

Der Schwachpunkt beim letzten Bond-Crash

5. Juli 2017

- Der Bond-Crash der vorigen Woche war nach den "bullishen" Äußerungen des EZB-Präsidenten Draghi verständlich.
- Er hat aber eine "Schwachstelle": Die Inflation geht nicht nach oben. Das wird verhindern, dass er sich stärker ausweitet.
- Vier Gründe, weshalb die EZB die Geldpolitik auch dann normalisieren wird, wenn die Geldentwertung niedriger bleiben sollte.

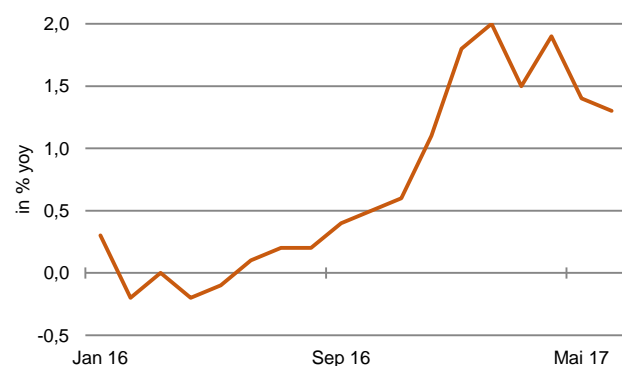
Bei ihrer letzten Sitzung vor drei Wochen passierte der amerikanischen Federal Reserve ein Missgeschick. Genau an dem Mittwoch, an dem sie eine Zinserhöhung um 0,25 Prozentpunkte beschließen wollte (und die Märkte auch darauf vorbereitet hatte), wurde bekannt, dass die Inflation zuletzt von 2,2 % auf 1,9 % gefallen war. Das passte so gar nicht zusammen. Wie kann man die Zinsen anheben, wenn die Inflation zurückgeht?

Sicher hat der eine oder andere Gouverneur in der Sitzung noch überlegt, ob er unter den geänderten Umständen der Zinserhöhung noch zustimmen könne. Die Zweifel wurden dann aber verworfen. In der Öffentlichkeit wäre es nicht gut angekommen, wenn die Fed so kurzfristig wegen einer einzigen Zahl ihre Meinung geändert hätte. Ich vermute aber, dass mancher in dem Gremium bei der Entscheidung Bauchgrimmen hatte.

Die Inflation ist nun einmal die wichtigste Variable für die Notenbank. Steigt sie, muss die Notenbank restriktiver werden, geht sie zurück, muss sie ihre Politik lockern. In Europa gilt das uneingeschränkt. In den USA muss die Notenbank daneben auch noch für einen ordentlichen Beschäftigungsstand sorgen.

HÖHEPUNKT BEREITS HINTER UNS?

Inflation im Euroraum



Quelle: EZB

Jetzt könnte sich das, was die Federal Reserve gerade hinter sich hat, in Europa wiederholen. Alle Welt drängt die EZB, angesichts der guten Konjunktur und der Gefahr einer Überhitzung, den Kurs der Geldpolitik zu korrigieren. EZB-Präsident Draghi hat sich in der vorigen Woche selbst in

diesem Sinne geäußert. Das hat an den Märkten einen Bond-Crash ausgelöst. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen hat sich von 0,22 % auf knapp 0,50 % mehr als verdoppelt.

Kurz nach Draghis Rede kam dann heraus, dass die Inflationsrate im Juni von 1,4 % auf 1,3 % gefallen ist. Muss die EZB jetzt zurückrudern? War der Bond-Crash ein Fehlalarm?

»Wegen der niedrigen Inflation wird es aber kein Maxi-, sondern allenfalls ein Mini-Crash.«

Nein, weder das eine noch das andere. Vier Gründe dafür: **Erstens** sollte die Zentralbank nicht wie das Kaninchen auf die Schlange auf jede Zuckung bei den Statistiken schauen. Sie muss nicht in jedem Monat für eine zielgerechte Inflation sorgen, sondern nur mittelfristig.

