

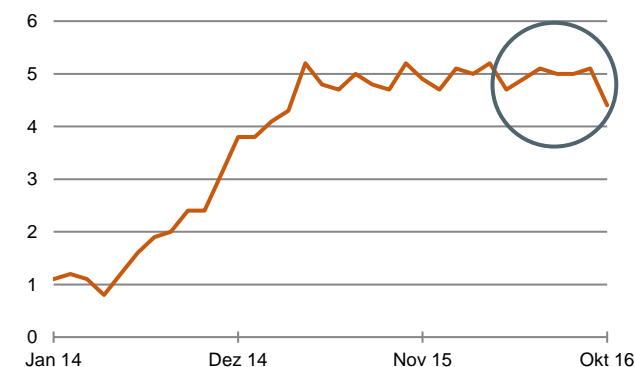
- Obwohl die Geldpolitik nach wie vor extrem expansiv ist, hat sich das Wachstum der Geldmenge im Euroraum im Oktober deutlich verlangsamt.
- Das deutet darauf hin, dass die Wirtschaft gegenüber der monetären Lockerung zunehmend abstumpft.
- Es ist ein weiteres Argument, dass die EZB ihre Politik überdenken muss und dass die Zinsen steigen.

Die Geldmengenzahlen, die die Europäische Zentralbank jeden Monat bekannt gibt, sind an den Märkten nicht gerade der große Aufreger. Niemand versteht sie so richtig. Viele haben den Eindruck, dass sie nichts versäumen, wenn sie sich die Daten nicht näher anschauen. In der letzten Woche wurde jedoch etwas veröffentlicht, was es in sich hatte. Die Wachstumsrate der Geldmenge M3 hat sich innerhalb eines Monats von 5,1 % auf 4,4 % verlangsamt. So ein großer Rückgang ist ungewöhnlich. Dies umso mehr als sich bei der Politik der EZB in dieser Zeit nichts verändert hat. Deutet sich hier Ungemach an?

Zunächst zur Erläuterung. Die Geldmenge M3 ist das Geld, das die Menschen entweder als Bargeld, Sichteinlagen, Festgelder oder in marktfähigen Finanzinstrumenten mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren halten. Sie zeigt, was die Verbraucher und die Unternehmen in der "Kasse" haben und was sie jederzeit ausgeben können. Diese Geldmenge ist in den letzten Jahren durchschnittlich um rund 5 % pro Jahr gewachsen. Das ist in einer Volkswirtschaft, die nominal um 4 % expandiert, normal. Es ist offenbar genug Geld vorhanden, um alle Ausgaben zu tätigen. Es gibt aber auch nicht zu viel Geld, was inflationäre Gefahren hervorrufen könnte. Alles war in Ordnung.

GELDMENGENWACHSTUM GEHT ZURÜCK

Geldmenge M3 im Euroraum in % yoy



Quelle: EZB

Nun kam der starke Rückgang der Wachstumsrate im Oktober (siehe Grafik). Er kann natürlich ein einmaliger Ausreißer sein. Dann muss man sich nicht weiter darum kümmern. Ich vermute aber, dass mehr dahintersteckt. Deshalb muss man es ernst nehmen. Wenn das Wachstum der Geldmen-

ge zurückgeht, ist das häufig ein Zeichen, dass in der Wirtschaft nicht alles glatt läuft.

»Bis jetzt war diese Kritik mehr oder weniger nur ein ungutes Gefühl. Nun zeigt sie sich erstmals auch in harten Zahlen.«

Das scheint hier in der Tat der Fall zu sein. Zunächst muss man bedenken, dass nicht nur die Wachstumsrate von M3 zurückgegangen ist, sondern auch der absolute Betrag. Die Geldmenge ist geschrumpft. Die Menschen hatten im Oktober also weniger Geld zur Verfügung. Das hängt natürlich mit den zum Teil negativen Zinsen zusammen. Wenn das einmalig ist und sich die Beträge in Grenzen halten (wie das derzeit noch der Fall ist), dann ist es kein Beinbruch. Wenn es jedoch länger anhält, Unternehmen und private Haushalte also immer weniger bereit sind, Geld auf Bankkonten zu halten, dann haben wir ein Problem. Dann wird das Geldsystem ausgehöhlt. Danach sieht es jetzt aus.

