



#2 Zentralbanken – Fluch und Segen zugleich

Dr. Jens Bies
Fon: +49 (0) 89 / 3188804-53

Guten Tag!

Wie passend das Thema Währungskrieg der letzten Kolumne war, konnte man Ende Dezember noch gar nicht abschätzen. In der Zwischenzeit haben Zentralbanken aus insgesamt neun Ländern Lockerungsmaßnahmen beschlossen, um ihren fixen Wechselkurs zu verteidigen und/oder die heimische Wirtschaft anzukurbeln: Europa, Dänemark, Schweiz, Türkei, Rumänien, Kanada, Peru, Indien und zuletzt Singapur. Alles in allem eine Bestätigung für zunehmenden Druck auf die Zentralbanken, die sich bei größtenteils fehlenden Reformprozessen in den jeweiligen Ländern gezwungen fühlen, proaktiv in die Bresche zu springen. So auch die EZB, die in ihrer Januar-Sitzung die Situation genutzt hat, ein beispielloses Rückkaufprogramm auf den Weg zu bringen. Aufgrund der Tatsache, dass sich dank fallender Energiepreise die Eurozone seit Dezember in einem deflationären Umfeld befindet, startet sie über die nächsten 18 Monate beginnend im März Anleihenkäufe in einem erheblichen Ausmaß von insgesamt knapp 1,1 Billionen Euro. Die Käufe i.H.v. 60 Mrd. EUR pro Monat umfassen Covered Bonds, ABS, Agencies (z.B. KfW) und Anleihen europäischer Institutionen (z.B. EIB). Die exakte Allokation ist nicht bekannt, aber es ist davon auszugehen, dass ca. 50 Mrd. EUR pro Monat von europäischen Staatsanleihen zurückgekauft werden, was zu einem Gesamtvolumen von ca. 450 Mrd. EUR in 2015 führt (siehe Abbildung 1). Da in der gesamten Eurozone für 2015 mit einem Nettoemissionsvolumen (Emissionen ./ Tilgungen ./ Kupons) von knapp 50 Mrd. EUR gerechnet werden darf, ergibt sich eine Angebotsverknappung für das laufende Jahr von ca. 400 Mrd. EUR. Somit kann die „sorglose“ Jagd nach Rendite weitergehen. Verstärkt wurde das Ganze noch durch die Aussage, dass sich die EZB vorbehält, bei Nichterreichen des 2%-Inflationsziels das Programm über Ende 2016 hinaus zu verlängern. Dieses Programm muss ceteris paribus dazu führen, dass risikobehaftete Assetklassen wie z.B. europäische Aktien zu neuen Höchstständen gelangen.

Abbildung 1: Erwarteter Flow-Effekt der Anleihenkäufe bei den Mitgliedsstaaten

	Spread to Bund	ECB capital key	Purchase		%	Gross issuance	Redemptions 2015		Cpn 2015	%	Supply – redemption-coupons		Net of ECB liquidity
			A	B			A / B	C			D	E	
AT	13	3%	13	160	7%	16	13	6	79%	-3	-16		
BE	19	4%	16	253	6%	33	23	11	48%	-1	-16		
FI	13	2%	8	67	11%	12	5	2	67%	5	-3		
FR	22	20%	91	1000	8%	186	106	41	49%	39	-52		
GE	-	26%	116	779	13%	143	132	17	81%	-6	-122		
IE	68	2%	7	90	8%	11	2	5	68%	4	-3		
IT	116	18%	79	1203	7%	236	197	57	34%	-18	-97		
NL	12	6%	26	248	9%	45	26	5	57%	14	-12		
PT	206	2%	11	82	13%	9	6	4	132%	-2	-13		
SP	101	13%	57	531	9%	122	86	29	47%	7	-50		
GR	889	3%	13	36	37%	13	7	2	101%	4	-9		
Others		3%	13										
Total		100%	450	4450		825	603	179		44	-393		

Quelle: Unicredit Research, Curves & Crosses, 23.01.2015, S. 8

Von dem QE-Programm erhofft sich die EZB verschiedenste Effekte, die aus meiner Sicht im aktuellen Marktumfeld größtenteils nicht sichtbar werden können.

