



#11 ...und beständig grüßt das Murmeltier

Dr. Jens Bies

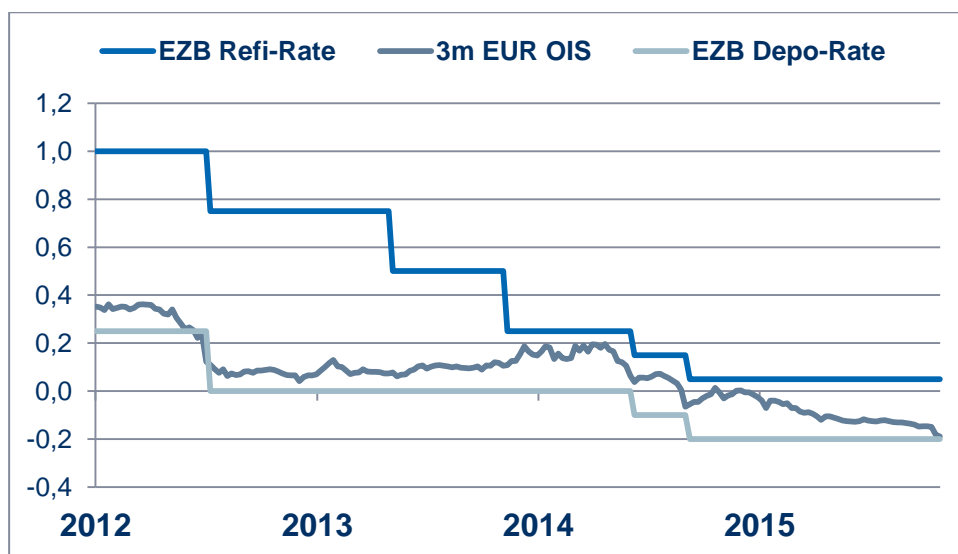
Guten Tag!

Wieder einmal ist der weltwirtschaftliche Wachstumspfad beschädigt, wieder einmal versuchen die Zentralbanken fast im Alleingang dieser Entwicklung entgegenzuwirken; und wieder bedienen sich die meisten Zentralbanken der unkonventionellen Maßnahme der Quantitativen Lockerung (QE). In diesen Zeiten muss man schon fast das Gefühl haben, dass der Zweck zwar nicht das Mittel heiligt, es aber das einzige Mittel zu sein scheint, um den Kapitalmärkten neuen Risikoappetit zu verleihen und die Investoren auf der Suche nach Rendite zu besänftigen. Das alles in der Hoffnung, dass gestiegene Kapitalerträge die Konsumlaune anheizen, sinkende Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen zu steigenden Investitionen der Unternehmen führen und die steigenden Staatsschulden sinkenden Zinskosten entgegenstehen, die am besten noch von einer moderaten, aber stetigen Teuerungsrate weginflationiert werden. Ach ja, und nicht zu vergessen das zuletzt wesentlichste Ziel: die Schwächung der eigenen Währung (Wechselkurseffekt), um über die gestiegenen Exportüberschüsse einen direkten, positiven Effekt auf das BIP auszuüben. Letztes Beispiel war Ende Oktober die 65 Mrd. SEK Aufstockung (auf jetzt insgesamt 200 Mrd. SEK) des Anleihenrückkaufprogramms der schwedischen Zentralbank Riksbank. Dieser Schritt war auch als Vorgriff auf eine eventuelle Ausweitung bzw. Aufstockung des QE-Programms der EZB geplant, die die Märkte in ihrer Oktober-Sitzung für einen weiteren Stimulus im Dezember vorbereitet hat. Ich sage nur: Und beständig grüßt das Murmeltier!

