

Drohen Zinserhöhungen?

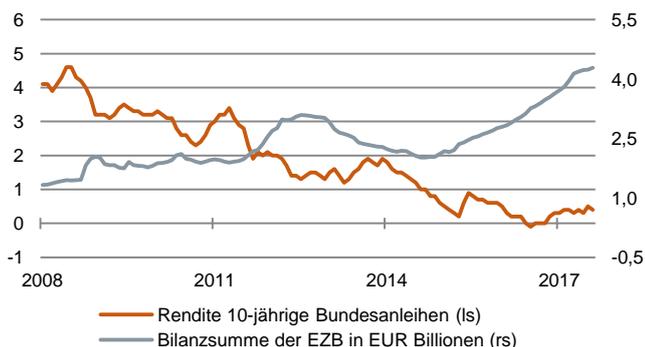
25. Oktober 2017

- Viele rechnen damit, dass sich die bevorstehende Rückführung der Wertpapierkäufe der EZB negativ auf Zinsen und Aktien in Europa auswirkt.
- Dagegen sprechen nicht nur theoretische Überlegungen, sondern auch die Erfahrungen in den letzten Jahren.
- Die beginnende langsame Normalisierung der Geldpolitik ist für die Anleger eher eine gute Nachricht.

Die Europäische Zentralbank wird in dieser Woche vermutlich bekannt geben, wann und wie sie ihre Wertpapierkäufe auf den Finanzmärkten zurückführt. Diese Käufe waren ein zentraler Bestandteil der ultralockeren Geldpolitik, die die Aktienkurse in der Vergangenheit nach oben getrieben und die Bondrenditen nach unten gedrückt haben. Wird sich das jetzt umkehren? Werden die Zinsen steigen und die Aktienkurse fallen?

Historisch gesehen besteht zwischen den Wertpapierkäufen der Zentralbank und dem Kapitalmarkt ein enger Zusammenhang. Die Grafik zeigt, wie die Ausweitung der Bilanzsumme der EZB zu einem Rückgang der Bondrenditen geführt hat. Der Zusammenhang zwischen beiden Kurven ist recht eng (Korrelation -0,75). Allgemein nimmt man an, dass die Anleihekäufe die Bondrenditen in den USA und in Europa um jeweils rund 1 % bis 1,5 % verringert haben. Wenn das jetzt wieder rückgängig gemacht würde, müssten die Renditen für 10-jährige Bundesanleihen auf 1,5 % bis 2 % steigen. Das könnte schon ein erhebliches Blutbad auslösen.

GELDPOLITIK UND ZINSEN?



Quelle: Bundesbank, EZB

Ich glaube freilich nicht, dass es dazu kommt. In der Ökonomie gilt das Gesetz der Irreversibilität. Nichts wird wieder so, wie es einmal war. Die Rücknahme einer wirtschaftspolitischen Maßnahme führt in aller Regel nicht wieder in den Ursprungszustand zurück. Häufig kommt am Ende etwas ganz anderes heraus. Das wird auch hier so sein.

Ich rechne damit, dass die Zinsen am Bondmarkt bei einem Auslaufen der Wertpapierkäufe im nächsten Jahr insgesamt nicht oder nur geringfügig steigen werden. Vielleicht fallen sie sogar, wenn auch nur vorübergehend. Auch die Effekte auf dem Aktienmarkt werden nicht negativ sein.

Das wichtigste Argument dabei ist die Erfahrung in den USA. Dort hat die Federal Reserve ihre Wertpapierkäufe im Jahr 2014 in mehreren Stufen auf Null zurückgeführt. Die Bondrenditen sind in dieser Zeit aber nicht gestiegen, sondern haben sich um fast einen Prozentpunkt ermäßigt. Auch die Verringerung der Wertpapierkäufe der EZB von EUR 80 auf 60 Mrd. hat sich nicht negativ auf die Zinsen ausgewirkt, schon gar nicht auf die Aktienkurse.

