DPAM CIO View Fixed Income

Von Peter De Coensel

Ist die EZB selbstgefällig?

Stand der Dinge

- Ungeachtet der Tatsache, dass die vergangene Woche wenig richtungsweisend war, da es an informativen Wirtschaftsnachrichten mangelte, lieferte die Sitzung der EZB am 10. September Denkanstöße. Das 20-seitige Dokument mit dem Titel „Makroökonomische Projektionen der EZB für den Euroraum“ fasst in komprimierter Form den geld-, finanz- und arbeitsmarktpolitischen Rahmen zusammen, der die EZB-Politik bis Dezember 2020 bestimmen wird. Im Dezember wird zudem eine neue Reihe von Prognosen erstellt, die die Entscheidungen der EZB im ersten Quartal 2021 beeinflussen werden. Die Frage, die ich stelle, lautet: „Warum hat sich die EZB während ihrer Versammlung in der vergangenen Woche so selbstgefällig verhalten?“ Marktbeobachter könnten einfach antworten, dass das nächste Treffen am 29. Oktober eine Live-Sitzung sein wird, bei der mehr akkommodierende Fakten auf den Tisch kommen werden. Alles gut und schön, aber warum Chancen ungenutzt lassen? **Ich bin der Meinung, dass die EZB mehr präventiv statt reaktiv handeln sollte.** Die EZB ist nicht sensibel genug für negative Rückkopplungen, die sich nach eingetretenem Schaden in den meisten Fällen hartnäckig halten. Vor allem Inflations- und Investitionskanäle funktionieren nicht aufgrund einer zu zurückhaltenden Ausstattung und /oder zu späten Ankündigung politischer Initiativen. Während die Umsetzung fehlerfrei ist, **ist die Qualität der Signalgebung und der Präventivmaßnahmen schlecht oder gar nicht vorhanden.** Das jüngste Dokument zur Wirtschaftsprognose ist ein gutes Beispiel dafür. Wir werden uns auf die Inflation und die Auswirkungen der Euro-Stärke konzentrieren - zwei Punkte, die im EZB-Dokument an prominenter Stelle stehen, den Leser aber mit dem fragenden Gefühl zurücklassen: Warum warten? **Alle Anzeichen deuten darauf hin, dass die politischen Ziele unter- bzw. unerfüllt bleiben!**

- Der Projektionszeitraum der EZB geht bis 2022. Neben einem Basisszenario führt die Zentralbank ein mildes und ein schweres Szenario an. Der Verlauf innerhalb des Basisszenarios für die Inflation des ‚Harmonisierten Verbraucherpreisindex‘ (HVPI) ergibt einen Inflationsdruck von 0,3% für 2020, 1,00% für 2021 und 1,3% für 2022. Während dieses Projektionszeitraums wird das Inflationsziel von „2% oder knapp darunter“ nicht erreicht. Bereits in einer Präsentation Ende August erklärte Philip Lane, Chefvolkswirt der EZB, dass **die COVID-19-Gesundheitskrise deflationär wirke und ein wichtiger geldpolitischer Stimulus erforderlich sei, um den Inflationspfad anzuheben. Eine unzureichende Umsetzung könne den Weg zum offiziellen Inflationsziel um zwei bis drei Jahre verlängern.** Natürlich dürfen sich die EZB-Mitarbeiter nicht von negativen Einlagenzinsen in Höhe von 0,5%, 1,3 Billionen Euro an Bankfinanzierungen zu einem Zinssatz von -1,00% und über 1,5 Billionen Euro an Asset-Käufen beeindrucken lassen, die sich bis zum zweiten Quartal 2021 auswirken und bis Ende 2022 reinvestiert werden. **Selbst angesichts solcher Anreize kommt die EZB ihrem Auftrag nicht nach.** Die fiskalpolitischen Anstrengungen in der gesamten Eurozone belaufen sich auf 4,5% des Bruttoinlandsproduktes (BIP) im Jahr 2020. Staatliche Teil- oder Gesamtgarantien belaufen sich auf 20% des BIP, um Liquiditätsengpässe für große und kleine Unternehmen abzumildern. Der mit 750 Milliarden

