

# **Trump verändert die Welt – Was kommt nach den Nullzinsen?**

**Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.**

**Puchheim, 27. April 2017**

**Dr. Martin Hufner**

# Outline

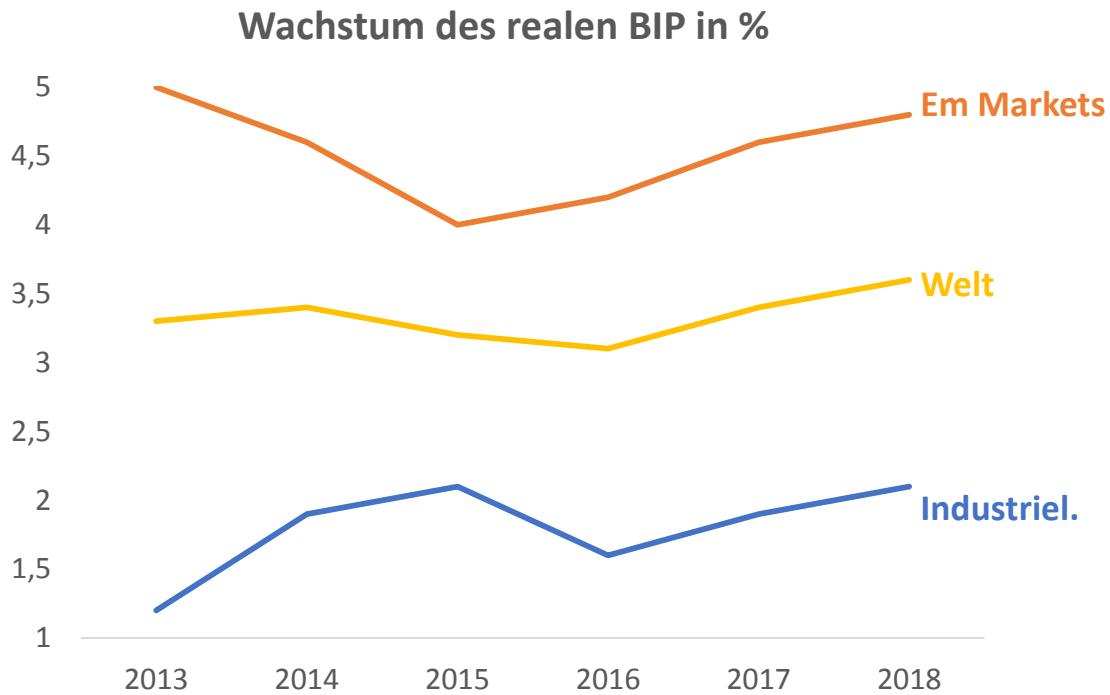
- **Das fundamentale Umfeld**
- **Was in den USA passiert**
- **Die Strategie der EZB**
- **Perspektiven für das lange Ende des Marktes**

# Vorweg: Der Rat der Europäische Zentralbank

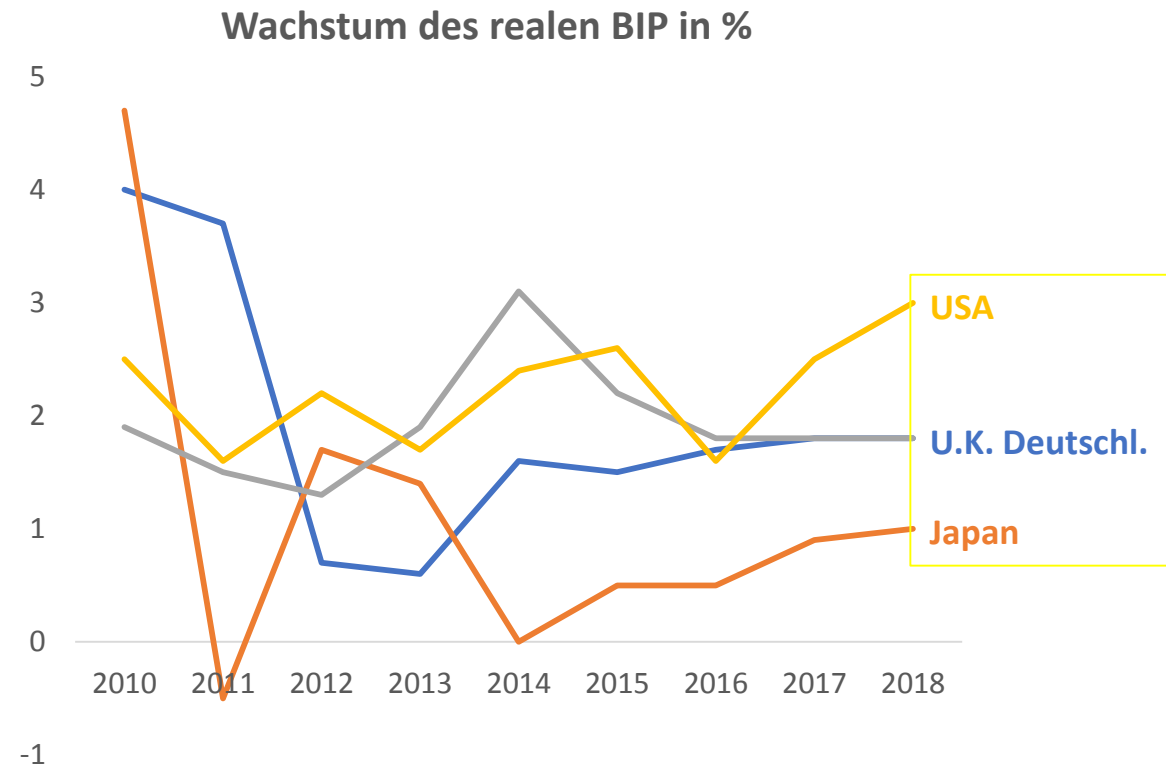
- „Es ist offensichtlich, dass der Finanzsektor und andere Wirtschaftsakteure, vor allem Regierungen, sich (auf Zinssteigerungen) vorbereiten müssen ...
- Ich hoffe, dass die Regierungen in der Eurozone wissen, dass die Zinsen nicht auf dem aktuellen Niveau bleiben werden ...“ (Benoit Coeuré, laut FAZ 6. April 2017)
- So klare Worte hört man selten