»In der Ökonomie gilt das Gesetz der Irreversibilität. Nichts wird wieder so, wie es einmal war.«

Wenn man es genau bedenkt, ist dies auch nicht wirklich überraschend. Denn mit der Verringerung der Wertpapierkäufe hört das "Quantitative Easing" (wie man die Wertpapierkäufe der Zentralbank nennt) nicht auf. Die Liquidität wird nicht zurückgeführt. Sie steigt nur nicht mehr so stark. Erst wenn die Zentralbank auch ihre Wertpapierbestände verringert, müssten restriktive Effekte eintreten. Damit hat die Federal Reserve aber erst vor ein paar Wochen (also drei Jahre nach dem offiziellen Ende der Wertpapierkäufe) begonnen. Bei der EZB ist davon überhaupt noch nicht die Rede. Wenn sie das gleiche Tempo vorlegt wie die Fed (was nicht unwahrscheinlich ist), dann ist damit erst im Jahr 2020 zu rechnen.

Manche wenden ein, dass mit der Rückführung der Wertpapierkäufe ein großer Nachfrager an den Kapitalmärkten wegfällt. Die EZB hat schließlich bisher pro Tag im Schnitt Papiere im Wert von rund EUR 2 bis 3 Mrd. erworben. Wenn sie das jetzt nicht mehr tut, müssten doch die Kurse fallen. Das gilt aber nur, wenn das Angebot auf den Märkten gleich bleibt. Das ist aber nicht der Fall. Die europäischen Staaten haben in den letzten Jahren ihre Haushaltsdefizite

Drohen Zinserhöhungen?

25. Oktober 2017

reduziert und benötigen heute weniger Geld vom Kapitalmarkt. Die Unternehmen haben in den letzten Jahren die Gunst der hohen Liquidität genutzt, um neue Mittel aufzunehmen. Jetzt sind die meisten gut durchfinanziert. Sie können sich bei der Emissionstätigkeit zurückhalten. Die verringerte Nachfrage trifft also auf ein geringeres Angebot. Die Zinsen müssen daher nicht steigen.

Anderer verweisen auf die Marktpsychologie. Zum ersten Mal seit acht Jahren führt die Zentralbank keine neuen expansiven Maßnahmen mehr ein, sondern verringert sie. Das ist fast eine kopernikanische Wende. Sie könnte manch einen Anleger verschrecken. Andererseits werden die Zentralbanken sehr vorsichtig vorgehen. Sie haben kein Interesse an Zinserhöhungen. Wir haben das schon in den letzten Jahren in den USA gesehen. Die EZB wird eher noch marktschonender vorgehen. Sie will die gerade verbesserten Staatsfinanzen in den Staaten der Peripherie nicht durch Zinserhöhungen erneut in Gefahr bringen. Vor allem will sie kein Wiederaufflammen der Eurokrise riskieren.

Auch die Aktienmärkte werden nicht negativ reagieren. Zwar profitieren sie nicht mehr von der wachsenden Liquiditätsschwemme an den Märkten. Das war aber ohnehin kein solides Fundament.

Letztlich hängt die Kursentwicklung bei den Aktien primär von der Konjunktur und den Unternehmensgewinnen ab. Solange sie gut sind, sind auch die Aktienmärkte in Form. Die EZB wird bei einer Verringerung der Wertpapierkäufe alles tun, die Konjunktur nicht zu beeinträchtigen. Sollte sich die gesamtwirtschaftliche Lage trotzdem verschlechtern, bin ich sicher, dass die EZB die Verringerung der Wertpapierkäufe ohne zu zögern stoppt.

Für den Anleger

Haben Sie keine Angst, wenn die EZB jetzt ihre Wertpapierkäufe reduziert. Darunter werden weder die Zinsen noch die Aktien leiden. Es kann zwar temporäre Irritationen geben. Für die Zinsen kommt es vor allem auf die Inflation an. Nur wenn sie zulegt (was bisher nicht erkennbar ist), werden die Bondrenditen steigen. Für die Aktien ist wichtig, dass die Gefahr der Blasenbildung geringer wird. Wer besonders von der Rücknahme der Wertpapierkäufe profitiert, werden die Titel von Banken sein. Die Institute müssen nicht mehr so viel Liquidität in verlustbringenden Geldmarktanlagen unterbringen.

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.