Die taubenhaften Kommentare von EZB-Präsident Draghi in der Pressekonferenz des Oktober-Treffens wurden bereits durch verschiedene EZB-Mitglieder gestützt. Die meisten Volkswirte gehen mittlerweile von einer Verlängerung und Aufstockung des bestehenden Rückkaufprogramms europäischer Staats- und staatsnaher Anleihen aus. In Anbetracht der deutlich weniger gewordenen Signalwirkung seit der Ausgestaltung des ersten Rückkaufprogramms im März 2015 ist es nicht verwunderlich, dass nun bereits über weitere, signalkräftigere Optionen der EZB zur Stabilisierung der Märkte und zur Belebung der Inflationserwartungen diskutiert wird. Zu erwähnen wäre da zunächst die weitere Senkung der Depositenrate. Diese Tatsache wird von den Märkten bereits stark eingepreist. Das sieht man zum einen daran, dass kurzfristige Overnight Index Swaps (OIS) Sätze bereits am unteren Ende des EZB-Zinskorridors angelangt sind (siehe Diagramm 1). Zum anderen sind die Erwartungen bereits so massiv angestiegen, dass mittlerweile eine Senkung der Depositenrate um ca. 0,1% auf -0,3% erwartet wird. Eine Senkung der Depositenrate hätte sicherlich die Wirkung, dass die gesamte Renditekurve weiter nach unten gedrückt würde, ähnlich wie wir es auch in der Schweiz, in Schweden und zeitweise in Dänemark beobachten konnten. Allerdings ist der von der EZB erhoffte stimulierende Effekt einer noch niedrigeren

Depositenrate stark anzuzweifeln. In der Theorie sollen Banken so gezwungen werden, ihre Überschüsse nicht bei der EZB zu parken, sondern untereinander und an die Realwirtschaft zu verleihen. Das hat allerdings nur bedingt funktioniert. Viele Banken haben sich seitdem aus dem aktiven Depositengeschäft zurückgezogen und würden bei noch höheren Strafzinsen die Reserven eher als physisches Cash hinterlegen. Da die Überschussreserven durch das Rückkaufprogramm der EZB eher zunehmen werden, würde letzteres den Rückkauf von Bonds seitens der EZB erschweren. Zudem kauft die EZB aktuell nur Anleihen auf, die oberhalb des Depositensatzes notieren. Da der Markt bereits viel eingepreist hat, würde eine Aufhebung dieser Regel seitens der EZB nur das Rückkaufangebot drastisch erhöhen. Sollte die EZB jedoch auch Anleihen unterhalb des Depositensatzes ankaufen dürfen, würde ein negativer Carry-Trade entstehen, der zulasten des Steuerzahlers ginge. Zumindest politisch dürfte das schwierig durchzusetzen sein! Aufgrund der hohen Abhängigkeit und der Bedeutung des Bankensektors für das Funding in Europa und der Tatsache, dass Europa aktuell versucht, die Bankbilanzen zu sanieren, ist dieser Schritt eher problematisch. Es gibt aber auch Argumente dafür: Eine Absenkung der Depositenrate würde die eigene Währung schwächen, die Langfristzinsen voraussichtlich weiter absenken und die Finanzmarktfragmentierung in Europa durch die Annäherung von Renditen in der Peripherie zum Kernraum reduzieren.

