

<https://blog.de.erste-am.com/zinspolitik-quo-vadis-drei-geldpolitische-szenarien/>

Zinspolitik quo vadis? Drei geldpolitische Szenarien

Gerhard Winzer



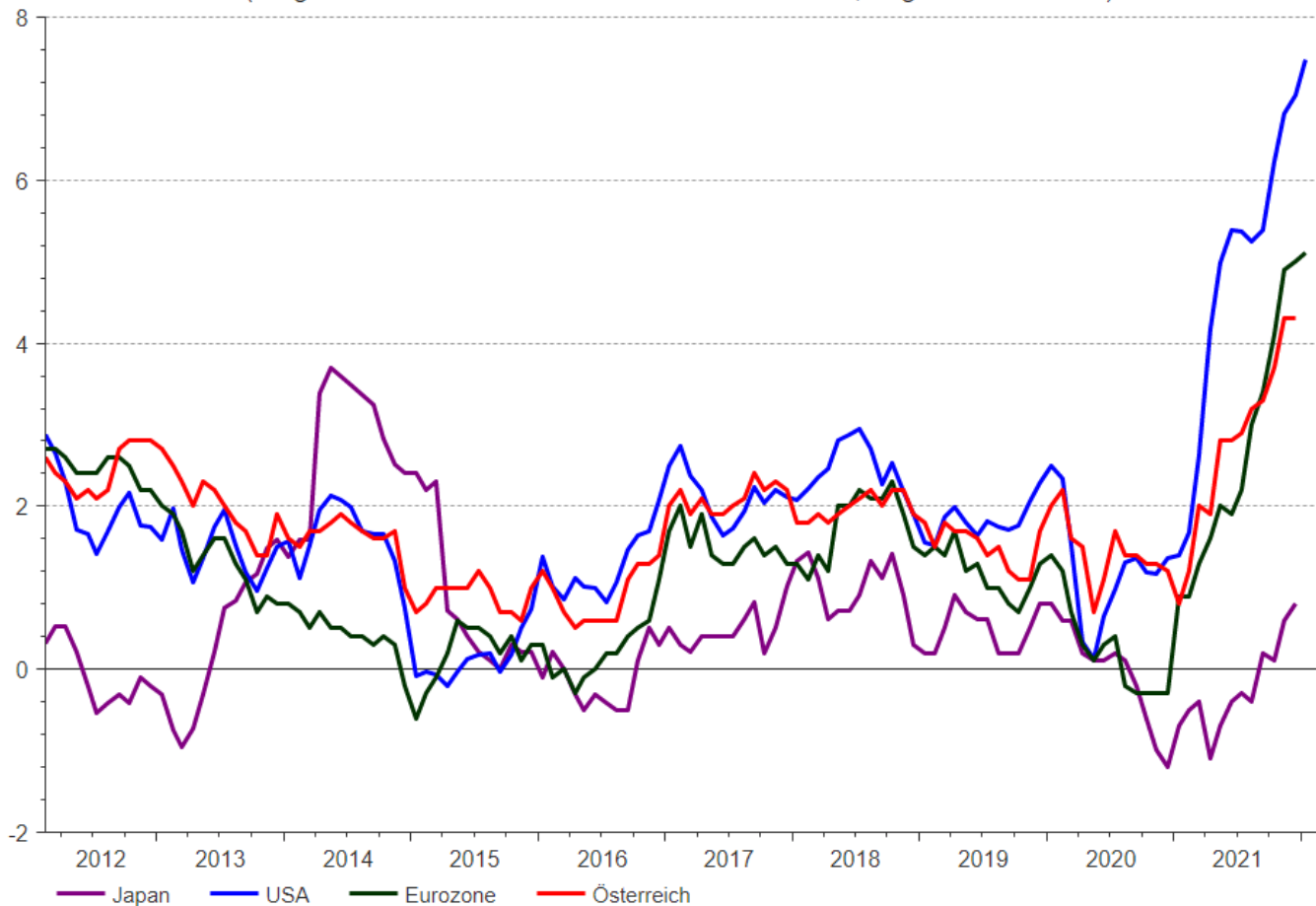
© (c) Unsplash

In den vergangenen Tagen haben mich Fragen zum Thema Inflation und zur Politik der Zentralbanken erreicht. Die Verunsicherung ist groß. Einerseits wird betont, dass die Phase der hohen Inflationsraten nur vorübergehend ist – wegen der Energiepreise und der Pandemie. Deshalb wären Leitzinsanhebungen ein Fehler. Andererseits wird die Meinung vertreten, dass die Leitzinsen deutlich zu niedrig sind, weil wir einen Regimewechsel hin zu anhaltend höheren Inflationsraten erleben.

