde.

Während Deutschland in den Jahren 2020 und 2021 Corona-Hilfsmaßnahmen in etwa von 22,5% des jährlichen Bruttoinlandsprodukts (BIP) zur Verfügung gestellt hatte, stellten die USA mit ihrem „American Rescue Plan“ Finanzmittel in Höhe von 9% des jährlichen BIP zur Verfügung. Und während aber die US-Regierung jeden US-Steuerzahler (mit einem Jahreseinkommen von weniger als 75.000 US-\$) direkt mit Bargeld entschädigte und parallel der Wirtschaft relativ unkompliziert half wieder auf die Beine zu kommen, setzte man in Deutschland hauptsächlich darauf die Unternehmen so zu unterstützen, dass Löhne und Gehälter weitergezahlt wurden und die Arbeitslosigkeit nicht anstieg.

Durch diese Hilfen wurde die aufgestaute Konsumnachfrage aus den Pandemie Jahren nochmal deutlich verstärkt (vor allem in den USA, aufgrund der direkten finanziellen Zuwendungen), was die prekäre Lage der Angebotsseite noch einmal enorm verschärfte.

Das Ergebnis dieses extremen Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage, führte ab dem Frühjahr 2021 zu deutlich anziehenden Dienstleistungs- und Güterpreisen. In Erinnerung ist hier den meisten bestimmt der extreme Anstieg der Reisepreise, deren Grund darin lag, dass die Fluggesellschaften große Teile ihrer Flotte während der Pandemie stillgelegt und nun nicht genügend Flugzeuge hatten um die lawinenartig einbrechende Nachfrage nach Fernreisen zu bedienen. Ähnlich ging es den Hoteliers, die während der Corona-Pandemie Personal abgebaut hatten, das nun nicht mehr ad hoc zur Verfügung stand. Diese Liste ließe sich fast unendlich für diverse Dienstleistungs- und Güterangebote fortsetzen.

Im Jahr 2021 befindet sich die Eurozone in einer Zeit, in der nicht nur die europäischen Regierungen Abermilliarden an Hilfgelder an Wirtschaft und Gesellschaft ausbezahlt hatten. Auch hielt die Europäische Zentralbank durch die Öffnung der Geldschleusen mit Hilfe von Anleiheaufkaufprogrammen (Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP), welche einen Umfang von 1.850 Mrd. EUR hatten, die Kapitalmarktzinsen weiter in Schach. Die deutsche Zinsstrukturkurve drückte sie damit während der gesamten Pandemiejahre erfolgreich unter die Null-Linie im tief negativen Bereich. Die EZB hatte damals auch kaum eine andere Möglichkeit die Wirtschaft zu unterstützen, lag doch der Leitzins der Notenbank (Einlagezinssatz - DFR) schon seit der Euro-Finanzkrise und der berühmten „whatever it takes“-Rede* des damaligen EZB-Chefs Mario Draghi vom 26. Juli 2012 im tief negativen Bereich und war somit mehr oder weniger kaum mehr effektiv reduzierbar (*im Kontext des möglichen Auseinanderbrechens der Euroländer, vor allem wegen der Schuldenkrisenländer Griechenland und Italien hatte der EZB-Chef versprochen den Euro um jeden Preis zu retten).

DIE GEOPOLITISCHE ZEITENWENDE, DER ZWEITE INFLATIONSSCHOCK UND DAS ZÖGERN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

Doch zurück zum 22. Februar 2022, dem Beginn des Ukraine-Krieges, also in eine Zeit, in der die Welt gerade von der Corona-Pandemie aufgewacht war und in der die aufgestaute hohe Konsumnachfrage sowie das geringe Güter- und Dienstleistungsangebot gerade eine Inflationsspirale in Gang gesetzt hatten.

Die Europäische Zentralbank beobachtete zu der Zeit argwöhnisch die steigenden Preise und die anspringende Inflation. Doch im Kontext der eben beschriebenen coronabedingten Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage und der im Frühjahr 2022 noch fragilen Wirtschaftslage, entschied sie sich, die Ungleichgewichte und damit den Inflationsanstieg als vorübergehendes Phänomen einzustufen und die extrem lockere Geldpolitik beizubehalten.

