

## 15.11.2013 Neuwirth Finance Zins-Kommentar

Die Kurve der Verbraucherpreisentwicklung in Europa läuft in Richtung Deflation. Die EZB hat mit der Senkung des Leitzinses in der vergangenen Woche quasi die drohende Deflationsgefahr bestätigt. Notenbankchef Mario Draghi hat es so formuliert: „Wir erleben einen längeren Zeitraum niedriger Inflation“. Allerdings hat er noch bestritten, dass eine Situation, wie in Japan drohe und orakelte von weiteren geldpolitischen Möglichkeiten. Von der Gefahr einer Deflation könne man schon gar nicht reden. Aber was hätte er auch anderes sagen können, ohne die Märkte zu beunruhigen?

Was das relativ unbekanntes Phänomen Deflation bedeutet und wie die aktuelle Situation im Euroland aussieht, lesen Sie im heutigen Zinskommentar.

### **Markt-Monitoring und Ausblick**

**Kurzfristiger Zins:** Leichte Schwankungen um einen sehr niedrigen Euribor im mittelfristigen Seitwärtstrend ist nach wie vor die richtige Bezeichnung für die aktuelle leichte Schwächung des Interbankenzinses. Im 3-Monats-Bereich fiel dieser in den vergangenen 2 Wochen von 0,228 auf 0,218 % nur marginal. Auch im Hinblick auf die jüngste Leitzinssenkung auf 0,25% bleibt eine Zinswende nach oben weiterhin außer Sichtweite. Darum: Zinsbindungen von Immobilienfinanzierungen möglichst kurz halten (max. 6 Monate), den Zinsvorteil zu den Langfrstkonditionen für Tilgung, Kauf von Investmentfonds mit exzellentem Track Record oder neuen Investitionen verwenden – besser kann man Bonitäts- und Vermögensaufbau nicht betreiben! Solange der Realzins noch negativ ist, um so mehr.

**Langfristiger Zins:** Nach der deutlichen abwärtsgerichteten Korrektur in der letzten Zinskommentar-Periode ist der 10jährige SWAP-Satz innerhalb der vergangenen Zweiwochenfrist wieder leicht von 2,000% auf 2,07% geklettert. Auch die zehnjährigen öffentlichen Pfandbriefsätze sind in den vergangenen 14 Tagen wieder leicht um knapp 2 Basispunkte gestiegen und stehen nun bei 2,188%.

### **Zins-Kommentar:**

#### **Japanisierung der Eurozone oder Déjà-vu nach 80 Jahren?**

Im Hinblick auf die Preisstabilität hat die Europäische Zentralbank in der vergangenen Woche den Leitzins auf ein historisches Tief von 0,25% abgesenkt. Was den wirtschaftsstärkeren Kernländern, allen voran Deutschland, mit Blick auf die Vermögensentwicklung der Bevölkerung ein Dorn im Auge ist, kann die Peripheriestaaten nicht wirklich zufriedenstellen. Die folgende Grafik von Morgan Stanley zeigt, wie unterschiedlich sich die Inflation in der Eurozone entwickelt.

Exhibit S1

**Inflation Is Lower in the Periphery\* Than the Core\*\*  
But Both Have Fallen**

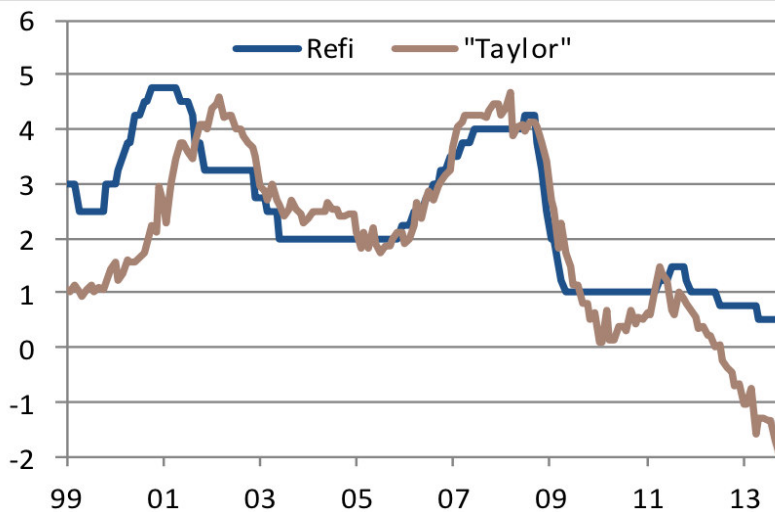


\*Italy, Spain, Greece, Portugal and Ireland, using HICP index weights  
 \*\*Germany, France, Netherlands, Belgium, Finland and Austria, using HICP weights  
 Source: Morgan Stanley Research

Das ist das Dilemma, vor dem die Notenbankler stehen: Sie müssen Maßnahmen ergreifen, die möglichst für alle passen. Dass dies ein Spiel mit Kompromissen bedeutet, liegt auf der Hand!

Andererseits scheint selbst der historisch tiefe Leitzinssatz noch viel zu hoch zu sein! Unter Ökonomen und Notenbankern gibt es für die Berechnung des angemessenen Leitzinses eine Formel: Die sogenannte Taylor-Regel. Diese zeigt, wie die Zinsentscheidung der Notenbank sein müsste, damit die Geldpolitik in Abhängigkeit von der herrschenden Situation einer Volkswirtschaft wieder zu einem konjunkturellen Ausgleich führt. Demnach müsste der aktuelle Leitzins bei -2% liegen, wie die Société Générale berechnet hat. Die Schlussfolgerung des SG-Analysten Kit Juckes lautet dementsprechend, eine Leitzinssenkung der EZB um 0,25 Prozent sei kein «Game Changer». So trägt die folgende Grafik der SG auch im Hinblick auf die aktuelle Zinsentscheidung der EZB den Titel „Heftpflaster auf eine Schrotflinten-Wunde“.