Diagramm 1: Zinsentwicklung der Eurozone seit 2012

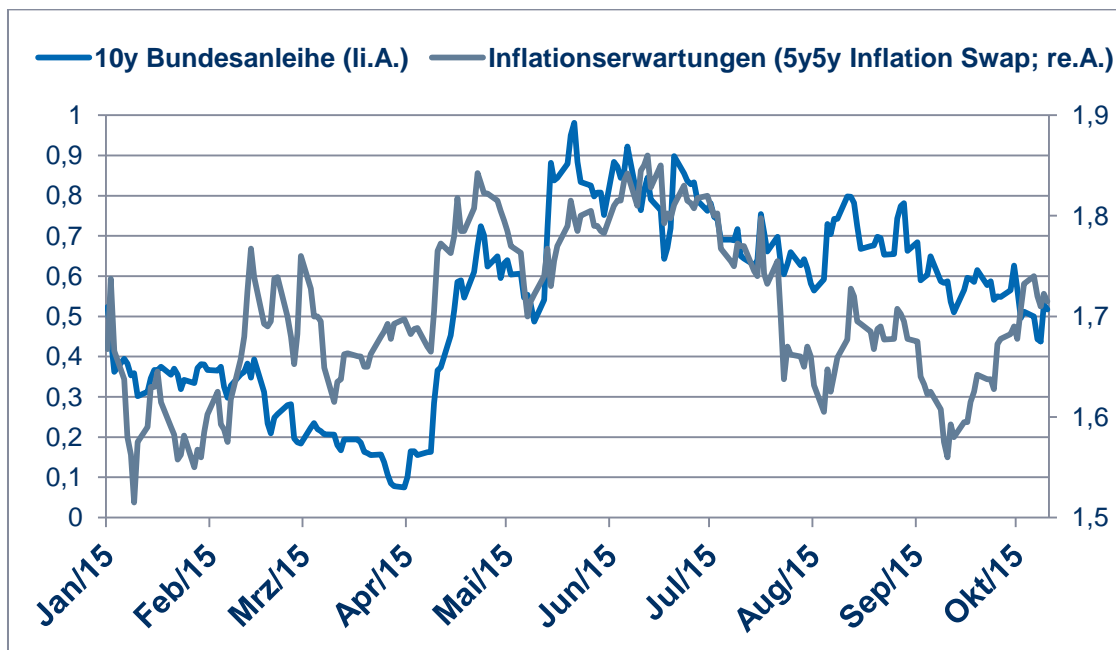


Quellen: Bloomberg; Stand: 30.10.2015

Neben der Absenkung der Depositenrate geht der Markt aktuell auch von einer Erhöhung und Verlängerung des Rückkaufprogramms aus. Diskutiert wird über eine Erhöhung von 10-20 Mrd. EUR pro Monat von aktuell 60 Mrd. EUR. Das Programm soll um mind. sechs Monate bis März 2017 verlängert werden. Viele spekulieren auch über eine Erweiterung der QE-Maßnahmen, z.B. den Kauf von Unternehmensanleihen. Tatsächlich haben die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen seit Auflage des QE-Programms Anfang März deutlich zugenommen, so dass dieser Schritt vielleicht sogar Sinn machen würde. Nichtsdestotrotz halte ich diese Maßnahmen, ebenso wie ein Investment in Aktien-ETF's, für unwahrscheinlich, da kein direkter staatlicher Bezug zu erkennen wäre und die EZB sich vorwerfen lassen müsste, eine direkte Finanzierung der Privatwirtschaft zu betreiben. Das wäre politisch wohl kaum durchsetzbar! Egal, was die EZB auch macht, es lässt sich bereits

jetzt konstatieren, dass die Ankündigung und Etablierung des QE-Programms zu niedrigeren Risikoaufschlägen bei den Anleihen führte, die aktiv von der EZB aufgekauft wurden. Zudem sind die Inflationserwartungen anfänglich angestiegen, was zunächst zu stark steigenden Nominalrenditen geführt hat. Zuletzt sind diese Inflationserwartungen allerdings wieder deutlich zurückgekommen. So fielen auch zehnjährige Bundesanleihen, auch gestützt durch das letzte EZB Meeting, wieder deutlich unter die Marke von 0,5% (siehe Diagramm 2). Eigentlich ein typisches Muster, welches wir bei fast allen QE-Programmen namhafter Zentralbanken gesehen haben. Der Markt preist in Erwartung zukünftiger Stimuli niedrigere Renditen ein, verkauft dann allerdings nach der Umsetzung des Programms und eventuell erster aufkommender Erfolge wieder ab („Buy the rumor, sell the fact!“). Diese Tatsache sollte also in den nächsten Wochen eher für einen gut unterstützten Rentenmarkt sorgen.