Euro ausgestattete ‚Europäische Konjunkturfonds der nächsten Generation' (Next Generation European Recovery Fund, NGEU) wird den Mitgliedstaaten zusätzliche fiskalische Befugnisse zur Abfederung von Nachfrage-, Investitions- und Angebotsrückgängen geben. Offenbar vergeblich in Bezug auf die Inflation, denn im schweren Szenario steigt die Inflation bis Ende 2022 nur um 0,7%. Das milde Szenario basiert auf der Annahme eines erfolgreich entwickelten Impfstoffs bis Ende 2020 bzw. Anfang 2021. 2022 würde die Inflation somit 1,8% erreichen. Letzteres ist jedoch mit einer geringen Wahrscheinlichkeit zu erwarten. Wenn die klinische Phase-3-Studie von AstraZeneca bei nur einer weiteren Testperson mit negativen Nebenwirkungen verläuft, kann das gesamte Programm zu den Akten gelegt werden. Zu befürchten ist daher, dass die Verbraucherpreisinflation unter Berücksichtigung aller oben genannten Anreize zwischen 0,7% und 1,3% liegen wird. **Wenn die EZB ihre Reputation erhalten will, werden mehr Anreize erforderlich sein.** Schon die Bank of Japan hat ihr Inflationsziel nachhaltig verfehlt und unterschritten. Diese Haltung war für die japanischen Inflationserwartungen der Haushalte, Unternehmen und Finanzmärkte fatal. Die erwarteten Preissteigerungen für Japan liegen über die nächsten zehn Jahre bei null Prozent. Inflation ist im Land der aufgehenden Sonne irrelevant geworden. Die Basisschätzungen gehen davon aus, dass das BIP der Eurozone Ende 2022 immer noch 3,5% betragen und damit unter dem Niveau von Ende 2019 liegen wird. Könnten wir mit dem derzeitigen politischen Maßnahmen-Mix bis 2024 oder 2025 das Produktionsniveau von vor Covid-19 erreichen? Dafür ist der Mix nicht vertrauenswürdig genug.

- Die Inflation bleibt wegen des Rückgangs des Ölpreises in der ersten Hälfte des Jahres 2020, der deutschen Mehrwertsteuersenkung und der Euro-Stärke über das Jahr 2020 niedrig. Die Vorhersagen für den Euro-Dollar-Wechselkurs gehen von 1,14 im Jahr 2020 sowie 1,18 in den Jahren 2021 und 2022 aus. Die Juni-Projektionen lagen bei 1,09 (2020) bzw. 1,08 (2021+2022). Genauso wie die Inflation die Zielvorgaben unterschreiten wird, scheint der EUR-USD-Kurs über 1,18 auszubrechen, das Niveau, das bis 2022 vorhergesagt wird. **Der EUR-USD-Kurs wird 1,22 oder 1,25 erreichen müssen, bevor die EZB handeln wird. Der Schaden für die Wirtschaftsakteure, insbesondere für die Exporteure, ist jedoch bereits eingetreten**. Am 1. September drückte die verbale Intervention von Philip Lane das EUR-USD-Verhältnis von 1.2010 auf 1.1800 zurück. Letzte Woche schlossen wir im Bereich um 1.1830. Ungeachtet dessen war das Treffen vom 10. September eine verpasste Gelegenheit. Warum mit der Senkung des Einlagensatzes um 10 Basispunkte oder mehr warten? Schützen Sie den Bankensektor, indem Sie den Multiplikator bei den Mindestreserveanforderungen von 6 auf 9 erhöhen, um mehr überschüssige Liquidität der Banken vom negativen Einlagensatz auszunehmen? Die Signalfunktion bei -0,5% ist anscheinend nicht stark genug. Das Geldmengenwachstum in Europa von etwa 10% auf Jahresbasis hinkt dem US-Geldmengenwachstum um 15%-Punkte hinterher: **Die US-Geldmenge M2 ist um 25% gegenüber dem Vorjahr gewachsen. *Das* ist Reflation!** Und sie ist sowohl auf der Ebene der realwirtschaftlichen Indikatoren als auch der Finanzmärkte sichtbar. **Die EZB war zu langsam, um auf die Große Finanzkrise von 2008 zu reagieren. Wird sie im Jahr 2020 den gleichen Fehler machen?** Philip Lane schrieb in seinem Blog: „Es sollte überdeutlich sein, dass es keinen Raum für Selbstgefälligkeit gibt". Ich bin jedoch nicht begeistert von dem, was ich beobachte und wenn ich solche Aussagen lese.