# Fundamental ist alles angerichtet

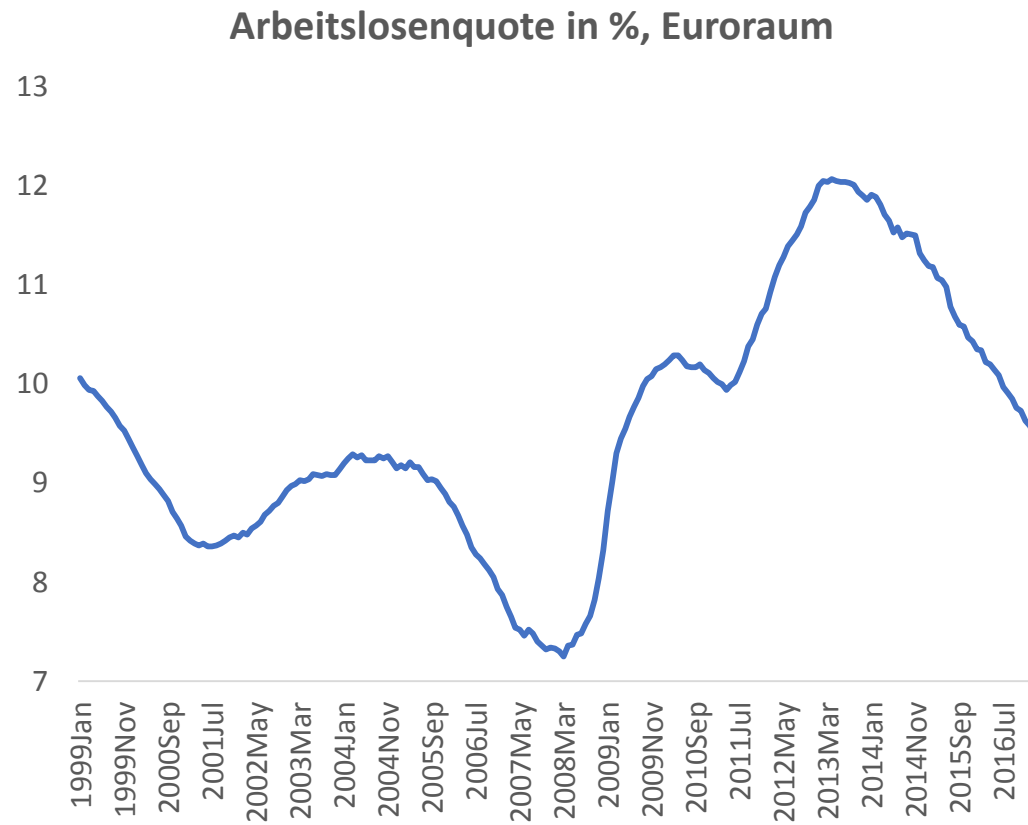
## a) Die Konjunktur läuft



Quelle IWF, eig. Schätzung

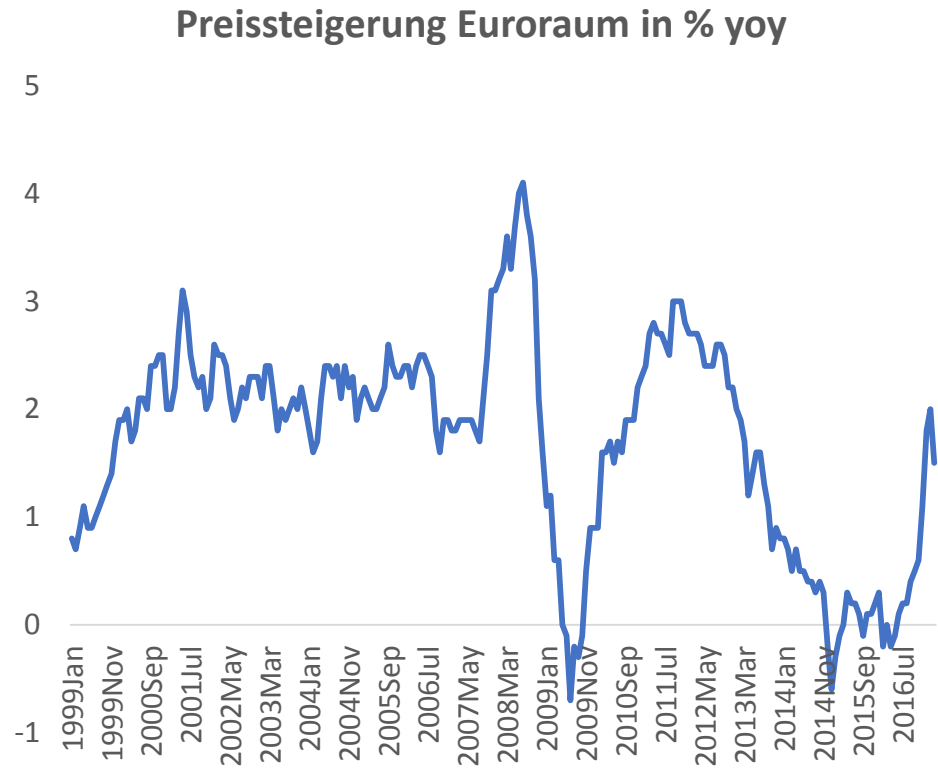


## b) Die Arbeitslosigkeit geht zurück



Quelle EZB

## c) Die Inflation steigt wieder



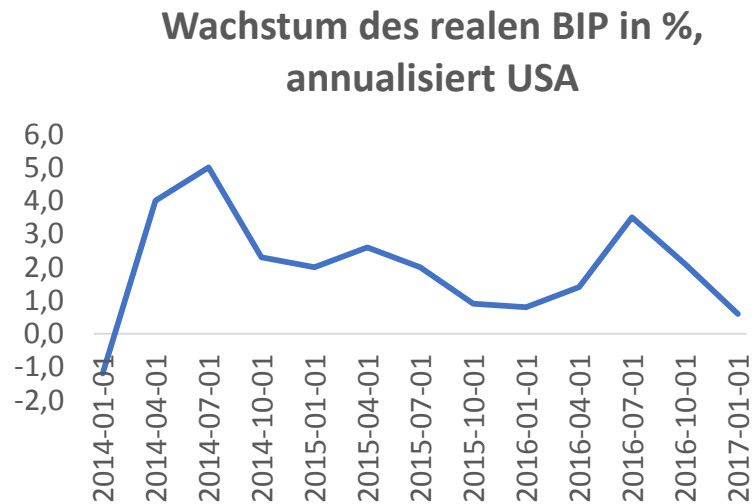
Quelle EZB

**Das fundamentale Bild ist so klar wie selten**

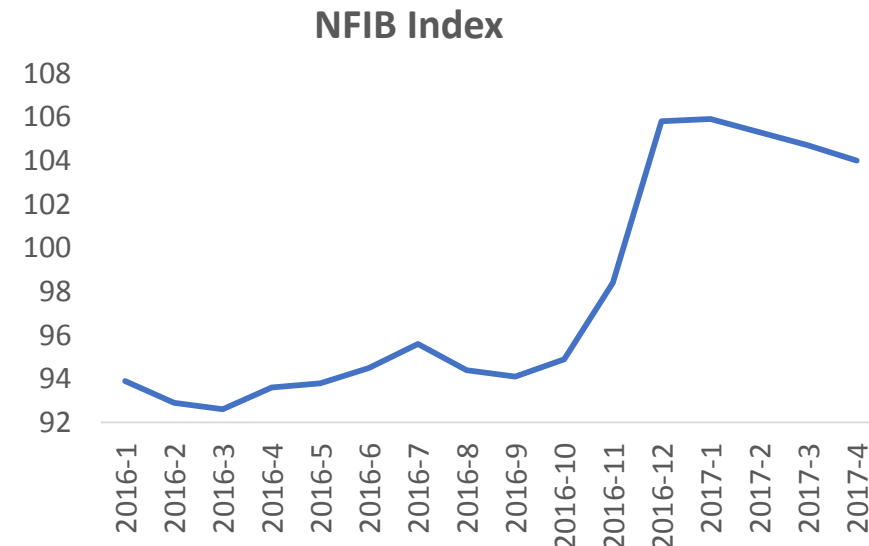
**Eigentlich müsste jetzt auch die Geldpolitik anfangen zu reagieren**

# Wie sieht es in den USA aus? Der Trump-Effekt

- Lange dachten wir, der neue Präsident Trump würde Konjunktur und Inflation in der Welt weiter anheizen
- Inzwischen sind die Erwartungen zurückgenommen worden
- In Q1 ist Wachstum vermutlich nicht viel höher als vor einem Jahr. Aufschwung verschoben oder abgeblasen?

