



Dr. Daniel Hartmann
Senior Analyst Economics

Der nächste Schock für die Sparer naht

1. Dezember 2015

www.bantleon.com

EZB hebt bisherige Zinsuntergrenze auf

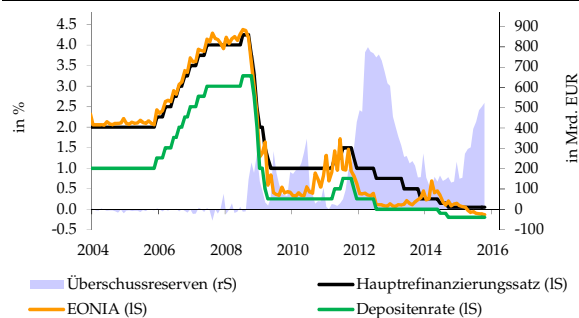
Mit den Leitzinssenkungen der EZB vom September 2014 schien der Tiefpunkt in der Zinspolitik der Eurozone erreicht: Der Hauptfinanzierungssatz wurde damals von +0,15% auf +0,05% und die Depositenrate von -0,10% auf -0,20% reduziert. Gemäss *Mario Draghi* war allein aus »technischen Gründen« eine weitere Absenkung gar nicht mehr möglich. Vor einem Monat vollzog der Notenbankpräsident dann jedoch die Kehrtwende. Plötzlich stellten noch tiefere Leitzinsen durchaus wieder eine Option dar. Andere EZB-Vertreter stiessen postwendend ins gleiche Horn. Kommt es demnach am 3. Dezember zu einem weiteren Schock für die Sparer?

Depositenrate bleibt zentraler Leitzins

Die wichtigste Steuerungsgrösse der EZB war bis 2008 der Hauptfinanzierungssatz – also der Zinssatz, zu dem sich Banken bei der Notenbank (über Offenmarktgeschäfte) Geld ausleihen können. Er fungierte als Boden am Geldmarkt, über dem sich der EONIA und die Euribor-Sätze ansiedelten (vgl. Abb. 1). Dies funktionierte allerdings nur, solange Zentralbankgeld knapp war. Seitdem die Banken über deutlich mehr Liquidität verfügen, als sie zur Erfüllung der Mindestreserve benötigen, hat der Hauptfinanzierungssatz seine zentrale Stellung verloren. Stattdessen bildet der EZB-Einlagensatz (Depositenrate) die Zinsuntergrenze am Geldmarkt. Die Banken versuchen sich am Ende des Tages, ihrer Überschüsse zu entledigen und bieten daher EZB-Geld zu Konditionen leicht über der Depositenrate am Geldmarkt an.

Entstanden sind die Überschussreserven aus einer Notsituation. Als im Zuge der Finanzkrise viele – vor allem südeuropäische – Banken in eine Liquiditätsklemme gerieten, sprang die EZB in die Bresche und stellte sogenannte Langfristender bereit (zunächst 1-jährige, später 3-jährige Kredite). Die Banken machten davon rege Gebrauch. Auf dem Höhepunkt der Krise stiegen die EZB-Kredite auf über 1.200 Mrd. EUR, was zu überschüssigen Liquiditätsreserven in Höhe von knapp 800 Mrd. EUR im Bankensystem führte (vgl. Abb. 1).

Abb. 1: Depositenrate ins Zentrum gerückt



Quellen: EZB, BANTLEON

Als die Eurokrise abebbte, sank jedoch die Nachfrage nach EZB-Krediten. In der Folge schmolzen die Überschussreserven Anfang 2014 auf weniger als 150 Mrd. EUR ab (vgl. Abb. 1). Liquidität war nicht länger knapp, was den Hauptfinanzierungssatz wieder ins Spiel brachte und einer versteckten Leitzinserhöhung gleichkam. Dieser geldpolitischen Restriktion wollte die EZB nicht tatenlos zusehen, weshalb sie im Sommer 2014 eine neue geldpolitische Offensive startete, die in der Lancierung des QE-Programms im Januar 2015 gipfelte. Die Notenbank pumpt nunmehr aktiv jeden Monat zusätzlich 60 Mrd. EUR ins Bankensystem. In diesem Zuge erhöhten sich die Überschussreserven bis Oktober 2015 bereits wieder auf über 500 Mrd. EUR. Ende 2016 werden es mehr als 1.000 Mrd. EUR sein.