**Refi and the Taylor Rule. Band-Aid on a gunshot wound**

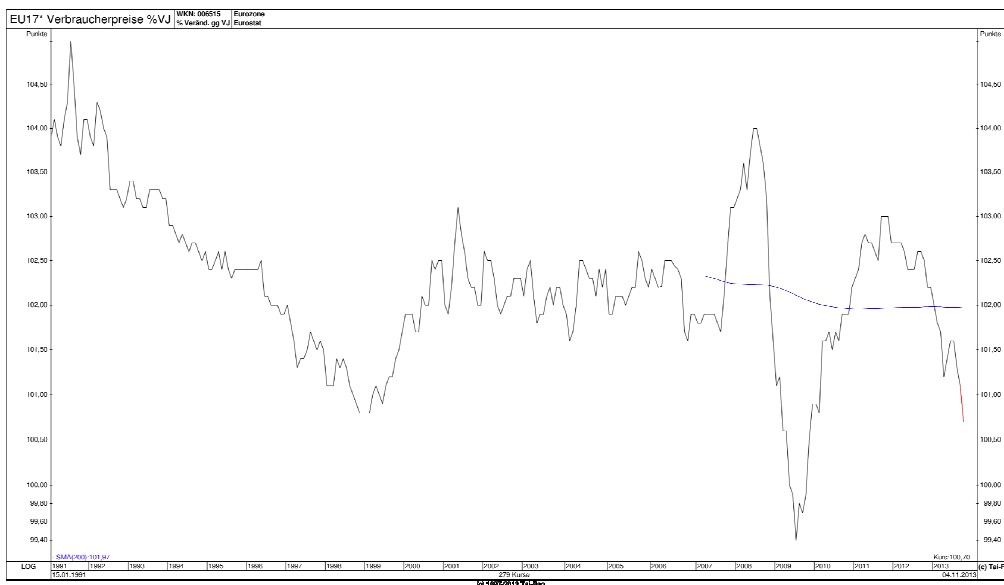


Die derzeit geringe Inflation von durchschnittlich 0,7% scheint auf den ersten Blick positiv zu sein. Die Kaufkraft schwindet nicht so schnell und Werte bleiben länger erhalten.

Insbesondere bei einem derart raschen Abfall, wie derzeit und aufgrund der dazu führenden Ursachen ist sie es aber beileibe nicht. Denn damit ist die dramatisch abschmelzende Teuerung ein alarmierendes Symptom der anhaltenden Wirtschaftskrise.

In den wirtschaftsschwächeren Ländern Südeuropas geht die Inflation am schnellsten zurück. Das bringt zusätzlich einen weiteren belastenden Aspekt: Steigende Realzinsen, die Investitionen und, weil dadurch auch die Last der hohen privaten und öffentlichen Verschuldung weiter zunimmt, auch alle anderen Ausgaben hemmen.

Von einer Deflation kann man zumindest in der Eurozone insgesamt noch nicht sprechen. Aber die Inflation fällt bereits seit einiger Zeit sehr stark und nähert sich der Deflation bedenklich, wie der folgende Chart von Neuwirth Finance zeigt. Die Statistik verdeutlicht, dass die Trendumkehr bereits erreicht ist.



Die Entwicklung in der Eurozone und das seit den 1990er Jahren in Japan herrschende konjunkturelle Desaster zeige «alarmierende» Parallelen, so die Meinung von Ökonomen bei Morgan Stanley. Japan leidet seit fast zwei Jahrzehnten unter einer heftigen Rezession und Deflation, einem für das Land außergewöhnlich schwachen Wachstum und einer hohen Arbeitslosigkeit, obwohl die japanische Notenbank die Leitzinsen seit Langem nahe der Null-Prozent-Marke belässt.

Selbst wenn der Vergleich mit Japan hinkt, deutliche Parallelen zu einer anderen Deflationsphase gibt es dennoch: Zu der in den USA und in der Folge auch in Deutschland am Anfang der 1930er Jahre! Beginnend mit dem „schwarzen Freitag“ erlebte die Welt vor 80 Jahren die schwerste Wirtschaftskrise des 20. Jahrhunderts.

Parallelen dazu gibt es viele, wie der „SPIEGEL“ bereits 2009 in einem sehr lesenswerten Artikel schrieb: [Das Fanal von 1929](#)

Das alles zeigt, wie viel schwieriger es ist, eine Deflation zu bekämpfen, als eine Inflation. Tiefer als 0% kann der Leitzins ja nicht sinken!

[ralf.haase@neuwirth.de](mailto:ralf.haase@neuwirth.de)

Wünschen Sie weitere Informationen, freut sich unsere Mitarbeiterin Frau Frech auf Ihren Anruf unter Tel. +49 (8151) 555 098 – 12 oder Ihre Nachricht an [info@neuwirth.de](mailto:info@neuwirth.de).

#### Haftungsausschluss:

Die Informationen und Prognose zur aktuellen Zinsentwicklung dienen lediglich der aktuellen Information. Sie stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Produkten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Strategie in irgendeiner Rechtsordnung dar und basieren auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen im Erstellungszeitpunkt. Diese Prognose wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzung, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Empfängers erstellt. Die Neuwirth GmbH lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieser Informationen ab. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Obwohl wir die von uns beanspruchten Quellen als verlässlich einschätzen, übernehmen wir für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier wiedergegebenen Informationen keine Haftung. Insbesondere behalten wir uns einen Irrtum in Bezug auf Kurse und andere Zahlenangaben ausdrücklich vor.