

Die drei "Ps" des Herrn Draghi

26. Juli 2017

- Aus heutiger Perspektive macht die Strategie der Europäischen Zentralbank Sinn, die Wertpapierkäufe nicht zu schnell auslaufen zu lassen.
- Auf längere Sicht ist es aber problematisch: Die geldpolitische Normalisierung würde, wie es jetzt aussieht, wenigstens bis zum Jahr 2024 dauern. Das ist zu lange.
- Richten Sie sich darauf ein, dass die Geldpolitik in Zukunft einen Zahn zulegen muss. Dann wird es früher oder später zu Irritationen an den Märkten kommen.

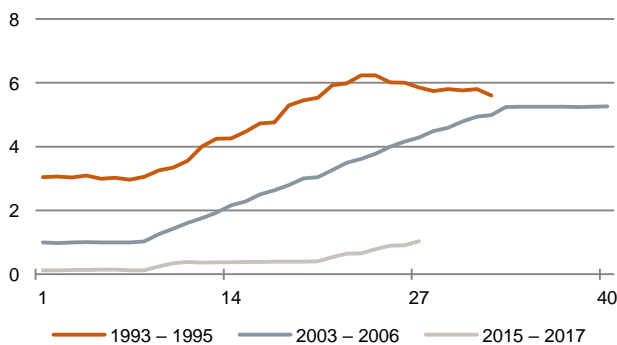
Die drei "Ps" von Mario Draghi könnten in die Geschichte eingehen. Es sind die Eigenschaften **P**ersistence, **P**rudence und **P**atience (Beharrlichkeit, Vorsicht und Geduld). Die Europäische Zentralbank nannte sie als die Maximen, an denen sie sich beim Exit aus der ultralockeren Geldpolitik orientieren will. Sie will ihre Ziele beharrlich verfolgen, sie will dabei vorsichtig vorgehen und sie will geduldig sein. Das ist Notenbank-Philosophie "at its best". Lieber etwas mehr Zeit nehmen, als die Volkswirtschaft unnötigen Risiken aussetzen.

Es gibt derzeit vor allem in Deutschland eine heftige Diskussion über die Politik der EZB. Aus aktueller Sicht halte ich Draghis Kurs für richtig. Es macht keinen Sinn, die Märkte jetzt unnötig zu beunruhigen. Aber längerfristig? Hier möchte ich Zweifel anmelden. Es könnte sein, dass sich die Ruhe, die die EZB derzeit in die Märkte bringen will, auf lange Sicht als Fehler erweist.

Ich habe mir dazu einmal vergleichbare Phasen geldpolitischer Normalisierung in früheren Zeiten angeschaut. Da es in Europa noch nicht so viele Beispiele gibt, habe ich auf amerikanische Erfahrungen zurückgegriffen. In den letzten 30 Jahren gab es zwei vergleichbare Fälle. Sie verliefen durchaus nach unterschiedlichen Regeln (siehe Grafik).

ZINSZYKLEN IM VERGLEICH

USA, Federal Funds Rate in %, jeweils Monate nach dem Zinstief



Quelle: Fred

Die erste Phase war der Zinsanstieg Anfang der 90er Jahre. Damals erhöhte die Federal Reserve die Zinsen in gut einhalb Jahren von 3 % auf 6 %. Das war eine Roskur für

Wirtschaft und Finanzmärkte. Sie führte zu erheblichen Turbulenzen. Heute würden wir sagen, das war nicht gut.

In der zweiten Phase wurden die Zinsen noch stärker erhöht, nämlich von 1 % auf 5 %. Die Federal Reserve ging mit gleichem Tempo vor. Dabei hat sie ihre Politik aber wesentlich besser erklärt. Das hat sich ausgezahlt. Die Finanzmärkte reagierten außerordentlich gelassen. Aus heutiger Sicht war das eine gelungene Aktion, an der man sich diesmal durchaus orientieren könnte.