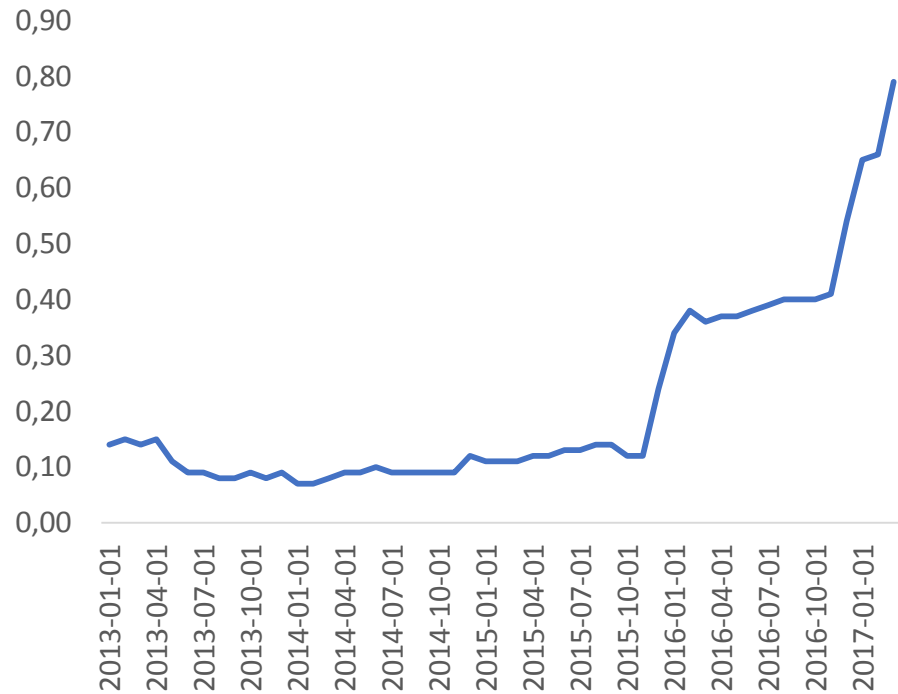


Quelle Fred, Q1 Schätzung Atlanta Fed, NFIB

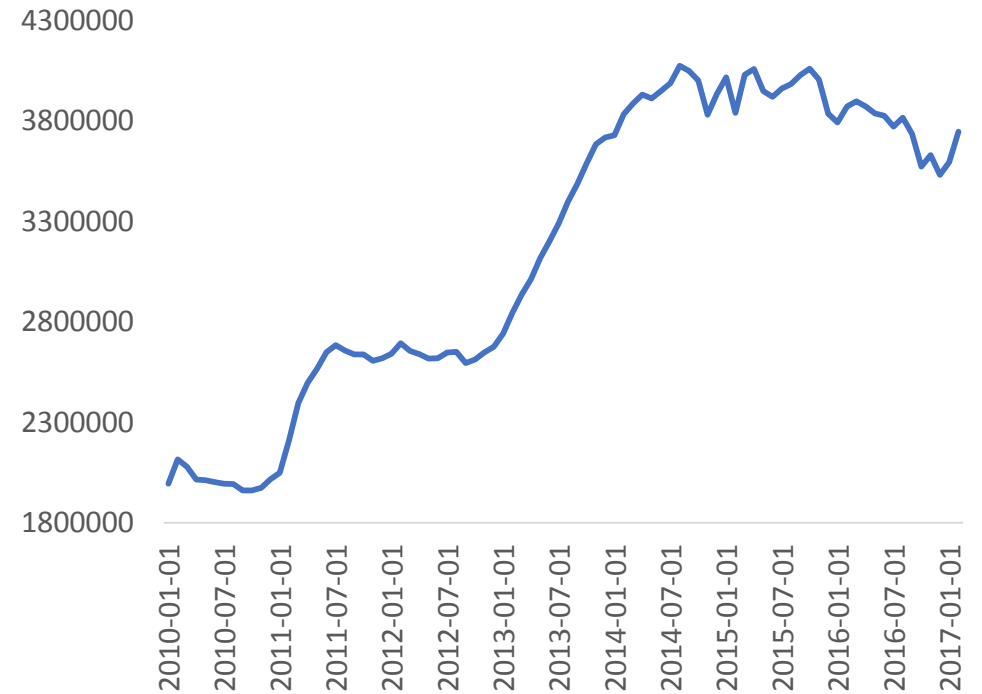


# Die Geldpolitik bleibt auf Normalisierungskurs

## Federal Funds Rate in %



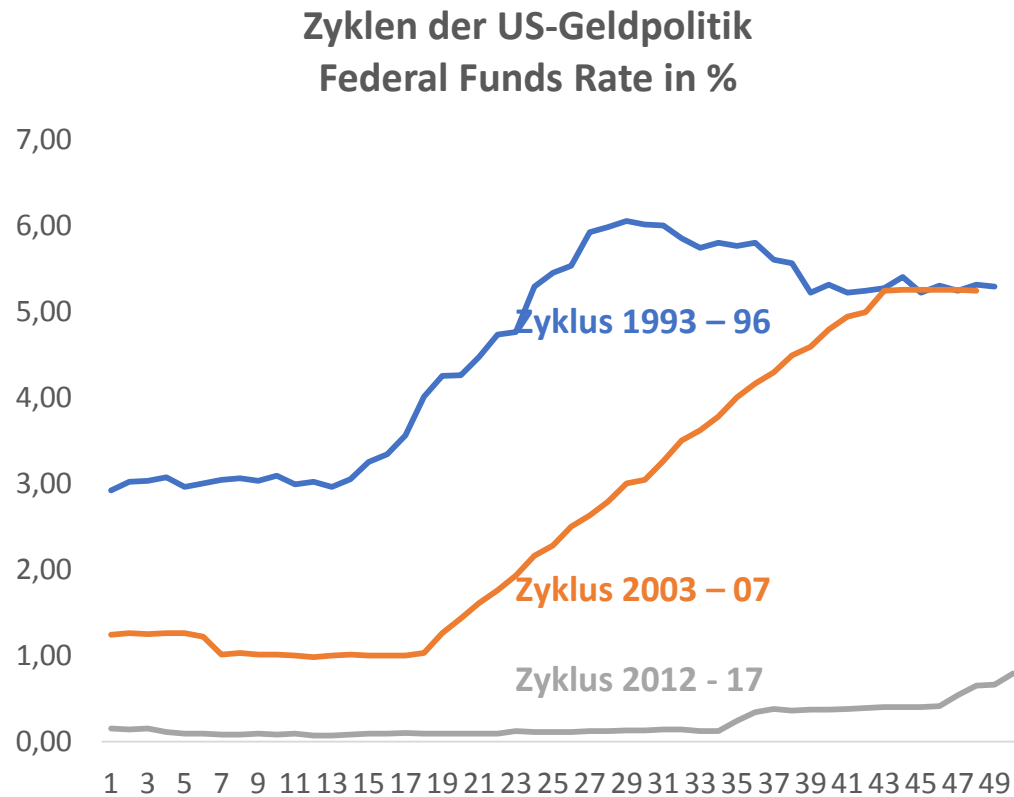
## Monetäre Basis USA in Mio USDollar



Quelle Fred