- i) Zum einen möchte sie über den Kreditkanal des Transmissionsprozesses, dass die Banken die im Programm eingeschlossenen Anleihen an sie verkaufen, woraufhin diese wiederum mehr Kreditvergabevolumen zur Verfügung haben. Theoretisch stärkt die Kreditvergabe dann die Investitionstätigkeit und generiert letzten Endes Wachstum und Inflation. Das Problem ist nur, dass die Schuldenorgie von Staaten, Unternehmen und Privaten sowie die immer noch zerstörten Bankbilanzen den monetären Transmissionsmechanismus in der Eurozone längst und auf Dauer außer Kraft gesetzt haben (Bilanzrezession). Steigt die Kreditnachfrage nicht, wird auch das potentiell vergrößerte Kreditangebot kaum Wirkung zeigen. Als Reaktion werden die Banken weiter ihren Wertpapierbestand erhöhen, was nicht – wie erhofft – die Güterpreise erhöht, sondern die Preise der Wertpapiere. Somit wirkt höchstens der Vermögenskanal des Transmissionsprozesses!
- ii) Zum anderen erhofft sich die EZB durch die Rückkäufe von Anleihen sinkende Rendite- und v.a. Spread-Levels. Das führt zu sinkenden Kapitalkosten der Unternehmen, da Fremdkapital günstiger aufgenommen werden kann und somit eine ideale Refinanzierung der Verbindlichkeiten ermöglicht. Theoretisch stärkt das in der Folge die Investitionstätigkeit und fördert wiederum Wachstum und Inflation. In der aktuellen Situation sind in vielen Ländern die Refinanzierungskosten bereits sehr günstig und der zusätzliche Effekt weiterer Zinssenkungen ist eher moderat. Zudem sehen viele Unternehmen – trotz einer guten Ertragslage und der Tatsache, dass gesunkene Kapitalkosten zu tendenziell besseren Investitionsrenditen führen – keine Notwendigkeit, zu investieren. Das sieht man auch daran, dass Unternehmen sich in den letzten Jahren am Kapitalmarkt refinanzieren und das frei gewordene Geld lieber in Aktienrückkäufe investieren als in Investitionen. Somit werden augenscheinlich entweder weniger renditeträchtige Investitionsprojekte identifiziert oder den Unternehmen ist das Risiko für weniger ertragreiche Investitionsrenditen zu hoch. Die Rückkäufe mögen kurzfristig den Aktienkurs steigern und die Analystenkennzahlen verbessern, aber auf lange Sicht wirken sie einer fairen Einkommensverteilung, Beschäftigungsstabilität und Wachstum entgegen.
- iii) Als weiteren Effekt werden durch die Rückkäufe verschiedener Wertpapiere die Peripherieländer entlastet. Sie können sich am Kapitalmarkt günstiger refinanzieren und somit ihren Schuldendienst weiter verringern, was gerade vor dem Hintergrund einer hohen Verschuldung der Eurozone ein signifikanter Beitrag zur Krisenbewältigung ist. Zudem können die Peripheriebanken ihre Ausfallrisiken auf der Bilanz minimieren und somit ihre Kapitalbasis stärken. Auch wenn die ehemals hohen Spread-Levels zu Bundesanleihen bereits deutlich zurückgegangen sind, ist durch das Rückkaufprogramm noch weiteres Potential zu niedrigeren Spread-Levels gegeben. Ohne Zweifel hat die EZB das Ziel der Staaten- und Bankenrettung sowie eines gestiegenen Vertrauens in die Eurozone bereits erreicht.
- iv) Zu guter Letzt ist ein nicht zu unterschätzender, aber augenscheinlich immer wichtigerer Effekt einer Quantitativen Lockerung die Abwertung der eigenen Währung, was die Exporte stärkt (fördert Wachstum) und die Importe verteuert (fördert Inflation). Dieser Effekt war im Vorfeld und ist auch nach der Verkündung der EZB zu sehen gewesen. Der EUR hat in diesem Jahr nach knapp 13% im letzten Jahr bereits wieder 7% an Wert gegenüber dem USD verloren. Handelsgewichtet entspricht das in 2015 einem Verlust von ca. 6%. Dieser Effekt wurde bereits in der letzten Kolumne ausführlich beschrieben. Festzuhalten bleibt jedoch, dass Überschüsse in Deutschland Defizite in Ländern außerhalb der Eurozone nach sich ziehen, was dazu führt, dass die globalen Ungleichgewichte zunehmen. Fakt ist, wir befinden uns aktuell in einem massiven Abwertungswettlauf, den es schon seit Jahrzehnten in der Form nicht mehr gegeben hat.