»So lange kann sich die
Wirtschaftspolitik nicht aus
der stabilitätspolitischen
Verantwortung verabschieden.«

Die Federal Reserve tut das aber nicht. Sie geht viel, viel langsamer und vorsichtiger vor. Vor vier Jahren hat sie angekündigt, dass sie aus der ultralockeren Geldpolitik aussteigen will. Jetzt sind zwar die Wertpapierkäufe beendet. Die Bilanz der Federal Reserve ist aber immer noch voll von Wertpapieren, die sie früher gekauft hat. Die Leitzinsen sind immer noch nicht höher als 1 %.

Eigentlich hat die US-Notenbank bisher kaum mehr als die Hälfte der Normalisierung erreicht. Wenn sie in diesem Tempo weitermacht, wird sie erst 2020 mit der Aktion fertig sein. Dabei unterstelle ich, dass sie die Leitzinsen nicht auf frühere Niveaus anhebt, sondern sich mit einem Leitzinsniveau von 3 % zufrieden gibt. Wenn nicht, dauert es noch länger.

Die EZB hat mit dem Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik bisher überhaupt noch nicht begonnen. Aber bei ihr muss man mit einer ähnlichen zeitlichen Perspektive rechnen. 2018 wird sie wohl die Neukäufe von Wertpapieren beenden. 2019 wird sie mit Zinserhöhungen beginnen. Wenn man drei Erhöhungen pro Jahr ansetzt, dann wird sie dafür bis zum Jahr 2022 brauchen. Wenn sie dann mit dem Verkauf von Wertpapieren anfängt, muss man vermutlich noch einmal mit zwei bis drei Jahren rechnen. Mit anderen Worten: Wenn die EZB Ende des Jahres mit dem Ausstieg aus

Die drei "Ps" des Herrn Draghi

26. Juli 2017

der ultralockeren Geldpolitik beginnt, wird sie wohl bis 2024 oder 2025 brauchen, um das zu beenden.

Diese Perspektive hat mich erschreckt. Noch acht Jahre, bis wir wieder normale monetäre Verhältnisse haben? Nun kann man sagen, dass wir auch aus einer der schlimmsten Krisen der letzten hundert Jahre kommen. Auch nach der Weltwirtschaftskrise dauerte es lange, bis wieder normale Verhältnisse herrschten. Besser, es dauert etwas länger und geht ohne Verwerfungen an den Märkten ab, als schneller, dafür aber mit mehr Turbulenzen.

Andererseits muss man aber auch die Probleme sehen. Das ist erstens die Unsicherheit auf den Finanzmärkten im Hinblick auf die steigenden Zinsen. Anleger werden noch sehr lange Zeit vorsichtig sein müssen mit Investitionen in längerfristige Bonds. In der Realwirtschaft steigen die Schulden und vernünftige Investitionsrechnungen sind schier unmöglich.

Ein zweites Problem ist die beschränkte Handlungsfähigkeit der Zentralbanken. Was ist, wenn es in der Zwischenzeit eine Rezession gibt? Die Zentralbank kann dann nur darauf reagieren, indem sie die geplante Normalisierung der Zinsen und der Liquidität noch weiter hinausschiebt. Das ist relativ wenig. Dies insbesondere in einer Zeit, in der die

Fiskalpolitik durch eine hohe (und bei steigenden Zinsen noch wachsende) Staatsverschuldung gehandicapt ist. Mit anderen Worten: Die Wirtschafts- und Währungspolitik steht bei wirtschaftlichen Krisen (die in den nächsten acht Jahren mit Sicherheit kommen werden) mit leeren Händen da. Ich halte das nicht für vertretbar. So lange kann sich die Wirtschaftspolitik nicht aus der stabilitätspolitischen Verantwortung verabschieden.

Für den Anleger

Die Märkte sind nach der Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank in der letzten Woche verunsichert. Sie wissen nicht, ob sie mit einer schnelleren oder mit einer langsameren Gangart der geldpolitischen Normalisierung rechnen müssen. Ich vermute, dass es aus den genannten Gründen zunächst noch langsam, dann aber eher schneller gehen wird. Die EZB braucht "Munition" zur Bekämpfung künftiger Rezessionen. Das kann aber zu Irritationen an den Märkten und zu Spannungen in der Währungsunion führen.

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.