# Es geht viel langsamer als in früheren Zyklen



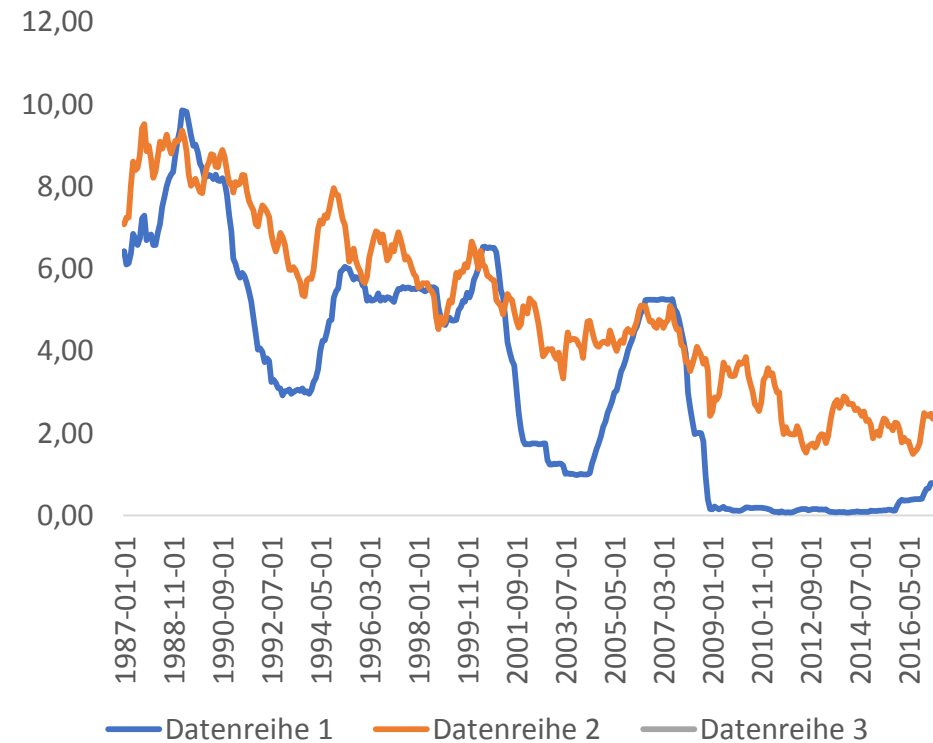
Quelle Fred

# Reaktion des US-Kapitalmarkts nicht modellgerecht

## Rendite 10j US-Staatsanleihen in %



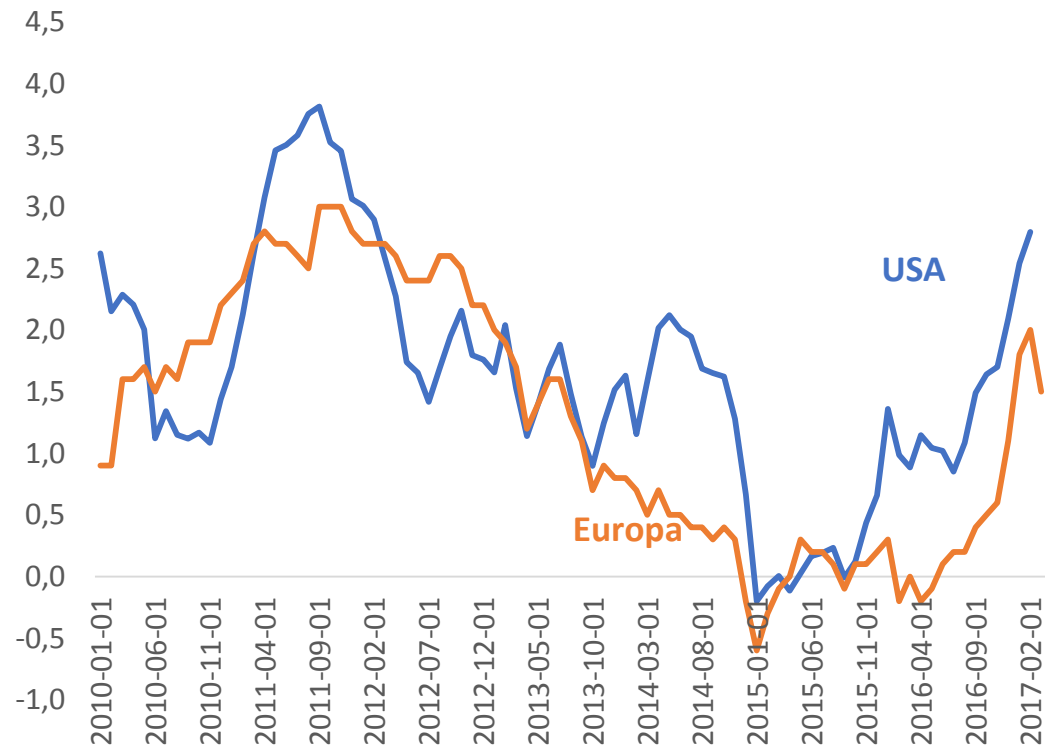
## Federal Funds und Rendite 10j Staatsanleihen, USA