Doch der Krieg in der Ukraine sollte sehr bald zu weiteren herben wirtschaftlichen Schocks führen und die Notenbank eines Besseren belehren. Zum einen führte die wirtschaftliche Sanktionierung Russlands durch die Europäische Union zu einem explosionsartigen Anstieg der Gas- und Energiepreise um mehrere hundert Prozent. Dies wundert nicht, ist doch Russland Anfang 2022 für mehr als achtzig Prozent der europäischen Gas- und Energielieferung verantwortlich. Mit dem

explosionsartigen Anstieg der Gaspreise stiegen aber nicht nur Produktionskosten, sondern in weiterer Folge auch die Güterpreise für Verbraucher. Es verwundert also nicht, dass in kürzester Zeit die finanziellen Belastungen der Verbraucherinnen und Verbraucher für Haushaltsenergie in einem bis dahin nicht bekannten und für viele im existenziell bedrohlichen Maße anstiegen.

Parallel hierzu steigen auch die Lebensmittelpreise. Denn neben höheren Produktionskosten der Landwirte, musste die Welt auch damit auskommen, dass die als einer der größten Lieferanten für landwirtschaftliche Roherzeugnisse kriegsbedingt erst einmal ausfallen würden.

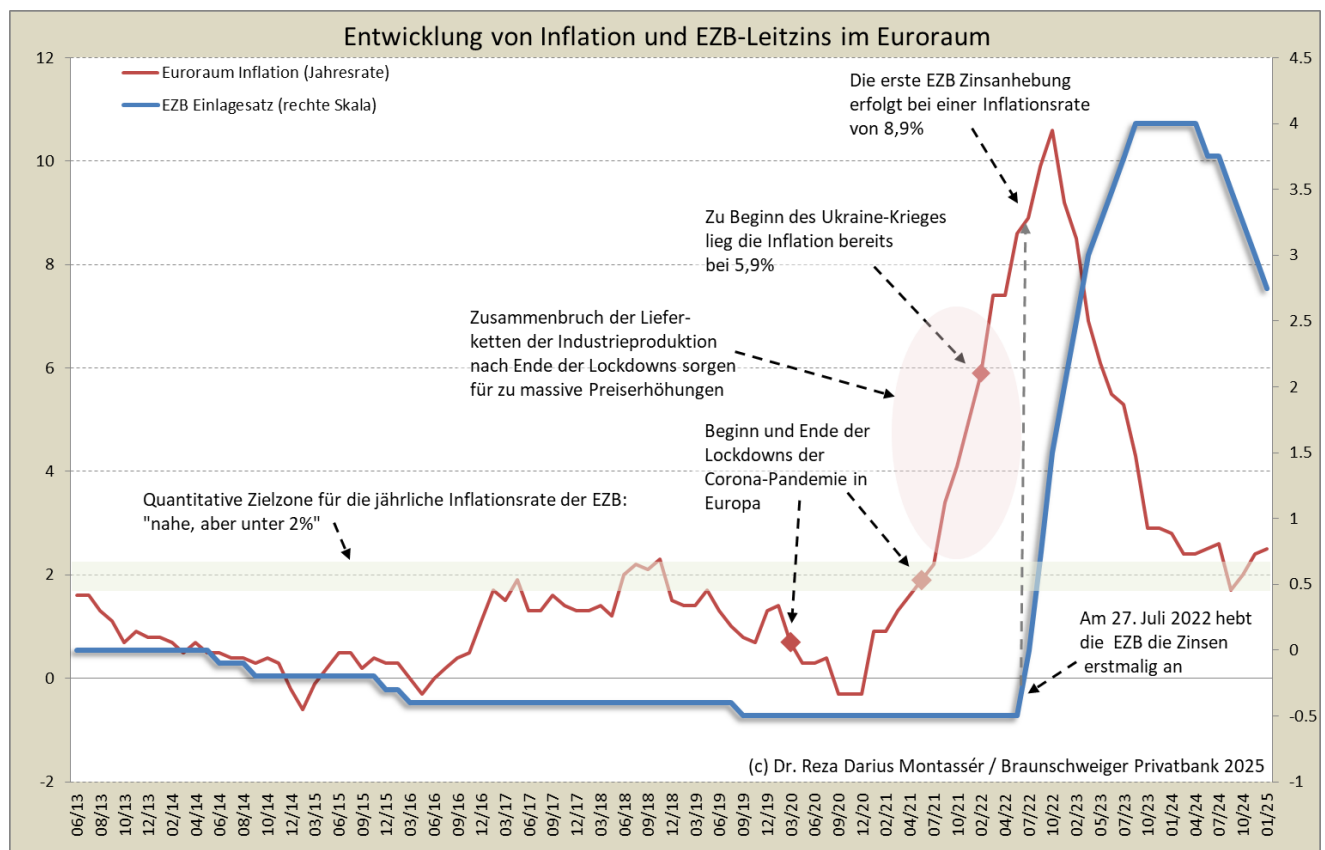


Abb. 1 Die Inflation im Euroraum liegt mittlerweile fast in der Zielzone der EZB

Kein Wunder, dass eine Preisspirale einsetzte, die über Zweitrundeneffekte sehr schnell zu einem Anstieg der Inflationsrate von bis dahin durchschnittlich 1,7% auf fast 11% im Oktober 2022 führte. Zur Wahrheit gehört allerdings auch, dass die Inflationsrate der Eurozone am Vorabend des Ukraine-Kriegs bereits bei 5,1% lag. Die von der EZB festgelegte 2%-Inflationsschwelle, welche sie als angemessen und im Gleichgewicht mit einem gesunden Wirtschaftswachstum sieht, hatte die Eurozone bereits im Sommer 2021 nach oben passiert.

Nun war die EZB auf einmal von den Geschehnissen überholt worden und ihrer Zeit massiv hinterher. Damit lief sie Gefahr an Glaubwürdigkeit zu verlieren, was den Preisauftrieb weiter deutlich beschleunigen hätte können. Daher war sie gezwungen schnell und beherzt zu handeln, was sie dazu brachte die Leitzinsen in atemberaubender Taktung von -0,50% ab dem 27. Juli 2022 bis auf 4,00% im September 2023 um 450 Basispunkte anzuheben. Parallel hierzu reduzierte sich das Anleihekaufprogramm und fing an den Finanzmärkten in einer späteren Phase Liquidität zu entziehen (vgl. Abb.1).