Die Wahl der richtigen Seite wird die Entwicklung eines Wertpapierportfolios maßgeblich beeinflussen. Es wird noch einige Zeit vergehen, bis die volkswirtschaftlichen Indikatoren den Nebel lichten. Zudem gibt es vielleicht eine dritte Möglichkeit, die einen Ausweg aus der Phase der erhöhten Unsicherheit anzeigt. Die Investor:innen befinden sich in guter Gesellschaft. Auch die Zentralbanken sind von den hohen Inflationsraten überrascht und verunsichert. Das hat einen Strategiewechsel in der geldpolitischen Grundhaltung bewirkt.

Inflation schießt nach oben

(Vergleich verschiedener Inflationsraten 2012-2022, Angaben in Prozent)



Source: Refinitiv Datastream

Hinweis: Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

Strategie 1: dovish* Politik

Vor der Phase der hohen Inflationsraten wollten die Zentralbanken die Strategie einer langsamen Normalisierung verfolgen. Im ersten Jahr der Pandemie standen die Erwartungen erst ab 2024 auf vorsichtige Leitzinsanhebungen. In den vergangenen zehn Jahren war die Inflation in den entwickelten Volkswirtschaften zu niedrig: Die Teuerungsrate lag unter dem jeweiligen Zentralbankziel. Eine lang anhaltende wirtschaftliche Expansionsphase und eine positive Produktionslücke (Überhitzung) sollten helfen, die durch die Pandemie beeinträchtigte Angebotsseite (gefallene Beteiligungsrate am Arbeitsmarkt, gefallene Beschäftigungsquoten, gefallenes Produktivitätswachstum) zu verbessern.

* bezogen auf „Tauben“: Wenn die Zentralbankler:innen über eine Senkung der Zinsen oder Erhöhung der quantitativen Lockerung sprechen.

Strategie 2: hawkische** Signale

Die anhaltend hohen Inflationsraten sowie die zunehmenden Sekundärrundeneffekte (höhere Transport- und Energiekosten üben einen generellen Kostendruck aus) erhöhen das Risiko von (signifikant) steigenden Inflationserwartungen. Zudem ist der Arbeitsmarkt zwar (noch) nicht stark (Beschäftigungsquoten leicht über dem Niveau vor der Pandemie in immer mehr Ländern), aber überraschend schnell eng geworden. Die Arbeitslosenraten erreichen in immer mehr Ländern ein niedriges Niveau, genauer den NAIRU-Bereich (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment). Das ist jener Wert, unter dem der Druck für steigende Inflationsraten zunimmt. Zentralbanken können die aktuellen Inflationsraten nicht besonders beeinflussen. Die höheren Preise für Energie, Transport und Nahrungsmittel haben wenig mit dem niedrigen Zinsniveau zu tun. Zentralbanken können aber versuchen, durch scharfe (hawkische) Signale eine Überwälzung von den aktuell hohen Inflationsraten auf die Inflationserwartungen zu verhindern. Die neue Politik verfolgt einen früheren und schnelleren Ausstieg aus der expansiven geldpolitischen Haltung. Bis Jahresende sind für die USA Leitzinsanhebungen von insgesamt 1,6 Prozentpunkten auf 1,7% eingepreist, für die Eurozone 0,46 Prozentpunkte auf -0,12%. Das neutrale Zinsniveau soll früher erreicht werden. Das ist jener angenommene Zinssatz, der weder unterstützend noch dämpfend auf die wirtschaftliche Aktivität wirkt. Für die USA preist der Markt einen neutralen Zinssatz von nur knapp 2% ein, für die Eurozone rund 1% (gemessen am eingepreisten Zinssatz mit einer fünfjährigen Laufzeit in fünf Jahren).

**bezogen auf „Falken“, Gegenteil von dovish. Gemeint, wenn die Notenbanken eine Straffung der Geldpolitik durch Erhöhung der Zinssätze oder eine Reduzierung ihrer Bilanzen anstreben.