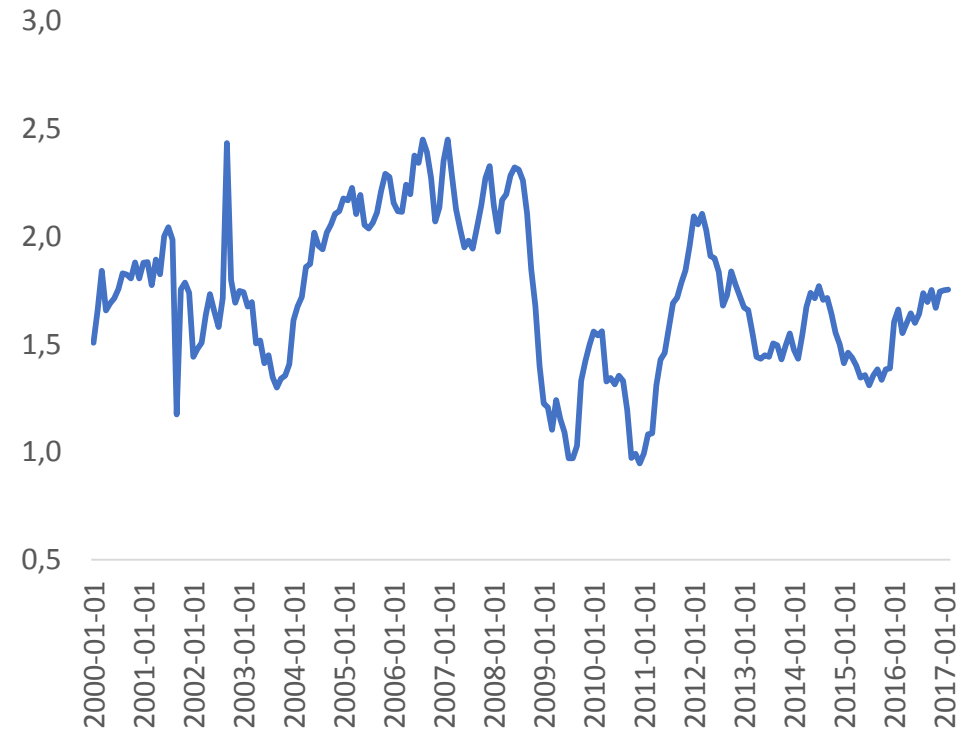
Quelle Fred

# Warum die EZB noch zögert USA sind im Zyklus weiter

Verbraucherpreise in % yoy USA und Europa



Inflation, Kernrate in % yoy USA



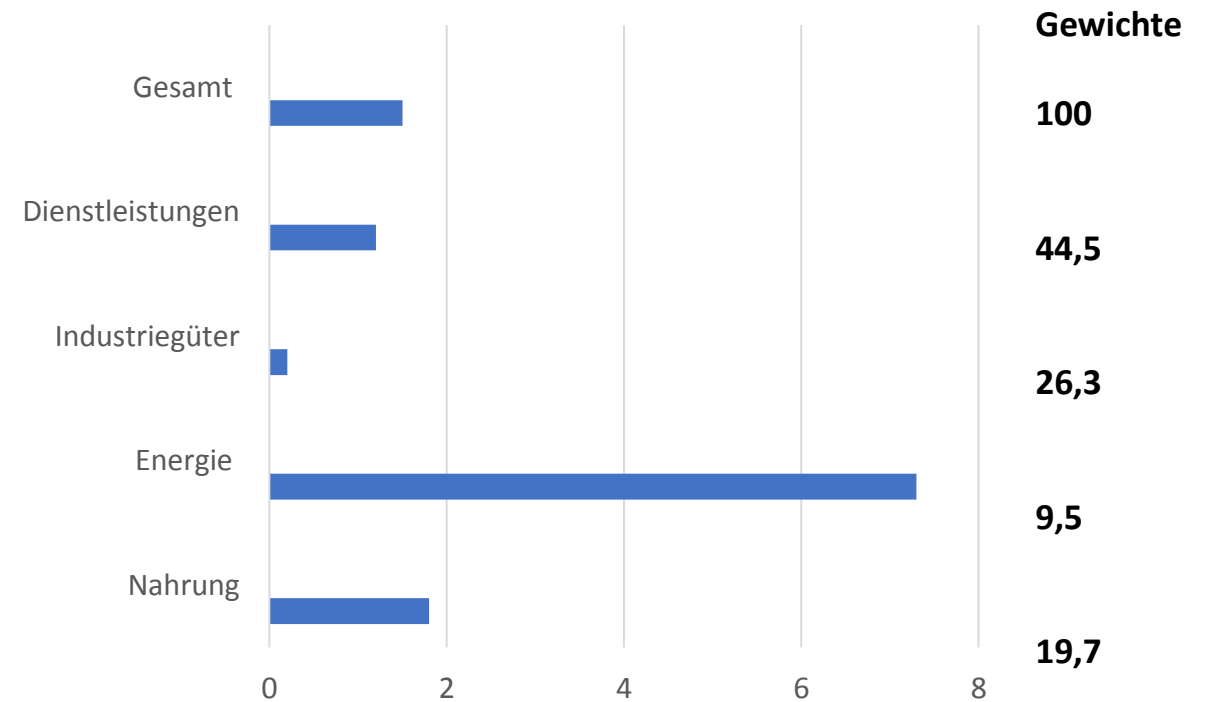
Quelle Fred

# Die Kernrate der Inflation ist noch niedrig

Kernrate Inflation Euroraum, in % yoy



Preissteigerung in % yoy



**EZB: Die fundamentalen Verbesserungen sind primär auf die Geldpolitik zurückzuführen**

# Der künftige Kurs der Geldpolitik der EZB

- **Die drei Säulen der Geldpolitik**
  - Wertpapierkäufe
  - Zinspolitik
  - Forward Guidance

# Die Wertpapierkäufe

- Bisher 80 Mrd Euro pro Monat
- Seit April bis Ende des Jahres 60 Mrd Euro pro Monat
- Zu erwarten: Ab Anfang 2018 sukzessive Verringerung auf Null (vermutlich im Herbst 2018)
- EZB kann Tapering nicht beliebig hinausschieben, da Materialmangel am Markt