Neben diesen vier besprochenen Effekten hat das Quantitative Easing (QE) Programm der EZB einige grundsätzliche Schwachstellen, die das Programm deutlich von den anderen QE-Programmen in USA, Großbritannien oder Japan unterscheiden. In den beiden angelsächsischen Ländern ist das Finanzsystem anders aufgebaut als in Europa, wo der Immobilienmarkt und die Geldbeschaffung der Unternehmen stark mit dem Bankensystem verknüpft sind. Sie profitieren daher nicht direkt von einer höheren Nachfrage nach Anleihen. Zweitens sind die Zinsen auf Staatsanleihen in der Eurozone bereits recht niedrig, was die Wirkung von QE deutlich einschränkt. Auch ist zu erwähnen, dass sich bei allen Programmen die Gefahr einer nachhaltigen, ausufernden Inflation nicht bewahrheitet hat, es wurde jedoch zumindest eine Deflation vermieden. Auch in Japan haben die im Rahmen des „Abenomics“-Programms begonnenen massiven Anleihekäufe der Zentralbank größte Mühe, die Inflationserwartungen anzuheben. Nur durch eine deutliche Mehrwertsteuererhöhung konnte ein Inflationsanstieg vorübergehend gelingen. Dies zeigt einerseits die Grenzen eines QE-Programms auf und illustriert andererseits die Schwierigkeit, einer ausgewachsenen Deflation zu entkommen.

Darüber hinaus können in Europa aufgrund der Währungsunion weitere Hürden identifiziert werden, die die Effektivität des Programms beeinflussen:

- i) Aktuell schwingt sich die Zentralbank als Retter der Eurozone auf, allerdings vermindern billigeres Geld und damit einhergehende niedrige Zinsen auf Staatsanleihen den Druck auf die Mitgliedsstaaten der Eurozone, schmerzhaftige Strukturreformen durchzuführen und verlängern somit den derzeitigen Zustand. Die Zentralbank wird den strukturell notwendigen Umschwung in der Eurozone nur unterstützen, allerdings nicht allein herbeiführen können. Dazu sind auch Maßnahmen von fiskalpolitischer Seite unabdingbar. Nicht umsonst hat Japan unter Abenomics drei Pfeiler einer erfolgreichen Reformpolitik identifiziert; eine weiter anhaltende Geldschwemme der Bank of Japan (BoJ), kreditfinanzierte Konjunkturprogramme sowie Reformen und Deregulierungen.
- ii) Es werden nur ca. 20% der Anleihekäufe – im Wesentlichen Nicht-Staatsanleihen – auf die EZB-Bilanz gebucht (volle Risikoteilung), bei ca. 80% der Anleihekäufe verbleiben die Risiken auf den Bilanzen der Notenbanken der Mitgliedsstaaten der Eurozone. Jede Notenbank darf demnach nur Anleihen ihres Staates kaufen und somit auch die Risiken von Verlusten tragen. Problematisch ist jedoch, dass die Eurozone deshalb nur bedingt als Einheit gesehen werden kann und weiterhin signifikante Zinsaufschläge zwischen den sehr heterogenen Mitgliedsstaaten bestehen bleiben sollten, sofern der Markt nicht jegliches Gespür für Risiken verliert (was er in vielerlei Hinsicht bereits getan hat).

Aber was sind allgemeine Probleme, die sich aus der Politik der Zentralbanken ergeben?