Die Depositenrate ist damit schon längst wieder ins Zentrum des Geschehens gerückt. Seitdem sie negativ ist, hat sie sich allerdings von einem Guthabenzins in einen »Strafzins« verwandelt. Der Anreiz, sich überzähligen EZB-Gelds zu entledigen, ist damit noch grösser geworden. Die Banken bieten daher Zentralbankgeld wie sauer Bier am Geldmarkt an. Wer es »abnimmt«, muss nichts bezahlen, sondern bekommt noch eine Prämie von zuletzt rund 0,14% (EONIA-Satz).

Trotz des Aufstiegs der Depositenrate ist die Bedeutung des Hauptfinanzierungssatzes nicht ganz genull gesunken. Nach wie vor spielen EZB-Kredite in Südeuropa eine bedeutende Rolle. Das Gesamtvolumen liegt bei knapp 530 Mrd. EUR. Neben italienischen sind vor allem spanische Banken mit 120 Mrd. EUR weiterhin prominent

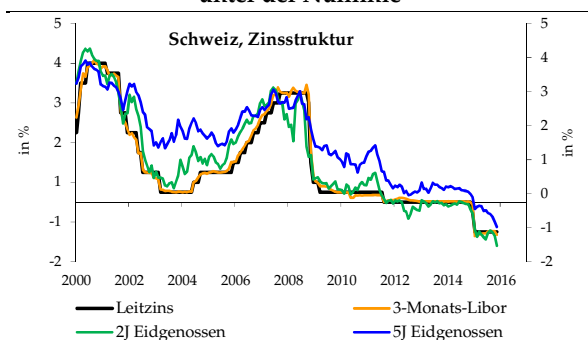
vertreten. Diese Summe entspricht immerhin 5% der Bilanzsumme des spanischen Bankensystems und kommt nahe an das Volumen der emittierten Bankschuldverschreibungen heran. Für Letztere müssen spanische Banken im Übrigen im Durchschnitt mehr als 2,0% bezahlen.

Negativzinsen haben den Praxistest bestanden

Soll die EZB also mit der Depositenrate noch weiter in negatives Terrain vordringen und möglicherweise auch erstmals den Hauptrefinanzierungssatz unter null senken? Negative Leitzinsen sind in Europa inzwischen kein Einzelfall mehr. Die Notenbanken aus Dänemark, Schweden und der Schweiz sind in dieser Hinsicht bereits einen Schritt weiter als die EZB. Hier liegen die zentralen Leitzinssätze inzwischen bei -0,35% (Schweden) bzw. -0,75% (Schweiz und Dänemark). Nicht zuletzt die positiven Erfahrungen in diesen Ländern nahm die EZB zum Anlass, die selbst definierte Zinsuntergrenze von -0,20% wieder in Frage zu stellen.

Alle oben genannten Notenbanken waren zunächst skeptisch, ob die Zinspolitik unter der Nulllinie überhaupt funktioniert. Eine Besorgnis bestand darin, dass es am Geldmarkt zu Verwerfungen kommt und Leitzinssenkungen im negativen Bereich nicht die gleiche Wirkung entfalten wie im positiven Bereich. Diese Bedenken erwiesen sich jedoch als unbegründet. Die Geldmärkte arbeiten weiter wie zuvor. Weder kam es als Folge der negativen Leitzinsen zu einem Einbruch in den Handelsvolumen noch zu höherer Volatilität in den Zinssätzen.

Abb. 2: Zinspolitik funktioniert auch unter der Nulllinie

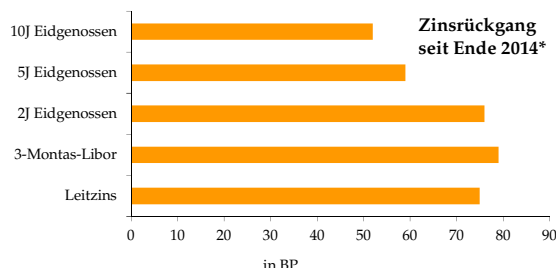


Quellen: SNB, Bloomberg, BANTLEON

Insbesondere hat sich jedoch der Zinsimpuls in der gewünschten Weise fortgepflanzt – und zwar nicht nur an den Geldmärkten, sondern auch an den Kapitalmärkten. Ein eindrückliches Beispiel dafür liefert die Schweiz (vgl. Abb. 2 und 3). Als Folge der Absenkung des Leitzinsniveaus von 0,00% auf -0,75% (im Dezember 2014 bzw. Januar 2015) kam es bis in dem Laufzeitbereich von 10 Jahren zu einer nahezu parallelen Verschiebung der Zins-

strukturkurve nach unten. 2-jährige Eidgenossen lagen z.B. in den Monaten nach der Leitzinssenkung (Februar bis September 2015) ziemlich exakt 75 Bp unter dem Niveau vor der Leitzinssenkung (November 2014).

