

- Die Verringerung der monatlichen Wertpapierkäufe der EZB von EUR 80 auf 60 Mrd. hat sich am Markt bisher noch nicht ausgewirkt.
- Das hängt vor allem damit zusammen, dass die EZB derzeit keine Erhöhung der Zinsen wünscht.
- Rein rechnerisch müssten sich die Renditen aufgrund der geringeren Wertpapierkäufe um rund 25 Basispunkte erhöhen.

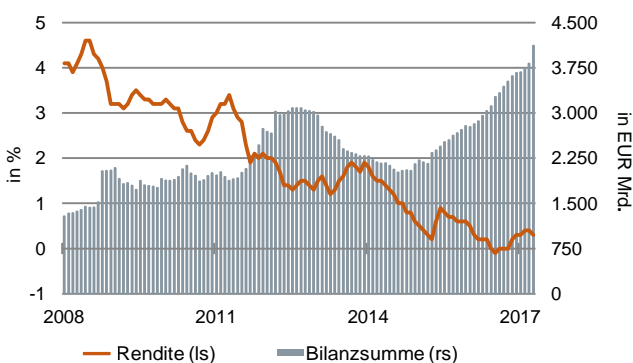
Im April hat die Europäische Zentralbank für EUR 20 Mrd. weniger Wertpapiere an den Finanzmärkten erworben als bisher. Der Gesamtbetrag ihrer Käufe von Staats- und Unternehmensanleihen reduzierte sich von EUR 80 auf 60 Mrd. Das ist – auch wenn die Märkte natürlich sehr groß sind – ein ganz erheblicher Betrag, der auf der Käuferseite von Wertpapieren fehlte.

Haben Sie an den Kapitalmärkten etwas von dieser Reduzierung gemerkt? An der Entwicklung der Zinsen war jedenfalls nichts zu sehen. Die Rendite 10-jähriger öffentlicher Anleihen in Deutschland ist Anfang April noch einmal kräftig gesunken. Sie ist dann zwar wieder gestiegen aber sie liegt inzwischen gerade mal sieben Basispunkte über dem Ausgangsniveau. Die Bewegungen waren ähnlich wie in den Vormonaten, also Business as Usual.

Wenn sich die Verringerung der Wertpapierkäufe an den Märkten nicht größer ausgewirkt hat, wirft das Fragen auf. Kann die EZB mit ihren Käufen überhaupt die Zinsen beeinflussen? Ich glaube solche Bedenken sind nicht gerechtfertigt.

### HELFEN DIE WERTPAPIERKÄUFE DER EZB?

Umlaufrendite 10-jährige Bundesanleihen und Bilanzsumme der EZB



Quelle: Bundesbank

Schauen Sie sich die Grafik an. Sie zeigt die Zinsentwicklung seit der Finanzkrise im Vergleich mit den Wertpapierkäufen der EZB (gemessen an der Bilanzsumme der EZB). Der Befund ist eindeutig. Zwischen beiden Größen besteht ein enger Zusammenhang. Immer dann, wenn die EZB an den Märkten aktiv war und ihre Bilanzsumme ausweitete,

gingen die Zinsen zurück. Das war bei allen Wertpapierkaufprogrammen der Fall, die die EZB seit der Finanzkrise aufgelegt hat.

»Rein rechnerisch müssten sich die Renditen aufgrund der geringeren Wertpapierkäufe um rund 25 Basispunkte erhöhen.«

Wenn umgekehrt die Wertpapierkäufe verringert wurden, wie zwischen 2012 und 2014, kam der Zinsrückgang zum Stillstand beziehungsweise die Zinsen haben sich erhöht. Das war nicht immer auf den Tag genau so und es gab auch Schwankungen. Aber der Trend ist eindeutig. Die Korrelation zwischen den beiden Größen ist hoch (0,79).