- Verringerung der Wertpapierbestände erst 2019

# Die Zinspolitik

- **Im Gespräch: Erhöhung der Einlagenzinsen im Herbst**
- **Von der EZB kommuniziert: Zinserhöhung erst nach Auslaufen der Wertpapierkäufe**
- **Zuerst wird Einlagenzins steigen, um Negativzinsen zu beseitigen**
- **Einlagenzins ist der neue Leitzins**
- **Später Zins für Hauptrefinanzierungsfazität**



# Was kann zu früherer Zinserhöhung führen?

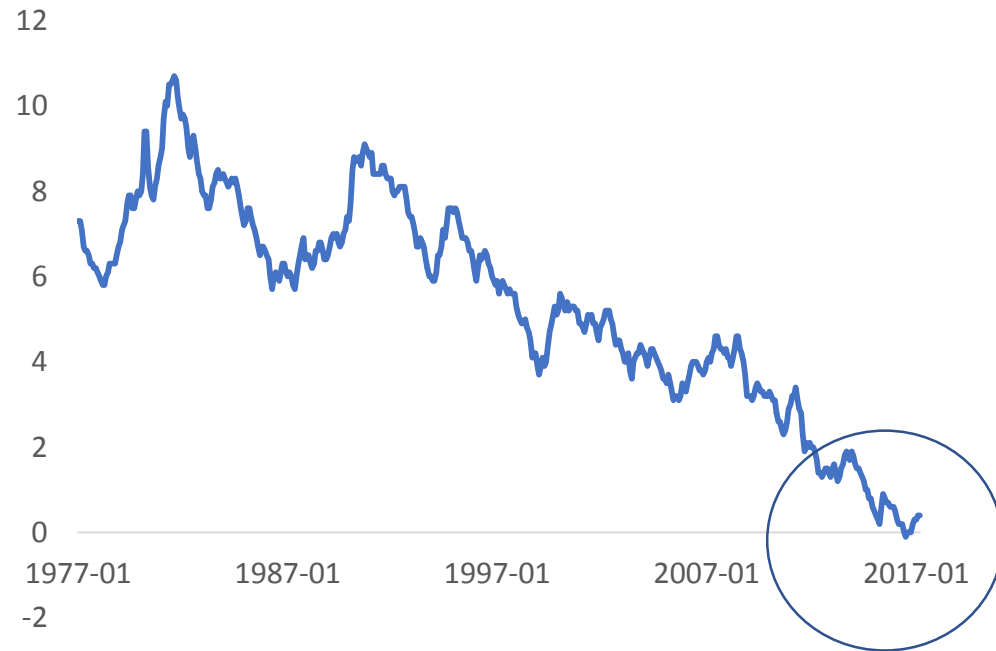
- **Konjunktur und Inflation gehen unerwartet schneller nach oben**
- **Negative Folgen der Negativzinsen werden stärker**
  - Ertragsdruck der Banken und Versicherungen
  - Druck der Sparer auf die Politik
  - Negative Folgen für die Altersversorgung
  - Verzerrungen in der Investitionsallokation
- **Zu beachten: Amtszeit Draghis geht bis Frühjahr 2019**