Abb. 3: Die Schweizer Renditen purzeln

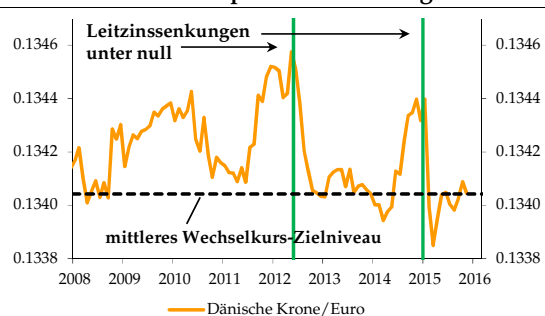


Quellen: SNB, Bloomberg, BANTLEON; *Durchschnittlicher Zins zwischen Februar und September 2015 versus Anfang November 2014

Damit hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) auch ein wesentliches Ziel ihrer Zinspolitik erreicht: Die Anlage in Schweizer Franken wurde unattraktiver. Entsprechend wertete der Schweizer Franken ab (seit Ende Januar 2015 gegenüber dem Euro um ca. 6% und gegenüber dem USD um 11%).

Ähnliche Erfahrungen machte die dänische Zentralbank. Nicht zuletzt unter dem Druck der EZB und der SNB reduzierte sie ihre Depositenrate in mehreren Schritten zwischen 20. Januar und 4. Februar 2015 auf -0,75%. Der Zinsimpuls übertrug sich nahtlos auf die Geld- und Kapitalmärkte (die Renditen 2-jähriger Staatsanleihen sanken auf -1,00%). Damit gelang es ihr, die Aufwertung der Krone zu stoppen und diese zum Mittelwert des Zielbands zurückzuführen (7,46 DKK/EUR bzw. 0,134 EUR/DKK, vgl. Abb. 4).

Abb. 4: Wechselkurspolitik mittels Negativzinsen



Quellen: Danmarks Nationalbank, BANTLEON

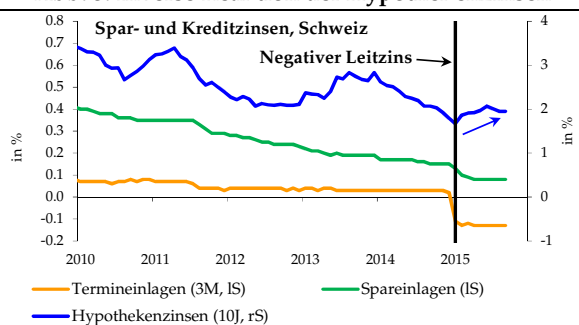
Sparer noch weitgehend verschont

Eine weitere Sorge, die mit Negativzinsen einhergeht, betrifft den Bankensektor. Für die Banken stellen negative Leitzinsen, wie oben erwähnt, einen »Strafzins« dar, der per se die Rentabilität mindert. Die Überwälzung des Strafzinses auf die

Kunden ist problematisch. Schliesslich wird es kaum ein Einleger einsehen, dass er für die Anlage seinen Spargroschen auch noch Geld bezahlen soll.

In der Tat haben sich die Banken in dieser Hinsicht zurückgehalten. Während die Fortpflanzung des Zinsimpulses an den Geld- und Kapitalmärkten gut gelang, fand die Übertragung bei den Kundeneinlagen nur unvollständig statt (vgl. Abb. 5). In der Schweiz und Dänemark wurden lediglich von einigen Grosskunden Negativzinsen verlangt. Das Gros der Sparer blieb verschont, worunter die Zinsmargen der Banken litt.