DIE MITTELEUROPÄISCHE WIRTSCHAFTSSCHWÄCHE SETZT DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK ERNEUT UNTER DRUCK

Damit kommen wir zur aktuellen Lage und dem jetzigen Zinssenkungszyklus der EZB. Mittlerweile hat die Notenbank die Leitzinsen von der Spitze bei 4,00% bereits fünfmal gesenkt, so dass dieser nun bei 2,75% liegt. Die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB die Zinsen weiter senken wird, ist relativ groß. Hierfür gibt es gleich mehrere Argumente.

Zum einen ist die wirtschaftliche Lage im Euroraum weiterhin sehr schwach und fragil. Die großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien wachsen nur noch unter ihrem Potential, oder wie im Fall von Deutschland, gar nicht mehr. Es ist schwer vorstellbar, dass es diesen Ländern gelingen wird im aktuell restriktiven monetären Umfeld wieder auf Wachstum umzuschalten. Denn die Lage der Weltwirtschaft ist aktuell wenig berauschend. Zwar wächst die US-Wirtschaft weiterhin relativ robust, doch ist zum anderen die Qualität des amerikanischen Wirtschaftswachstums wenig überzeugend. So entwickelt sich der sehr wichtige reale private Konsum schon seit Monaten nicht nur relativ schwach. Insgesamt ist die Konsumnachfrage durch einen sehr hohen Anteil der Bereiche Gesundheit, Medizin, Gaststätten und Freizeit aufgebläht. Die klassische private Güternachfrage zeigt dagegen große Wachstumsschwächen. Ein klares Signal dafür, dass die Amerikaner seit der Inflationswelle von 2021 bis 2023 unter sehr hohen Lebenshaltungskosten leiden. Die deutsche und europäische Wirtschaft kann von dieser Seite daher mit wenig Unterstützung rechnen. Sollten die Zolldrohungen der Trump-Administration zum 2. April 2025 wahr werden, würde der europäische Export in die USA zusätzlich einen harten Dämpfer erleiden, was die heimische Wirtschaft zusätzlich schwächen würde.