Diagramm 2: Entwicklung 10y Renditen und Inflationserwartungen seit der Ankündigung des EZB QE



Quellen: Bloomberg; Stand: 30.10.2015

Die zukünftige Entwicklung der Renditen wird natürlich nicht nur von der EZB entschieden, sondern auch vom weiteren Vorgehen der Fed und anderen wichtigen Zentralbanken, da Bondrenditen nur bedingt dauerhaft auseinanderdriften. Sollte also die Fed dieses Jahr noch die Zinsen anheben, dürfte es in Erwartung steigender Kurzfristzinsen auch die Langfristzinsen nach oben treiben. In den USA sicher stärker als in Europa, allerdings würde sich Europa dem Zinsanstieg nicht ganz entziehen können. Zudem wird die Fed gemäß dem Statement des Oktober-Treffens nur dann die Zinsen noch dieses Jahr anheben, wenn der Datenkranz speziell aus Arbeitsmarkts-, Inflations- und Wachstumsdaten dies überhaupt noch zulässt. Dieses Vorgehen deutet man wohl als wirtschaftliche Stärke und die Bondmärkte würden als Folge daraus eventuell an einen nachhaltigen Erfolg der Zentralbankpolitik glauben. Zuletzt haben die Daten aber eher enttäuscht, speziell im produzierenden Gewerbe. Aber auch die Inflationsdaten zwingen nicht unbedingt zum Handeln. So ist wohl anzunehmen, dass ein Zinsschritt der Fed auf das nächste Jahr

verschoben wird, da viele Fed-Mitglieder nicht das gleiche Vertrauen in die Phillips-Kurve¹ haben wie Präsidentin Yellen. Sie wollen zunächst klare Anzeichen dafür haben, dass das Lohnwachstum und/oder die Konsumentenpreise anfangen sich zu beschleunigen. Das einzig Positive aus Sicht der Fed war wohl, dass sich die globalen Risiken (speziell China und den Schwellenländern), die zu einer Wachstumsabkühlung führen könnten, in den letzten Wochen spürbar vermindert haben.

Bei all den Liquiditätsspritzen der Notenbanken stellt man sich jedoch folgende Fragen: Warum war es unausweichlich, dass wir ein weiteres Programm der EZB brauchen und warum verwundert es auch nicht, dass die US-Notenbank sich so schwer mit einem minimalen Leitzinsanstieg von nur 0,25% tut? Die Zeit des billigen Geldes scheint also noch lange nicht vorbei zu sein. Vielleicht braucht der Markt auch konstant die Liquiditätsspritze der Notenbanken, um nicht die nächste Krise auszulösen?! Und wie steht es eigentlich um die Wirksamkeit dieser Politik und was sind die zu beobachtenden Nebenwirkungen?

Aktuell sind die Zinssätze weltweit (zumindest in den entwickelten Ländern) nahe 0%, Risikoaufschläge für risikoreichere Anlagen sind ebenfalls nahe den Tiefstständen und die Schuldenstände sind immens hoch. Als Folge daraus ist die Fähigkeit der Zentralbanken über Geldpolitik spürbaren Einfluss auf die volkswirtschaftliche Entwicklung zu nehmen, begrenzt. Rein ökonomisch haben Zentralbanken die Möglichkeit den nicht realen Teil des BIP-Wachstums zu beeinflussen, also die Inflation eines Landes auf mittlere Sicht mithilfe eines expliziten Inflationsziels („Inflation Targeting“). Um die Inflation nun zu erhöhen, muss das Geldangebot ansteigen, welches im monetaristischen Ansatz nach Milton Friedman nur durch eine Ausweitung der Geldmenge geschehen kann. Diese Ausweitung wird durch den Rückkauf von geeigneten Anleihen kreierte und ist seit der Finanzkrise durch verschiedene Zentralbanken erprobt worden. Auf der Inflationsseite hat dies aber lediglich zu einer Stabilisierung der Kerninflation geführt, in keinsten Weise zu einer nachhaltigen Schaffung von Inflation. Verschiedene Studien haben diese These in der Vergangenheit untermauert.² Deshalb wird ein QE-Programm allein nicht den erwünschten Erfolg bringen. Auch eine durch QE ausgelöste konsequente Abschwächung des Wechselkurses ist nur dann von Erfolg gekrönt, wenn andere Zentralbanken nicht in die gleiche Kerbe schlagen. Da momentan aber alle Länder bis auf die Vereinigten Staaten und Großbritannien eine Art von QE betreiben und/oder daran denken, es noch zu tun, scheint auch dieser Effekt nur bedingt zu wirken (Stichwort: Währungskrieg). In der Eurozone, aber auch in vielen anderen Ländern, zeigt der seit Monaten andauernde Zinsrückgang, dass der Markt nur bedingt von einer erfolgreichen Zentralbankpolitik ausgeht, denn wäre dies der Fall, sollten die Renditen aufgrund von gestiegenen Inflationserwartungen weltweit drastisch ansteigen. Selbst in den USA, wo ein Zinserhöhungszyklus bereits eingepreist wurde, sind die Renditen eher rückläufig, ebenso wie die makroökonomischen Daten.