Aus meiner Sicht liegt das Hauptproblem in der strukturellen Abhängigkeit der Märkte von den Zentralbanken, da die Liquidität an den Märkten aufgrund geringerer Bankbilanzkapazitäten weiter gering und der Renditehunger der Pensionskassen, Versicherungen und Asset Manager weiter hoch ist. Diese Abhängigkeit lässt sich mittlerweile sehr gut mit einem Drogenabhängigen vergleichen, wobei die Droge in diesem Fall Liquidität ist. So geht es aktuell nicht mehr darum, Märkte fundamental zu hinterfragen oder zu analysieren, sondern hauptsächlich darum, Kommentare oder Pressekonferenzen der Zentralbankpolitiker zu interpretieren. Das hat den Nachteil, dass der Markt ähnlich wie ein Drogenabhängiger immer mehr von der Droge Liquidität braucht, da er sonst nicht zufrieden ist. Nicht umsonst hat man aktuell den Eindruck, dass das globale Finanzsystem sich in einem massiven spekulativen Carry Trade befindet. Ein Carry Trade beinhaltet den Kauf eines risikoreichen Wertpapiers, welches die Rendite eines kurzfristigen, „risikolosen“ Zinses übersteigt. Bewertungen scheinen dabei nur bedingt eine Rolle zu spielen, da die Marktteilnehmer der Annahme unterliegen, dass sie das risikoreiche Wertpapier an einen anderen Idioten zu einem für sie besseren Preis bzw. zu einem besseren Spread (risikoreiches Wertpapier ./ risikoloser Zins) verkaufen können. Die Strategie beruht darauf, dass die aktuelle Rendite des risikoreichen Wertpapiers mindestens gleichzusetzen ist mit der zu erzielenden Rendite, so dass das Risiko von Kursverlusten deutlich unterschätzt wird, natürlich auch vor dem Hintergrund, dass der risikolose Zins so niedrig ist und den Investoren keine Wahl bleibt als übergebühlich hohe Risiken einzugehen. Ich brauche mit Sicherheit

nicht zu wiederholen, dass die Historie uns eigentlich gelehrt haben sollte, dass dieses Muster die Kapitalmärkte immer wieder kollabieren hat lassen. Die Häusermarkt-Blase in den USA war nichts anderes als ein großer Carry Trade fokussiert auf hypothekenbesicherte Wertpapiere. Auch Währungskrisen sind im Grunde nichts anderes als ein groß angelegter Carry Trade auf höher verzinsliche oder profitablere Wertpapiere in anderen Währungsräumen. Die aktuelle Politik der Zentralbanken führt demnach nicht nur zu einer Fehlallokation von Kapital, sie fußt auch auf der irrigen Annahme, dass eine finanzielle Repression (Beeinflussung durch die Zentralbank über niedrige Nominalzinssätze mit dem Ziel negativer Realrenditen, wobei indirekt Mittel von Privaten zum Staat umgeleitet werden) der Realwirtschaft hilft. Greifen Zentralbanken bei bereits vorhandenen negativen Realrenditen zum Mittel der Quantitativen Lockerung, fördern sie hauptsächlich unproduktive Investments und spekulative Carry Trades. Carry Trades sind allerdings nur solange von Erfolg gekrönt wie die Volatilität an den Kapitalmärkten verhältnismäßig niedrig bleibt. Diese bleibt im aktuellen Marktumfeld jedoch nur niedrig, wenn die Zentralbankpolitik verlässlich und transparent bleibt.