Der andere wichtige außereuropäische Absatzmarkt ist China. Doch leider ist dem Reich der Mitte der heimische Konsument mehr oder weniger abhandengekommen. Denn anders als die Europäer und die Amerikaner haben die Chinesen während der Covid-Pandemie ihrer Bevölkerung kaum finanzielle Hilfen zukommen lassen. Auch wurden Unternehmen nur in einem sehr geringen Maße staatlich unterstützt. Die Folge dieser Unterlassung ist eine seit der Pandemie taumelnde Wirtschaft. Dies vor allem, weil die Pandemie die chinesische Immobilienblase zum Platzen gebracht hat, worunter vor allem der private Konsum leidet. Denn sehr viele Chinesen hatten ihr Hab und Gut in Immobilien investiert um am atemberaubenden und sagenhaften Immobilienboom teilzunehmen. Doch mit dem massiven Einbruch der Immobilienpreise ist auch das Vermögen der Menschen dahingeschmolzen. Zusätzlich vergeblich chinesische Banken, die auf einem Berg von Abschreibungen und Abwertungen sitzen, nun nur noch zögerlich neue Kredite, was die Abwärtsspirale aus Konsumzurückhaltung, Produktionsreduzierung und Beschäftigungsabbau der Unternehmen beschleunigt. Die Konsequenz hieraus ist, dass die Konsumnachfrage in China mittlerweile so weit abgesunken ist, dass nicht nur europäische Unternehmen mit einem hohen Exportbezug nach China (z.B. Automobil und Luxusgüter) die Flaute zu spüren bekommen, sondern auch die europäische Gesamtwirtschaft unter schleppender Nachfrage aus dem „Land des Lächelns“ leidet. Zwar pumpen die chinesische Regierung und die chinesische Zentralbank seit letztem Herbst viel Geld in die Wirtschaft um diese zu beleben, doch ist bis dato nicht genügend beherzte Hilfe geleistet worden um vor allem den privaten Konsum

wieder nachhaltig zu unterstützen. Deswegen ist aus heutiger Sicht nicht zu erwarten, dass China aus der aktuellen Deflations- und Stagnationsspirale schnell herauskommt. Mittelfristig wird dies gleichwohl sicher gelingen.

Dieser kurze und keinesfalls vollständige Ausflug in das globale wirtschaftliche Umfeld Europas zeigt, dass kurzfristig kaum mit Wachstumsimpulsen aus dem Ausland zu rechnen ist. Und auch die potenziellen inländischen Wachstumstreiber bleiben leider bis auf weiteres schwach. So ist der private Konsum in Deutschland weiterhin kaum spürbar. In naher Zukunft wird sich dies wohl auch kaum ändern.