Bewertungen

- Da die US-Aktienmärkte seit Anfang September keinen soliden Boden finden konnten, hat eine zunehmende Zahl von Anlegern ihr Engagement in US-Treasuries erhöht bzw. entsprechende

Short-Positionen geschlossen. Dies gilt insbesondere für US-Papiere mit einer Laufzeit von 30 Jahren, wie aus den jüngsten Daten der ‚Commodity Futures Trading Commission' hervorgeht. Sie schlossen bei 1,41%, was einem Rückgang von 6 Basispunkten im Wochenverlauf entspricht. Die 5- und 10-Jahres-Anleihen fielen um 5 Basispunkte in Richtung 0,25% bzw. 0,67%. Die Nachfrage nach der 2-jährigen Anleihe war solide, sie schloss bei 0,127%. Es ist zu erwarten, dass die 2-jährigen Anleihen in den kommenden Wochen die Ende Juli erreichten Tiefststände von 0,105% testen werden. Die Marktteilnehmer bereiten ihre Portfolios auf die Q3-Ergebnisse und die Präsidentschaftswahlen am 3. November vor. Zwei Ereignisse, die zur Vorsicht mahnen und die Risikoaversion zum Teil erhöhen könnten. Erwarten Sie bis Anfang November unterstützende Finanzmärkte und betrachten die FED-Sitzung am 16.9. als Auftakt.

- Die EWWU-Zinsmärkte sind gefühllos geworden. Die deutschen 10-Jahres-Zinsen schlossen bei -48 Basispunkten und verloren 3 Basispunkte über die Woche. Interessanterweise schlossen EONIA 1y1y-Terminkontrakte bei -0,56%, was möglicherweise darauf hindeutet, dass sich ein Test von -0,60% anbahnt. Das würde die Diskussionen über eine Anpassung der Einlagenzinsfazilität von -0,50% in Richtung -0,60% eröffnen. Da der EUR/USD-Kurs empfindlich auf solche Änderungen reagiert, hätte eine Senkung der Leitzinsen eine hohe Signalwirkung und würde die deutsche Zinskurve steiler werden lassen, da dann das reflationäre Ziel der EZB an Glaubwürdigkeit gewinnt. Der deutsche 10y30y-Terminkontrakt könnte in Richtung 50 bis 60 Basispunkte (derzeit bei 44 Basispunkten) steiler werden. Die Korrelation lehrt uns, dass dafür der 5y5y-Forward-Inflationsswap in Richtung einer Spanne von 1,30 bis 1,40% steigen müsste (liegt derzeit bei 1,20%). Die EZB kann nicht zulassen, dass dieser Indikator das Niveau von 1,00% noch einmal testet. Was die Konvergenz der Zinssätze innerhalb der EWWU betrifft, ist alles unter Kontrolle. Das Anleihenkaufprogramm PEPP verringert die Fragmentierung der Zinsmärkte wirksam. Das PEPP-Programm wird über das Jahr 2021 und darüber hinaus laufen müssen.

- Europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen haben eine ziemlich ereignislose Woche hinter sich, die von einem lebhaften Primärmarkt geprägt war. Der Iboxx-Index fiel im Gegenzug um 5 Basispunkte und hielt an seinem positiven Ergebnis seit Jahresanfang von 0,75% fest. Europäische Hochzinsanleihen fügten der Wertentwicklung im Laufe der Woche geringe 6 Basispunkte hinzu. Dieser Anleihensektor erholt sich weiter, jedoch langsamer, und beendete die Woche bei -1,48%.

- Uneinheitlich zeigten sich Schwellenländeranleihen. Die Renditeaufschläge für Lokalwährungsanleihen (GBI-EM-Index) weiteten sich um 3 Basispunkte auf 3,80% aus, während sich der Renditeaufschlag des EMBI-Global Diversified-Index um 7 Basispunkte auf 4,14% verengte und damit über den globalen aggregierten Anleiherenditen lag. Diese gute Entwicklung im Hartwährungsbereich ist ausschließlich auf Lateinamerika zurückzuführen, dessen Spreads sich um 43 Basispunkte verengten, während sich die Renditeaufschläge aller anderen Regionen zwischen 9 und 17 Basispunkten ausweiteten.