Das ist nicht nur in Europa zu beobachten. Es zeigt sich in gleicher Weise in den USA, wo das "Quantitative Easing" in noch stärkerem Maße praktiziert wurde. Die Amerikaner haben die Käufe von Wertpapieren schon 2015 beendet. Das führte per Saldo zu höheren Zinsen. Jetzt sind die USA schon weiter als Europa. Sie diskutieren bereits über Verkäufe von Wertpapieren. Das wird die Zinsen am Markt weiter nach oben treiben.

Wenn das aber so ist: Warum wirkt sich die Verringerung der Wertpapierkäufe seit Anfang April nicht auf die Märkte aus? Zunächst einmal liegt es daran, dass die Käufe der Zentralbank natürlich nicht der einzige Faktor sind, der die Zinsentwicklung beeinflusst. Der April war ein besonders lebhafter Monat, in dem die Aufmerksamkeit der Investoren von vielen Dingen in Anspruch genommen wurde. Die Inflation ging wieder nach oben mit entsprechenden Veränderungen bei den Inflationserwartungen. Es gab die Unsicherheit über den Ausgang der französischen Wahlen, die zu erheblichen Kapitalbewegungen führten. Die Konjunktur war günstig und führte zu reger Emissionstätigkeit. In den USA sind die Zinsen nach oben gegangen. Es ist verständlich, dass in einem solchen Umfeld die Aktionen der EZB nicht die Wirkung erlangten, die sie unter normalen Umständen gehabt hätten.

## Trügerische Ruhe am Bondmarkt

17. Mai 2017

Wichtiger war aber noch etwas Anderes: Die EZB wollte nämlich gar nicht, dass die Märkte auf die Verringerung der Wertpapierkäufe mit Zinserhöhungen reagieren. Sie hat immer wieder betont, dass die Rückführung von EUR 80 auf 60 Mrd. in keiner Weise als Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik interpretiert werden darf. Dafür sei es noch viel zu früh. Die EZB hat auch an ihrer "Forward Guidance", dass die Zinsen auf absehbare Zeit niedrig bleiben, nichts geändert. In einem solchen Umfeld wäre es erstaunlich, wenn die Märkte auf die Verringerung der Wertpapierkäufe mit einer Zinserhöhung reagieren würden.

Hier zeigt sich ein allgemeines Phänomen. Die Worte und die Absichten einer Zentralbank sind für die Märkte außerordentlich wichtig. Sie hören genau hin, was die Zentralbank sagt und handeln dementsprechend. Das gilt allerdings nur kurzfristig. Am Ende setzen sich doch die Fakten durch. Das hat sich auch in den USA immer wieder gezeigt. Die Wirkung des Taperings auf die Zinsen war in der Zeit am größten, als es angekündigt wurde. Das war das sogenannte "Taper Tantrum", ein Phänomen, das die EZB unbedingt vermeiden möchte.

Das heißt: Wir sollten nicht zu ungeduldig sein. Die Renditen werden auf die Verringerung der Wertpapierkäufe der

EZB doch noch reagieren. Der Gesamteffekt der bisherigen Käufe auf die Zinsen betrug rund ein Prozentpunkt. Wenn sie jetzt von EUR 80 auf 60 Mrd. verringert werden, dann bedeutet das eine Abnahme um ein Viertel. Das müsste sich rein rechnerisch in einer Erhöhung der Zinsen um grosso modo 25 Basispunkte niederschlagen. Das passiert natürlich nicht von heute auf morgen.

## Für den Anleger

Anleger in festverzinslichen Wertpapieren tun gut daran, sich allein aufgrund des EZB-Effekts auf eine Zinserhöhung in einer solchen Größenordnung einzustellen. Dazu kommen dann noch die Auswirkungen der guten Konjunktur, eventuell steigender Inflation und möglicherweise negativer Effekte aus den USA. Im Übrigen beeinflusst die Verringerung der Wertpapierkäufe natürlich nicht nur die Zinsen, sondern auch andere Asset-Klassen. An den Devisenmärkten hat sich der Euro gegenüber dem US-Dollar bereits leicht aufgewertet. An den Aktienmärkten gibt es Gegenwind, wenn die Unternehmen höhere Zinsen zahlen müssen.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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 Werbemittelung 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 Investmententscheidung 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](http://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.