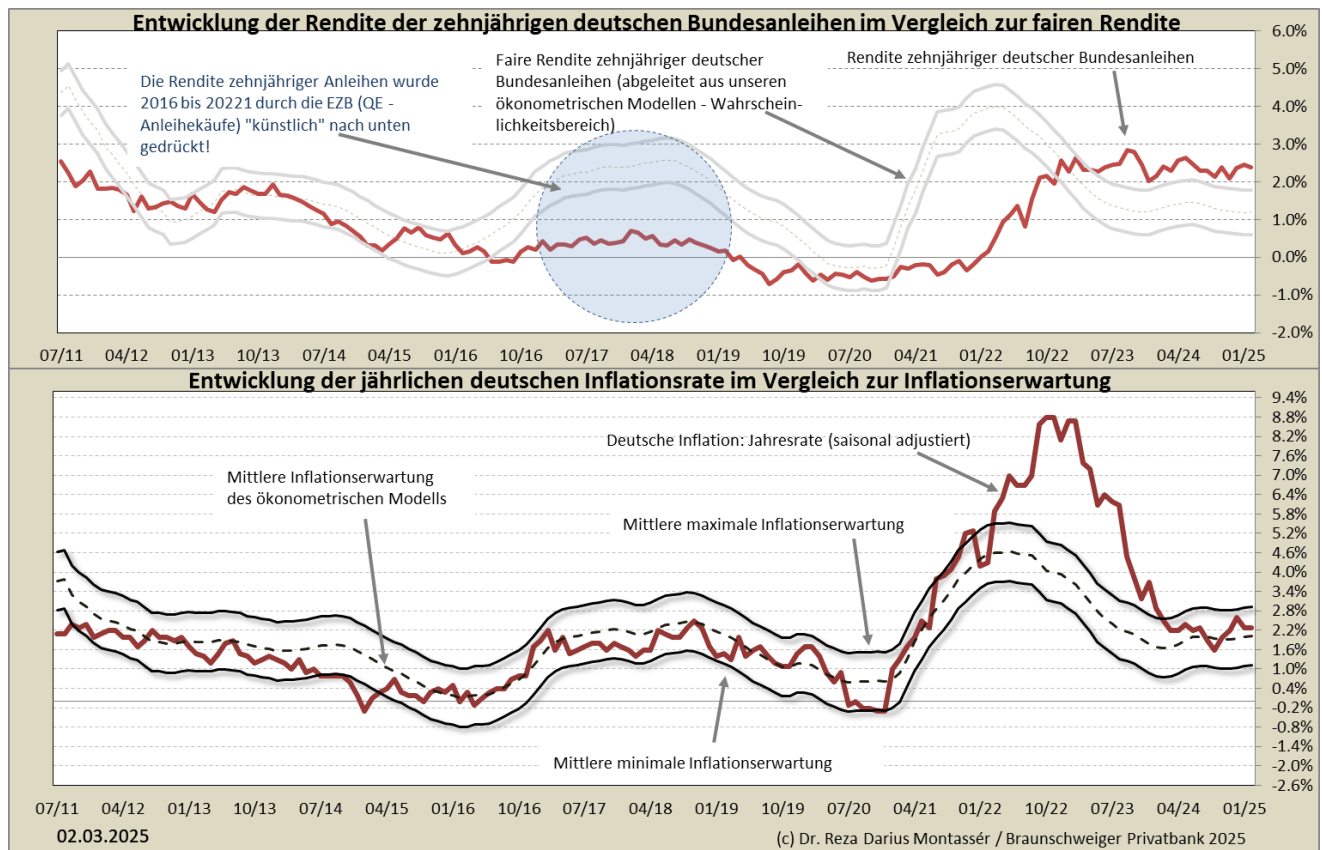


Abb. 2 Die faire Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe liegt deutlich unter dem aktuellen Stand

Viel zu groß sind die politischen Unsicherheiten, zu denen sich mittlerweile auch die Angst, den eigenen Arbeitsplatz zu verlieren, gesinnt (dies zeigt z.B. die aktuelle GfK Konsumentenumfrage). Ohne den privaten Konsum und ohne Investitionsbereitschaft der Unternehmer, ist aber ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum aktuell kaum vorstellbar.

DIE NOTENBANKZINSEN HABEN NOCH VIEL PLATZ NACH UNTEN

All diese eben beschriebenen Informationen lassen sich mit Hilfe von ökonometrischen Modellen zu einer Prognose des optimalen Zinssatzes der Notenbank verdichten. Unsere Modelle liefern hier ein relativ deutliches Bild. Da die deutschen Bundesanleihen als maßgebliche Zinsen der Eurozone gesehen werden können, verwenden wir ein ökonometrisches Schätzmodell, welches hauptsächlich die deutsche Volkswirtschaft im Rahmen der Eurozone berücksichtigt.