Strategie 3: restriktive Politik

Wenn die Inflationserwartungen trotz eines früheren und schnelleren Ausstiegs nach oben driften, würden sich Zentralbanken gezwungen sehen, eine positive Produktionslücke über eine Abkühlung der Nachfrage (des Wirtschaftswachstums) zu verhindern, um das Inflationsziel zu erreichen. Der Leitzinssatz würde über das neutrale Niveau angehoben, das heißt, die Geldpolitik würde restriktiv werden. Klassischerweise würde das Rezessionsrisiko steigen, weil Zentralbanken in der Vergangenheit mit Zinsanhebungen übertrieben haben.

Zinsanhebungen erwartet

In den entwickelten Volkswirtschaften sind die Markterwartungen für deutliche Leitzinsanhebungen rasant gestiegen. Diese haben das Carry Investment-Regime gestoppt: Stabile kurzfristige Zinsen führen nicht mehr zu einer undifferenzierten Nachfrage nach Rendite-Aufschlägen für das Kreditrisiko (TINA für There Is No Alternative to Risk Assets). Für Investment Grade Anleihen steht die Zinssensitivität (Duration-Risiko) und der Breakeven-Spread (der negative Effekt der Zinsanstiege ist genau so groß wie der positive Effekt des Renditeaufschlags) im Blickpunkt. Für riskante (Below Investment Grade) Anleihen wird das Kreditrisiko stärker betrachtet: Höheres Refinanzierungs- und Rückzahlungsrisiko aufgrund des höheren Zinsniveaus. Zudem drücken höhere Renditen auf die Bewertungen von Anlageklassen (niedrigere Kurse). Anders ausgedrückt: steigende Renditen von Staatsanleihen bedeuten eine höhere Attraktivität von Staatsanleihen, wodurch riskantere Veranlagungsformen unter Druck kommen.

Zinsen in den USA

Entwicklung Rendite 10-jährige US-Staatsanleihen verglichen mit den Leitzinsen (2012-2021)



Source: Refinitiv Datastream

Während die Zinsen der US-Staatsanleihen bereits deutlich gestiegen sind, lässt die erste Zinsanhebung seit 7 Jahren (noch) auf sich warten.

Hinweis: Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

Unterstützendes Finanzumfeld

Die unmittelbare Kernfrage ist, ob das Finanzumfeld (die Financial Conditions) insgesamt nur weniger akkommodativ oder sogar restriktiv wird. Solange ein neutrales Zinsniveau für stabile Inflationserwartungen ausreicht, erzeugt die Änderung der Zentralbankpolitik zwar Kursschwankungen, die Financial Conditions werden aber nicht restriktiv (Basisszenario). Die Befürchtung, dass für die Eindämmung der Inflationserwartungen ein restriktives Zinsniveau benötigt wird (inklusive ansteigender Rezessionswahrscheinlichkeit) gehört zu einem Risikoszenario.

Steigendes neutrales Zinsniveau

Auf die mittlere Sicht ist mindestens ebenso wichtig, ob das neutrale Zinsniveau steigen wird. Darüber wird seit Jahren eine heftige Debatte geführt. Argumente für ein im Trend steigendes Zinsniveau: die demografische Entwicklung (Überalterung), der hohe Investitionsbedarf zur Bekämpfung des Klimawandels und generell anhaltend hohe Budgetdefizite könnten zu einem sinkenden Sparüberschuss führen. Wenn das tatsächlich der Fall sein sollte, müssten die Zentralbanken stärker anheben als gedacht, ohne dass das Zinsniveau restriktiv auf die Wirtschaft wirkt. Ausgeprägte Leitzinsanhebungen auf ein neues, höheres neutrales Niveau wären aber restriktiv für die Financial Conditions. Denn der Abwärtsdruck auf die Bewertung zahlreicher Wertpapierklassen würde zunehmen. Zudem wäre dieser Druck struktureller Natur und nicht nur zyklisch wie im Fall einer Rezession.

Schlussfolgerung:

Solange die Inflationserwartungen stabil bleiben, das heißt nicht signifikant und anhaltend nach oben driften, werden die Zentralbanken die Leitzinsen zwar früher und schneller auf ein neutrales Zinsniveau anheben. Das Finanzumfeld bleibt in diesem Umfeld jedoch positiv, auch wenn die Kursschwankungen zunehmen. In den beiden Risikoszenarien (Rezessionsrisiko oder höherer neutraler Zinssatz) nimmt der Zielkonflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Finanzstabilität zu.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.