    - **Schwellenländeranleihen scheinen relativ immun zu sein gegen die jüngste Volatilität anderer Risikoanlagen.** Tatsächlich zeigen die Fondszuflüsse, dass in der vergangenen Woche im Vergleich zu den entwickelten Märkten eine stärkere Nachfrage nach Emerging Markets-Anlagen (sowohl bei Anleihen als auch bei Aktien) bestand. Die Zuflüsse in Lokalwährungsfonds gewannen ebenfalls an Dynamik und übertrafen erstmals seit Ende Januar die Zuflüsse in Hartwährungsfonds.

- Die Währungen der Schwellenländer entwickelten sich gegenüber dem US-Dollar positiv (0,26%), aber die Erholung des Währungspaars EUR/USD belastete die nicht abgesicherten Erträge in Euro (-0,36%). Der mexikanische Peso (1,14%), der ungarische Forint (0,82%) und der russische Rubel (0,50%) gehörten zu den Währungen mit der besten Wertentwicklung, während der israelische Schekel (-2,75%), der georgische Lari (-1,39%) und die indonesische Rupiah gegenüber dem Euro am schlechtesten abschnitten. In Indonesien belasteten die wieder steigenden COVID-19-Infektionen und die dementsprechende Abriegelung der Großstadt Jakarta (die zu 20% des BIP des Landes beiträgt) die Wertentwicklung von lokalen Aktien, Anleihen und der indonesischen Rupiah. Der südafrikanische Rand verlor in der letzten Woche 1,08% und wies aufgrund der schlechter als erwartet ausgefallenen BIP-Zahlen für das zweite Quartal (-51% auf Jahresbasis im Quartalsvergleich) und des Leistungsbilanzdefizits (-2,4% des BIP gegenüber einem Konsens von -0,4%) eine hohe Volatilität auf. Dies führte dazu, dass die Märkte begannen, eine Senkung des Reposatzes um weitere 25 Basispunkte auf der Sitzung des geldpolitischen Ausschusses der Zentralbank in der kommenden Woche einzupreisen. In Lateinamerika scheint COVID-19 selbst in Nachzüglerländern den Höhepunkt zu erreichen. Wenn man bedenkt, dass im letzten Quartal hohe Infektionszahlen die Währungen in Lateinamerika belastet haben, sowie das Bevorstehen der Frühlingssaison in der südlichen Hemisphäre, können wir - unter sonst gleichen Bedingungen - eine wieder stärkere Währungsentwicklung erwarten. Positive wirtschaftliche Überraschungen in der Region werden unterstützend wirken.

Schlussfolgerung

- Die EZB hat den Spielraum, um den Volkswirtschaften der Eurozone schlagkräftige geldpolitische Impulse zu geben. Ihre Reaktionsfunktion sollte vorbeugend sein anstatt nur reaktiv. Mit einer stabileren Konstruktion der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion seit dem historischen Abkommen vom 18. Juli über ein COVID-19-Aufbaupaket und dem Beginn gemeinsamer Anleiheemissionen ab 2021 sollte die EZB bei der Gestaltung der Zentralbankpolitik eine führendere Rolle einnehmen. Jenseits des Atlantiks sind die FED und die US-Regierung wieder besser aufeinander abgestimmt und stellen sich aggressiver den aktuellen Herausforderungen.

- In der vergangenen Woche haben wir erklärt, dass die Kaufprogramme der Zentralbanken die Inflationserwartungen anheben. Das stimmt auch weiterhin, jedoch werden für die Eurozone die gegenwärtigen Anstrengungen nicht ausreichen. Andere politische Hebel werden angepasst werden müssen. Von der Senkung des Einlagenzinssatzes über einen besseren Schutz des Bankensystems vor den Folgen negativer Einlagenzinsen bis hin zur Fortsetzung des Anleihenkaufprogramms PEPP im Jahr 2021. Auch weitere Optionen müssen untersucht werden. **Tatsache ist, dass die von den Experten der EZB erstellten Wirtschaftsprognosen heute und nicht erst morgen Maßnahmen erfordern.**