# Denkbar auch spätere Umschaltung der Geldpolitik?

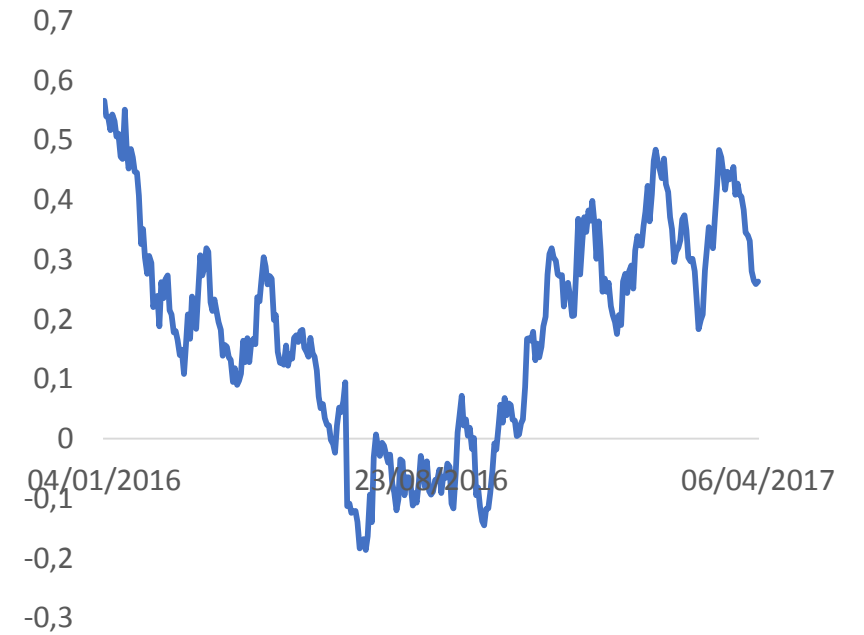
- Der Markt hat das Risiko ausgeblendet
- EZB verweist auf geopolitische Risiken

# Das lange Ende des Marktes

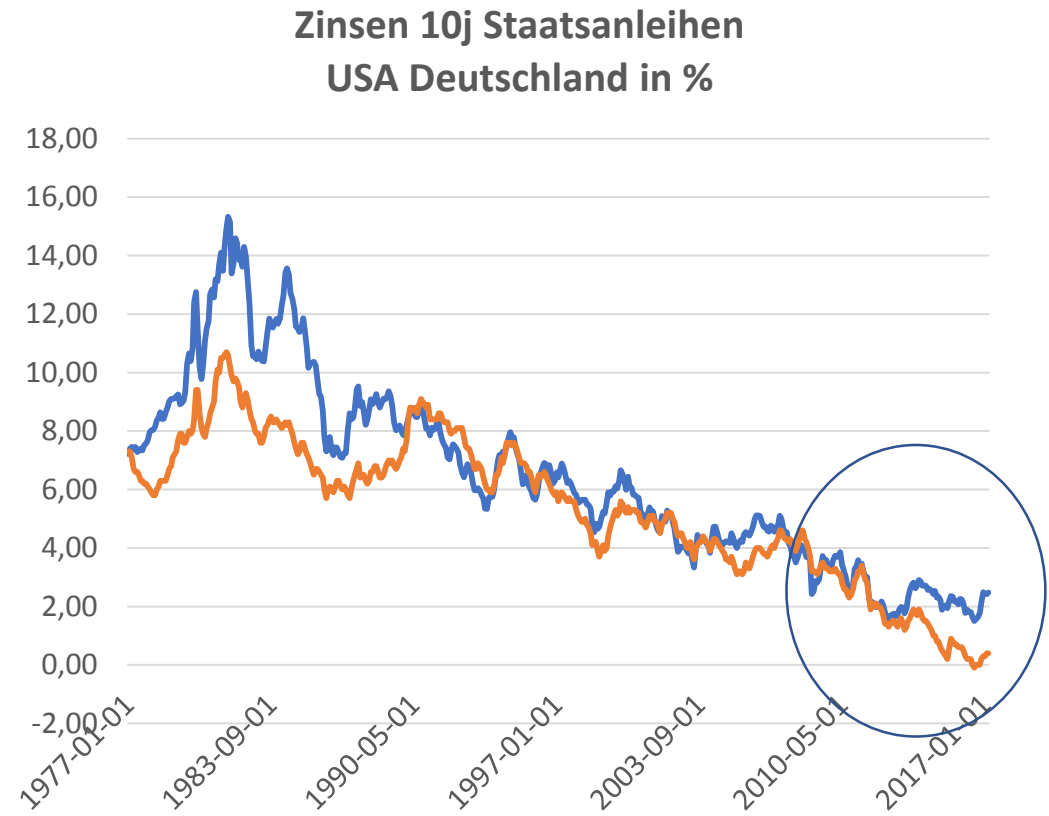
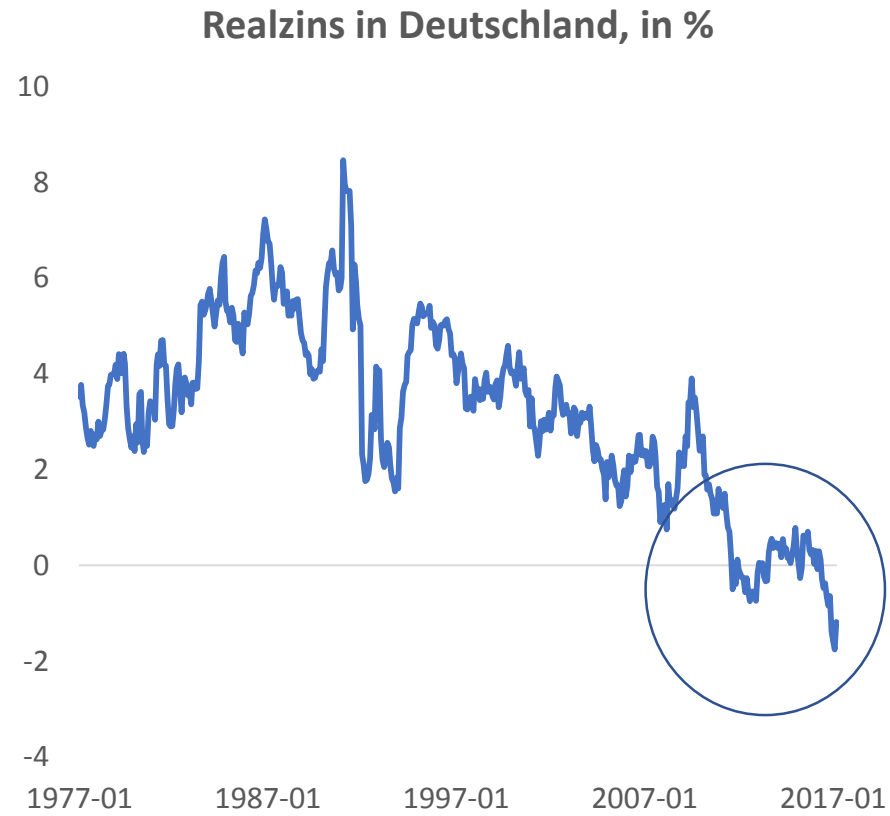
Umlaufrendite 10j öffentlicher Anleihen  
Deutschland, in %