Betroffen von dem Rückgang sind vor allem die kürzerfristigen Bestandteile von M3. Das ist für die Finanzmärkte von spezieller Relevanz. Denn diese Teile sind ein guter Vorlaufindikator für die Aktienmärkte. Immer wenn sie in der Vergangenheit stark wuchsen, haben sich auch die Aktien gut entwickelt. Wenn sie jetzt nicht mehr so stark zunehmen, ist das ein Warnzeichen. Immerhin hat sich ihre Wachstumsrate der ganz kurzfristigen Gelder in den letzten zwölf Monaten von 12 % auf 8 % verringert.

Wohin kann das Geld gehen, wenn es im Inland vernichtet wird? Was sich anbietet, ist das Ausland. In der Tat ist derzeit eine verstärkte Abwanderung von Geldmitteln in Drittländer zu beobachten. Investoren aus der Währungsunion kaufen weniger auf Euro lautende Papiere und erwerben stattdessen höherverzinsliche Titel aus anderen Währungsräumen. In die gleiche Richtung wirkt, wenn die EZB im Rahmen ihres Ankaufsprogramms in Drittländern Anleihen kauft und die Verkäufer dieser Papiere das Geld nicht wieder im Euroraum anlegen. Auch dadurch wird Geld im Euroraum vernichtet. Auch das ist nichts Neues. Aber offenbar nimmt diese Tendenz zu, je länger es Nullzinsen gibt.

Die EZB weiß das natürlich und hat es bei ihrer Politik einkalkuliert. Aber sie hofft, dass durch die niedrigen Zinsen

Geldpolitik: Die Revolution frisst ihre Kinder

7. Dezember 2016

die Kreditgewährung angekurbelt wird und dadurch neues Geld geschaffen wird, das das alte ersetzt. Das ist aber offenbar nicht in dem erwünschten Maße der Fall. Im Oktober erhöhten sich die Ausleihungen an private Haushalte gerade mal um 1,8 % gegen Vorjahr, die an Unternehmen um 2,1 %. Die niedrigen Zinsen locken Investoren offenbar auch in der Realwirtschaft nicht hinter dem Ofen hervor. Zudem ist die Bereitschaft der Banken zur Kreditgewährung in diesem Zinsumfeld begrenzt.

Meine Schlussfolgerung: Wir alle wissen, dass die drastische Zinssenkung und die Expansion der Liquidität durch die Wertpapierkäufe durch die EZB notwendig waren. Sie haben die Wirtschaft lange Zeit gestützt. In jedem Fall wurde Schlimmeres verhütet. In letzter Zeit dreht sich jedoch die Stimmung. Mehr und mehr kommt der Eindruck auf, dass die Wirtschaft gegenüber den monetären Impulsen abstumpft und dass die negativen Wirkungen der Nullzinsen und der hohen Liquidität größer werden.

Bis jetzt war diese Kritik mehr oder weniger nur ein ungutes Gefühl. Nun zeigt sie sich erstmals auch in harten Zahlen. Damit kann man sie nicht mehr wegdiskutieren. Wenn das anhält, wird die ultralockere Geldpolitik kontraproduktiv. Sie hilft der Wirtschaft nicht, sondern schadet ihr eher. Sie vernichtet Geld. Um es etwas flapsig auszudrücken: Die Revolution frisst ihre Kinder.

Für den Anleger

Der Rückgang der Geldmenge M3 ist ein Warnzeichen. Er führt zu einer weiteren Erosion des Geldsystems. Das kann die EZB nicht zulassen. Sie wird daher entweder zusätzliche Instrumente einsetzen. Oder sie wird (was ich für vernünftiger hielte) das Konzept der Niedrigzinspolitik und der Wertpapierkäufe ganz überdenken. Das wird – zusammen mit der höheren Preissteigerung und den Veränderungen in den USA – bedeuten, dass die Zinsen steigen. Am Aktienmarkt würden höhere Zinsen bremsen. Andererseits wäre ein Ende der Nullzinszeit eine Rückkehr zur Normalität und damit auch etwas Positives.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.