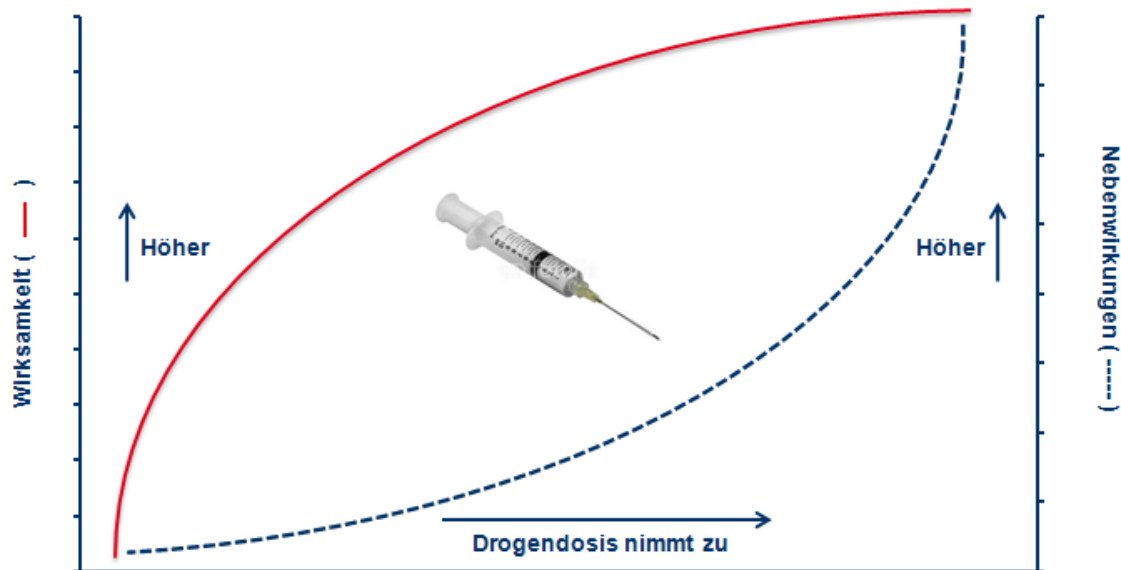
Fakt ist, dass wir momentan konstant Liquidität (Drogen) brauchen, um nicht nur die Assetpreise weiter zu stabilisieren, sondern auch die deflationären Tendenzen weiter abzuschwächen. Die Notenbanken bedenken jedoch nicht, dass ein Entzug aufgrund des weltweiten Schuldenstandes und des niedrigen Effekts der Zentralbankpolitik auf mittlere Sicht unvermeidlich ist. Je mehr Drogen sie verabreichen, umso weniger wirksam werden sie. Als Begleiterscheinung werden die Nebenwirkungen immer drastischer (siehe Diagramm

¹ Die Phillips-Kurve beschreibt eine negative Beziehung zwischen erwarteten Lohn- bzw. Preisniveaueänderungen und der Arbeitslosenquote.

² U.a. VAN DEN END / PATTIPEILOHY (2015): Central bank balance sheet policies and inflation expectations, DNB, Working Paper 473, 05-15.