Auf Basis dieses Schätzmodells errechnen wir beispielsweise für das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) ein Wachstum von 0,2% bis 0,4% für 2025. Zudem errechnet das Modell eine mittlere Inflation von etwa 2,0 bis 2,4% auf Sicht der nächsten zwölf Monate. Unter Zunahme weiterer Kenngrößen – wie z.B. die steigende Verschuldung des Bundes – lässt sich auf Basis des Modells eine mittlere faire Rendite für zehnjährige Anleihen von 1,4% bis 1,8% ableiten (vgl. Abb. 2). Aktuell rentieren die zehnjährigen deutschen Bundesanleihen bei 2,4%. Aus Sicht unserer Modellberechnung haben die Renditen deutscher Staatsanleihen also noch ein beachtliches Rückgangspotenzial. Wobei die eben genannte faire Rendite nur die Zielrichtung anzeigt, aber nicht als ein absoluter Zielwert gesehen werden darf. Der Grund hierfür ist, dass ökonometrische Modelle immer mit einer limitierten Anzahl von Inputvariablen bzw. Freiheitsgraden arbeiten müssen und daher niemals ein komplettes Abbild der Realitäten liefern können, sondern nur Wahrscheinlichkeitsräume abbilden.

Doch zurück zur Renditeprognose. Die Erwartung, dass die zehnjährige Rendite sich deutlich nach unten entwickeln wird, impliziert aktuell eine ähnliche Erwartung an sehr kurz laufende Anleihen und daher schlussendlich auch an die weitere Entwicklung der Notenbankzinsen. Basierend auf unseren Modellen erwarten wir daher konsequenterweise auch, dass der Notenbankzins sein endgültiges Ziel noch nicht erreicht hat.

DIE EZB WIRD DEN EINLAGEZINSSATZ IN DIESEM JAHR MINDESTENS BIS AUF ZWEI PROZENT SENKEN MÜSSEN

Um den Notenbankzins zu errechnen, ist es wichtig, den sogenannten neutralen Notenbankzins (r^*) zu schätzen. Dieser neutrale Notenbankzins ist ein Zins, welcher weder die Wirtschaft bzw. die Inflation zu stark stimuliert noch diese abbremst. Daher handelt es sich bei diesem Zins um einen theoretischen Gleichgewichtszins. Wir schätzen diesen Wert auf Basis von empirisch-stochastischen Modellen und Monte Carlo Simulationen.

Auf Basis dieser Modelle errechnen wir für den Euroraum einen neutralen Notenbankzins von 1,5% bis 2,0% auf nominaler Basis. Real, also abzüglich des EZB Inflationsziels von 2%, liegt dieser Wert entsprechend bei -0,5% bis 0,0% (die EZB errechnet hier einen Wert für r^* von -0,5% bis 1,0%).

