

Ist aufgeschoben aufgehoben?



Für Spender sind es schlechte Nachrichten, freuen dürfen sich die europäischen Finanzministerien und alle sonstigen Schuldner. Seit letzten Donnerstag ist eine Zinswende in Europa, die ursprünglich auf Herbst 2019 vorgesehen war, wieder vom Tisch. Neu liess die Europäische Zentralbank (EZB) verlautbaren, die

Zinsen mindestens bis Ende Jahr unverändert tief zu belassen. Der Leitzins der Eurozone bleibt damit bei null, der Einlagezins für Banken bei minus 0.4%. Es zeichnet sich ab, dass EZB Präsident Mario Draghi, dessen Amtszeit im Oktober dieses Jahres ausläuft, einen geldpolitischen Kurswechsel seinem Nachfolger/ seiner Nachfolgerin überlassen möchte, nachdem er die Märkte jahrelang auf später vertröstet hatte. Aufgeschoben ist im Fall Draghis folglich aufgehoben.

Draghi legte sogar wieder eine Schippe nach, in dem er ein neues Kreditprogramm für Banken ankündigte, das sogenannte TLTRO, Targeted Longer-Term Refinancing Operations. Schon 2014 (TLTRO I) und 2016 (TLTRO II) hatte die EZB ähnliche Notkredite für Banken gesprochen, um den Bankensektor zu stabilisieren. Deren Neuauflage kann man auch als eigentliches Scheitern des geldpolitischen Zauberkurses interpretieren. Die Not im Bankensektor scheint aus Sichtweise der EZB noch immer zu gross, um den Markt endlich mal wieder spielen zu lassen. Aus dem ursprünglichen Ausnahmezustand im Zuge der Finanzkrise ist mittlerweile ein Dauerprovisorium geworden, aus dem die EZB keinen Ausweg zu finden scheint. Vor allem die maroden italienischen Banken, aber längst nicht nur die, haben die EZB wohl zu diesem Schritt bewogen. Aber auch spanische und französische Banken dürften wie schon bei den beiden TLTRO-Erstauflagen wieder kräftig zulangen, wenn es neues günstiges Geld gibt. Ein Ende der Nullzinsära ist mit den jüngsten geldpolitischen Entscheiden in Europa in weitere Ferne gerückt.

Schwarzmauer Draghi

Die Börse hatte das Thema Konjunktur schon letzten Herbst zuoberst auf der Agenda. Die europäische Konjunktur bereitet nun auch den Währungshütern offenbar zunehmend Sorgen. So viel Sorgen, dass sie sich sogar zu einer Anpassung ihrer Forward-Guidance veranlasst sahen. Das ist an sich nicht das Problem. Schwieriger wird es, wenn die pessimistischere Einschätzung der Konjunkturperspektiven durch die EZB negativ auf das Gemüt der Wirtschaft durchschlägt. Die Volkswirte der EZB haben mal eben so die Wachstumsprognose für die Eurozone von 1.7% vom De-

zember (!) auf 1.1% (heute) gesenkt. Bisher redet zwar noch kaum jemand von Rezession. Es herrscht aber ein breiter Konsens, dass sich die Konjunktur zumindest abkühlt. Auf welche Temperatur wird schlussendlich entscheidend dafür sein, ob die EZB überhaupt mal wieder an eine Normalisierung der Geldpolitik denkt. Dazu kommt, dass die Kerninflationsrate in der Eurozone auf deutlich unter 2% angesetzt wird. Mit anderen Worten: Die EZB ist trotz unkonventioneller, „kreativer“ Geldpolitik, oder wohl besser gesagt vermeintlicher Zauberkunst, meilenweit von ihren Zielen entfernt. Doch ein Umdenken scheint nicht Sache. Die gleichen Mittel und Rezepte, nur immer mehr davon, so kämpft die europäische Zentralbank gegen die Destabilisierung des Bankensektors, gegen den Konjunkturabschwung und - wer weiß - vielleicht auch schon bald wieder gegen ein selbst gezüchtetes Deflationsgespenst. Dazu muss sie auch noch den Euro zusammenhalten, ein schier unlösbares Mandat, das die EZB an ihre Grenzen bringt. Schwarzmalen ist drum ein Muss, nebenbei auch eine Stärke Draghis, wohl auch zur Legitimation für seinen ungebrochenen Aktivismus.

Einfältig

Die Amerikaner haben wenigstens eine kleine Zinswende hingekriegt und damit einen gewissen Spielraum geschaffen, falls dunkle Wolken am Konjunkturhorizont auftauchen. Doch sind sie damit unter den grösseren Volkswirtschaften mehr oder weniger allein. Weitere Zinserhöhungen sind in den USA vielleicht aber nicht nur bis auf weiteres ausgesetzt, sondern eventuell völlig vom Tisch. Denn die US-Wirtschaft zeigt ebenso - leichte - Bremsspuren. Ansonsten herrscht aber die grosse Einfältigkeit. Japan machte noch nicht einmal Anstalten, seinen extrem expansiven geldpolitischen Kurs zu ändern. Europa ist vom Ankündigungspfad einer zaghaften geldpolitischen Normalisierung auf den Weg der unverzagten Expansion zurückgeschritten. Und nun soll auch in China die Geldpolitik wieder mal die Konjunktur retten. Am Rande des Volkskongresses in Peking liess der chinesische Notenbankchef Yi Gang am Sonntag durchblicken, dass er die Wirtschaft stützen würde, in dem er etwa die Finanzierungskosten für kleinere Unternehmen senken könnte. Die chinesische Regierung wurde offenbar von den jüngst sehr schlechten Exportzahlen im Februar aufgeschreckt. Die waren förmlich eingebrochen, was in China viele in Zusammenhang mit den Strafzöllen der USA bringen. Aber viel mehr noch dürfte die Delle der chinesischen Exporte auf das sich global abkühlende Wachstum zurückzuführen sein. Und manche unken, dass der moderate Schuldenabbau der Staatsbetriebe und Lokalregierungen das Wachstum zuletzt schmälerte. Das Schattenbankensystem, eine gewichtige Quelle für Kredite an KMU, wurde zuletzt

zudem zurückgebunden und die Verschärfung der Auflagen für Online-Kreditvergabeplattformen hat wohl ebenfalls den Geldfluss gebremst. So gilt auch für China die einfache Erkenntnis: Weniger Schulden, weniger Wachstum. Oder anders ausgedrückt: Wachstum ohne Pump geht auch in China nicht (mehr). Eine globale Einfalt und eine gefährliche dazu – an der Schwelle zum Abschwung.

Martin Neff, Chefökonom Raiffeisen

Wichtige rechtliche Hinweise

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinservat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist.

Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.