3). Diese Nebenwirkungen sind v.a. eine Assetpreisblasenbildung und eine Fehlallokation von Kapital. Darüber hinaus führen Niedrigzinsen und QE-Programme oftmals zu einer Nichteinhaltung der Budgetvorgaben für überschuldete Staaten, Privatleute und Unternehmen. Daraus entstehen wiederum Ineffizienzen bei der Ressourcenverteilung in einer Volkswirtschaft. Gerade aber die nicht effiziente Nutzung von Kapital, die in diesen Zeiten lediglich auf den Carry-Trade ausgerichtet ist, scheint am bedenklichsten.

Diagramm 3: Verlauf Wirksamkeit und Nebenwirkungen bei Drogendosisänderung



Quellen: Citibank (AMFX); Stand: 20.09.2015

Rein strukturell haben aber auch Gesetzesänderungen dazu geführt, dass es zu Fehlallokationen gekommen ist. Besonders das Investment in Anleihen wird vom Gesetzgeber (nicht ganz uneigennützig) stark gefördert. Sämtliche Gesetzesänderungen nach der Finanzkrise waren anleihenfreundlich (u.a. EMIR, Basel II-III, Solvency I-II). Sie lasten die Risikoaktiva der Banken deutlich weniger aus als Aktien und sie werden durch die Zentralbanken und ihre QE-Programme stark gestützt. Auch durch die zunehmende Steuerung von Investments nach dem Risikoparitätentheorem³ haben sie aufgrund der im Vergleich zu Aktien niedrigeren Volatilität eine natürliche Nachfrage erfahren. Wehe jedoch, wenn der Anleihenmarkt, wie im April-Juni 2015 beobachtet, mal die andere Richtung einschlägt und alle zur gleichen Tür hinaus wollen, weil entweder die Volatilitäten am Bondmarkt ansteigen und die Investitionsquoten reduziert werden müssen oder sämtliche Asset Manager nach den gleichen Risikomaßstäben steuern. Dann kann es zu Schocks kommen, die implizit durch die Notenbankpolitik ausgelöst wurden.

Fazit:

Die Zentralbankpolitik hat aktuell keinen anderen Pfeil im Köcher als weitere QE-Maßnahmen zu beschließen, um die Kapitalmärkte zu stabilisieren und die

³ Gemäß dem Risikoparitätentheorem sollen langfristig nicht korrelierte Anlageklassen den gleichen volatilitätsadjustierten Anteil am Portfolio bekommen.

Inflationserwartungen kurzzeitig nach oben zu treiben. Jüngstes Beispiel ist die Riksbank in Schweden, die ihr bestehendes QE-Programm ausweitete; auch im Vorgriff auf die EZB, die voraussichtlich im Dezember weitere unkonventionelle Maßnahmen beschließen wird. Mittelfristig wird diese Politik nur begrenzten Erfolg haben. Dazu sind die Schuldenstände zu hoch und die Zinssätze und Risikoaufschläge zu risikoreicheren Anlageformen viel zu niedrig. Darüber hinaus führen weitere Liquiditätsspritzen zu einer Aufblähung des weltweiten Carry Trades und somit zu einer weiteren Fehlallokation des Kapitals. Die Wahrscheinlichkeit, dass es mittelfristig zu einer Blasenbildung kommt und uns unweigerlich in die nächste Krise führt, scheint sehr hoch. Nichtsdestotrotz sind diese Maßnahmen erforderlich, wenn man den unvermeidlichen, korrektiven Weg einer Umstrukturierung und damit eines Entzuges nicht gehen möchte. Damit wird das Unvermeidliche allerdings nur hinausgezögert. Um nachhaltig den Weg aus der Krise zu schaffen und um das Unvermeidliche abzumildern, müssen Geld- und Fiskalpolitik besser ineinandergreifen. Zur Schaffung einer soliden Basis sind aber auf politischer Ebene Strukturreformen und immense Einschnitte nötig, wozu kaum ein Politiker im hiesigen politischen System den Mut aufbringen dürfte.

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.