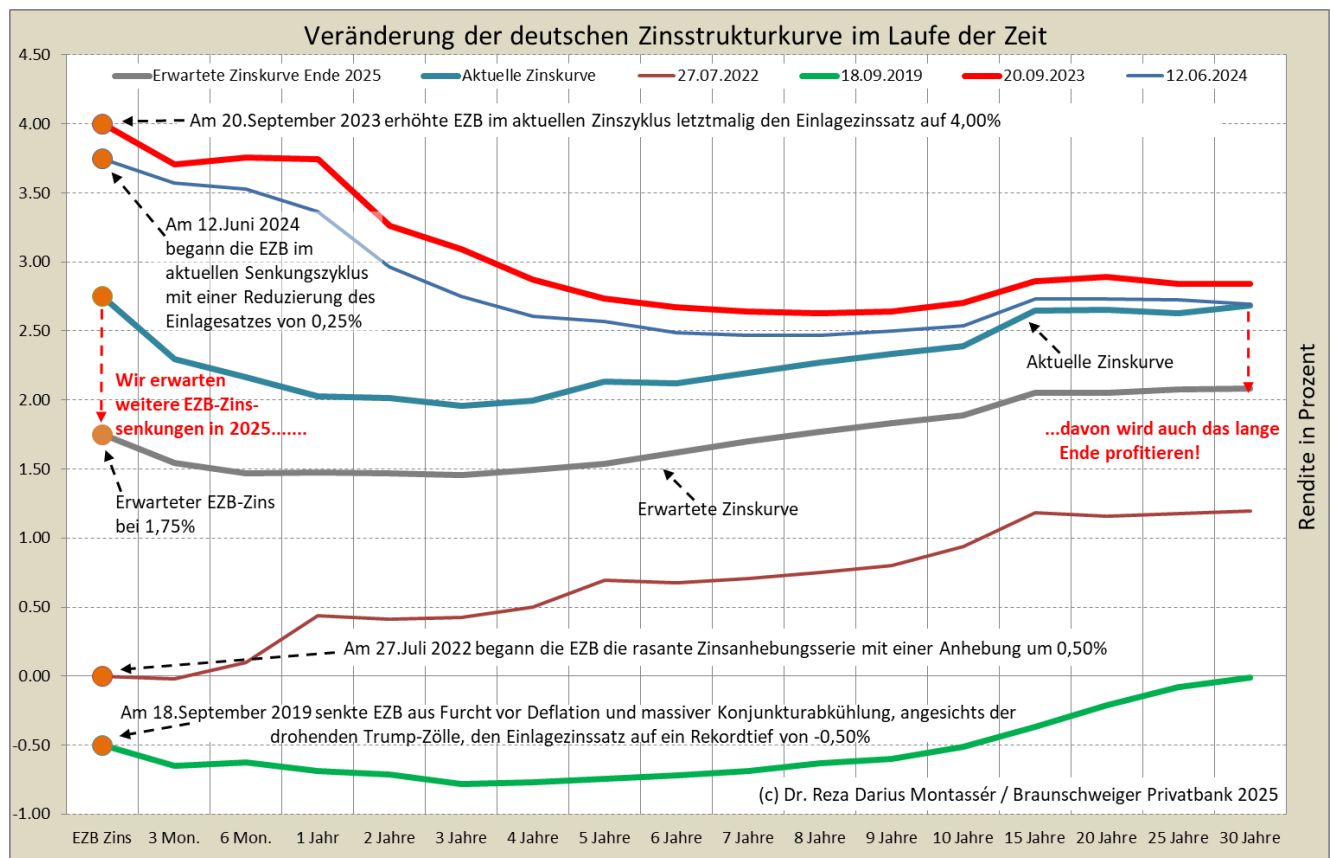


Abb. 3 Die Zinsstrukturkurve wird weiter absinken und dabei etwas steiler wird

Aufgrund der oben beschriebenen schwierigen wirtschaftlichen Lage des Euroraums und der schwelenden geopolitischen Risiken, gehen wir davon aus, dass die Europäische Zentralbank die aktuell weiterhin restriktive Geldpolitik weiter in Richtung neutralem Zins lockern wird um die Wirtschaft zu stimulieren und den privaten Konsum sowie die unternehmerischen Investitionen zu aktivieren. Den maßgeblichen Leitzins, den Einlagezinssatz, wird die EZB von aktuell 2,75% bis auf 2,00% oder gar bis auf 1,75% senken (vgl. Abb. 3).

Fazit: Der Abwärtstrend der Renditen wird sich am deutschen Anleihemarkt in den nächsten Monaten per Saldo fortsetzen. Dabei werden sich die Renditen am kurzen Ende aufgrund der zu erwartenden deutlichen Zinssenkungen der EZB dynamischer nach unten entwickeln als die längeren Laufzeiten. Aber auch am langen Ende ist mit sinkenden Renditen zu rechnen. Hier zeigen unsere Modelle ebenfalls deutliche Renditerückgänge. Die Zinsstrukturkurve wird dabei steiler werden.

Herzlichst Ihr

Dr. Reza Darius Montassér, CMT

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 von Dr. Reza Darius Montassér. 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 /Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Dr. Reza Darius Montassér, CMT. Redaktionsschluss: 03.03.2025.