Umlaufrendite 10j öffentlicher  
Anleihen Deutschland, in %



# Die Renditen müssen steigen



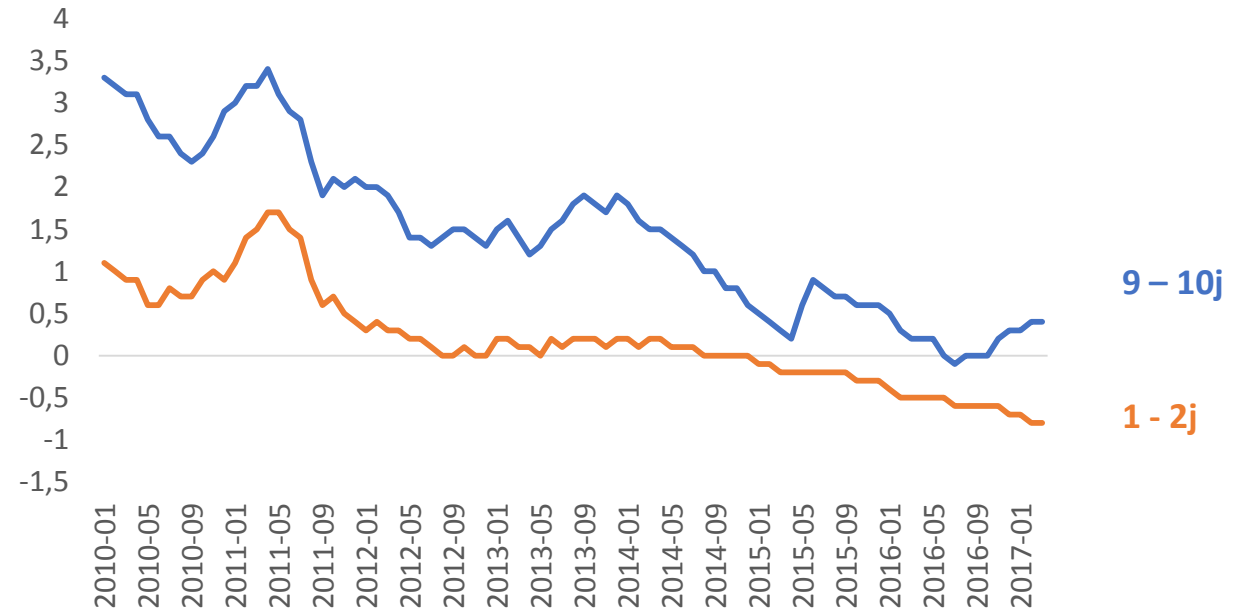
# Wie hoch werden die Zinsen steigen?

- **Modell: Zins gleich nominales BIP-Wachstum (rd. 3 ½%)**
- **Abzgl. Effekt der Wertpapierkäufe (rd. 1 Prozentpunkt)**
- **Zuzgl. US-Zinsen**
- **Abzgl. Niedrige Leitzinsen**
- **Insgesamt etwas über 2%**

# Die Zinsstruktur

- Zu vermuten, dass die Renditen am langen Ende schneller steigen als am kurzen
- Zinsstruktur wird steiler

Rendite von Bundesanleihen mit 9 - 10j und  
1 bis 2jähriger Laufzeit, in %



Quelle Bundesbank

# Was kann schief gehen?

## Zinsen steigen weniger

- Konjunktur bricht ab
- Aktiencrash
- Spannungen in Euroland

## Zinsen steigen stärker

- Konjunktur wächst stärker
- Preisexplosion bei Rohstoffen
- Überhitzung in den USA

# Ergebnis

- **Es gibt zwar Risiken**
- **Sie sind aber auf der sicheren Seite, wenn Sie**
  - sich auf eine restriktivere Geldpolitik einstellen
  - mit steigenden Zinsen am Kapitalmarkt rechnen