Zweitens: Alles spricht dafür, dass sich die Inflation auf Dauer erhöhen wird. Die Konjunktur ist gut. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit wird zu höheren Lohnsteigerungen führen. Die Energiepreise werden sich bei einem globalen Anstieg der Nachfrage erhöhen. In der Währungsunion wird sich die Lage auch bei den Ländern verbessern, die jetzt noch in großen Schwierigkeiten sind. Das Ganze kann länger dauern als es die – oft etwas ungedulden – Volkswirte glauben, es wird aber am Ende so kommen.

Drittens: Selbst, wenn der unwahrscheinliche Fall eintritt, dass die Inflation nicht nach oben geht, sondern vielleicht wegen sinkender Rohstoffpreise niedrig bleibt, kann (und sollte) die EZB einen weniger expansiven Kurs fahren. Es wird nämlich viel zu oft übersehen, dass die derzeitigen Null- und Negativzinsen und die Überflutung der Märkte mit Liquidität schon lange keine positiven Wirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung mehr entfalten. Sie erschweren die Altersvorsorge in einer demografisch prekären Situation. Sie führen zu Blasen an den Aktien-, Renten- und Immobilienmärkten. Sie gefährden die Finanzstabilität, weil sie die Margen von Banken und Versicherungen immer mehr drücken. Die Kredite der Banken an den Privatsektor steigen

Der Schwachpunkt beim letzten Bond-Crash

5. Juli 2017

derzeit im Euroraum trotz der guten Konjunktur nur um 3 %. Das ist im Hinblick auf die Investitionserfordernisse viel zu wenig.

Der Ökonom Markus Brunnermeier hat vor kurzem in einer interessanten Studie ("The reversal interest rate: The effective lower bound of monetary policy") gezeigt, dass sich diese negativen Effekte verstärken je länger die ultralockere Geldpolitik anhält. Das ist vielleicht ein Grund für die anhaltende Malaise in Japan. Das Land hat viel zu lange an der expansiven Geldpolitik festgehalten. Es hat damit seine Probleme nicht gelöst, sondern im Gegenteil noch verschärft. Ein solches Schicksal sollten die Europäer in jedem Fall vermeiden.

Viertens schließlich muss sich die EZB auch auf den Fall vorbereiten, in dem die Konjunktur nicht mehr so gut läuft und sie dann gegen eine Abschwächung ankämpfen muss. Dafür braucht sie Reserven für eine expansivere Geldpolitik (das heißt Zinsen, die sie senken, und Liquidität, die sie ausweiten kann). Die hat sie derzeit nicht.

Die Schlussfolgerungen: Zum einen wird die Zentralbank an dem Kurs, die Geldpolitik zu normalisieren, festhalten, auch wenn die Inflation nicht oder noch nicht an die Grenze von 2 % kommt. Die EZB handelt sich dadurch in manchen Ländern (nicht in Deutschland) sicher Kritik ein.

Zum anderen beruht der Crash an den Bondmärkten in den letzten Tagen nicht auf einem Fake. Die Geldpolitik ändert sich wirklich. Wegen der niedrigen Inflation wird es aber kein Maxi-, sondern allenfalls ein Mini-Crash. Er beschleunigt sich – wenn nicht noch etwas Unvorhergesehenes dazu kommt – nicht von selbst, wie man das sonst häufig beobachtet. Dazu geht die EZB zu vorsichtig vor und dazu ist auch die Konjunktur zu gut.

Für den Anleger

Manche sehen in den Ereignissen der letzten Woche ein Wetterleuchten. Sie fürchten das Ende der acht Jahre dauernden "Party" auf den Aktien- und Rentenmärkten. Ich halte diese Sorge nicht für gerechtfertigt. Sicher wird es im zweiten Halbjahr mehr Unsicherheit geben. Die Kurse werden sich nicht so schön entwickeln wie in den ersten sechs Monaten. Andererseits ist ein langsamer und geordneter Abschied von der ultralockeren Geldpolitik nichts Schlechtes. Es ist ein Schritt in eine bessere, weil solidere Welt.

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 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 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.