Abb. 5: Inverse Reaktion der Hypothekenzinsen



Quellen: SNB, BANTLEON

Auch bei den Bankkreditzinsen war die Übertragung nicht perfekt. In der Schweiz kam es sogar zu einem leichten Anstieg der Hypothekenzinsen (vgl. Abb. 5), was die Banken mit den rückläufigen Zinsmargen rechtfertigten. Eine generelle Einschränkung der Kreditvergabe ging jedoch weder in Dänemark noch in der Schweiz mit den Negativzinsen einher.

Wechselwirkung zwischen Leitzinssenkung und QE-Programm

Wenn die EZB über eine weitere Absenkung der Depositenrate entscheidet, wird sie nicht zuletzt die Auswirkung dieser Massnahme auf das Anleihekaufprogramm im Auge behalten. Zumal die Wertpapierkäufe aller Voraussicht nach am 3. Dezember noch ausgeweitet werden.

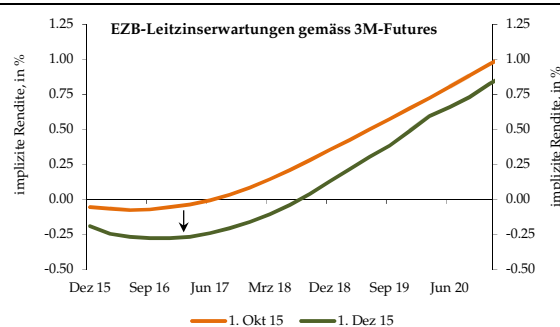
Mario Draghi hat bereits angedeutet, dass tiefere Leitzinsen aus seiner Sicht die Effizienz des Anleihekaufprogramms vergrössern. Der höhere Strafzins setzt die Banken noch stärker unter Druck, überschüssiges Zentralbankgeld zu investieren, statt bei der EZB zu horten. Die Notenbanker würden sich vor allem eine Steigerung der Kreditvergabe wünschen. Aber selbst wenn die Banken das überschüssige Geld »nur« zum Kauf von Wertpapieren verwenden, wäre bereits viel gewonnen. Schliesslich würden dadurch die Vermögenspreise in die Höhe getrieben – eine ganz wesentliche Zielsetzung des QE-Programms.

Darüber hinaus hat die EZB den Märkten bereits mehr oder weniger einen grossen Wurf für den 3. Dezember avisiert. Bleibt die Leitzinssenkung aus, müsste die Aufstockung des Anleihekaufprogramms umso grösser ausfallen, um die Märkte nicht zu enttäuschen. Eine immense Aufblähung des QE-Programms (> 600 Mrd. EUR) dürfte innerhalb des EZB-Rats aber auf einigen Widerstand stossen. Die Absenkung der Depositenrate im Verbund mit einer moderaten Ausweitung der Anleihekäufe könnte daher eine Kompromisslinie darstellen.

Fazit: Eine kleine Zinssenkung besitzt Charme

Fasst man das Pro und Contra zusammen, läuft am 3. Dezember alles auf eine kleine Reduzierung der Depositenrate von -0,20% auf -0,30% hinaus. Eine solche Absenkung würde die Zinsmargen der Banken nur wenig belasten und könnte durch die parallele Absenkung des Hauptrefinanzierungssatzes (auf -0,05%) etwas abgemildert werden. Gleichzeitig würde die Effizienz des Anleihekaufprogramms gestärkt und es ginge ein eindeutig dämpfender Effekt auf die Geld- und Kapitalmarktrenditen sowie den Euro aus. Vieles davon wurde bereits in den vergangenen Wochen vorweggenommen (vgl. Abb. 6).

Abb. 6: Die Märkte rechnen mit einer Leitzinssenkung



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Perspektivisch könnten die jüngsten positiven Erfahrungen mit dem Negativzins eine Renaissance der Leitzinspolitik einläuten. Schon heute ist klar, dass in den nächsten Jahren das Niedrigzinsumfeld erhalten bleibt. Die Notenbanken werden in Abschwungsphasen daher weiterhin mit dem Problem der Nullzinsuntergrenze konfrontiert sein. Sie stehen dann jeweils vor der Frage, welches Instrument zum Einsatz kommen soll, um die Konjunktur zu stimulieren. Im Vergleich zu den QE-Programmen sind Leitzinsanpassungen einfacher verständlich und senden klarere Signale aus. Die bisherige Praxis hat gezeigt, dass die Zinspolitik ohne Weiteres bis in den Bereich von -1,00% eingeführt werden kann.

Rechtlicher Hinweis: Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.