Wie gefährlich eine intransparente Zentralbankpolitik für die Kapitalmärkte sein kann hat uns die Schweizerische Nationalbank (SNB) Mitte Januar gezeigt. Sie hat für viele Marktteilnehmer überraschend aufgrund der Unterschiede in der geldpolitischen Ausrichtung wichtiger Währungsräume die seit September 2011 eingeführte Untergrenze des EURCHF-Wechselkurses von 1,20 aufgegeben. Trotz der gleichzeitigen Senkung des Libor-Zielbandes auf -0,75% im Mittel war eine unmittelbare Währungsaufwertung des CHF nicht zu verhindern. Die Eidgenossen hatten in der Vergangenheit bereits mit einem drastischen Anstieg der Fremdwährungsreserven zu kämpfen. Zudem wurde der Markt immer konfidentler, dass die EZB ein signifikantes Staatsanleihenrückkaufprogramm bringen würde, was sich am 22. Januar auch bestätigen sollte (ein Schelm, wer Böses denkt, möchte man sagen!). Das hätte (und hat) den EUR noch weiter unter Druck gebracht, was wiederum zu weiteren spekulativen Käufen des CHF geführt hätte. Damit wäre die Bilanz der SNB noch weiter aufgebläht worden, v.a. vor dem Hintergrund, dass die EZB voraussichtlich lange Zeit an einer Quantitativen Lockerung festhalten wird. Nun lässt die SNB also den Außenwert des CHF größtenteils vom Markt bestimmen (sog. Managed Float), wird also am Devisenmarkt nur aktiv, um – falls nötig – die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen. Auch wenn dieser Schritt in den Augen der SNB unausweichlich war, kam die Ankündigung extrem überraschend. Vom Markt ist zunächst erwartet worden, dass die SNB zuerst die Negativzinsen weiter senkt oder die Freigrenze für Sichteinlagen heruntersetzt, bevor sie am Mindestkurs rüttelt. Somit hat sich die SNB dem Marktdruck gebeugt, aber mit der Entscheidung definitiv an Glaubwürdigkeit verloren. Umso mehr, weil SNB-Vize Danthine noch drei Tage vor der Entscheidung in einem Interview betonte, dass der Mindestkurs ein wichtiger Teil der SNB Geldpolitik sei und weiterhin verteidigt werde. Auch wenn viele Ökonomen die Rückkehr zu flexiblen Wechselkursen begrüßen, werden jedoch der Zeitpunkt der Kommunikation und die radikale Vorgehensweise oft kritisiert. Die plötzliche Aufgabe wirkte in den Augen vieler Marktteilnehmer wie eine Kapitulation ohne vorher andere Maßnahmen zu prüfen bzw. durchzuführen. Schließlich hat die Maßnahme der SNB zu einer der größten Turbulenzen an den Kapitalmärkten seit vielen Jahren geführt. Zur Verteidigung der SNB muss allerdings angeführt werden, dass eine Auflösung von fixen Währungskursen immer zu Marktturbulenzen führen wird, egal wie sie letzten Endes kommuniziert werden. Nichtsdestotrotz hat der Markt einen ersten Vorgeschmack bekommen, dass Zentralbanken auch intransparent sein können. Diese Intransparenz ist im Zweifel auch bei anderen Zentralbanken möglich. Ob das nun die US-Notenbank Fed mit Ihrer Forward Guidance oder die EZB mit ihrem QE-Programm ist. Solange der Drogendealer zuverlässig liefert, ist der Kapitalmarkt zufrieden. Wehe nur, wenn es Lieferschwierigkeiten oder Kommunikationsprobleme gibt!

Im Übrigen lässt sich aktuell feststellen, dass weitere fixe Wechselkurse mächtig unter Druck geraten, wie z.B. der saudische Riyal (fixes Kursband zum USD) oder die dänische Krone, die ihren Dänische Krone zu einem Kurs von 7,46038, mit einer Bandbreite von 2,25% zu jeder Seite, zum EUR gekoppelt. Speziell in Dänemark sieht man die Auswirkungen der SNB-Entscheidung sehr deutlich. Die Zentralbank hat allein im Januar die Rekordsumme von 106 Mrd. DKK (knapp 15 Mrd. EUR) in die Hand nehmen müssen, um die heimische Währung zu schwächen und das Kursband gegen den EUR

zu halten. Das entspricht einem Anstieg der Devisenreserven um satte 26%. Zudem hat die Zentralbank den Depositensatz in drei Schritten innerhalb nahezu einer Woche auf mittlerweile -0,5% gesenkt. Darüber hinaus sind die Emissionen von Staatsanleihen ausgesetzt worden, um das Angebot speziell am langen Ende der Zinskurve weiter zu verknappen, den Zinsspread zwischen Dänemark und den Kernländern der Eurozone negativ werden zu lassen und somit die Investoren zu zwingen, an das kurze Ende der Kurve zu gehen, wo sie mit negativen Renditen konfrontiert werden. Weitere Schritte der Zentralbanken sind zu erwarten. Nicht nur von Dänemark...

...Fluch und Segen zugleich!

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.