

APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

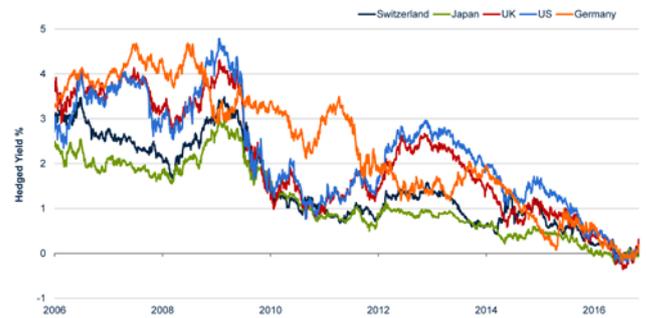
Wie QE die Währungen beeinflusst

In einer der letzten Ausgaben von APROPOS...¹ haben wir bereits die Auswirkungen der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing, QE) auf die Preise für Vermögenswerte erörtert und gelangten zu dem Schluss, dass diese maßgeblich und konstant verzerrt werden. Wir argumentierten, dass die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken entscheidend ist und stellten uns vor, was passieren könnte, wenn diese verschwindet. In dieser Ausgabe gehen wir darauf ein, was passiert, wenn die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken gewahrt bleibt.

Wir sind der Ansicht, dass die Zentralbanken über ihre QE-Programme die Marktpreise um ihren Informationsgehalt gebracht haben. Zentralbanken sind besondere Wirtschaftsakteure, die im Gegensatz zu jenen aus dem Privatsektor nicht nach Profitmaximierung streben. Sie versuchen hingegen, ein stabiles Finanzsystem zu gewährleisten. Um dieses Ziel zu erreichen, agieren sie manchmal genauso wie es Schmerzmittel tun. Schmerzmittel beheben nicht die eigentliche Ursache des Schmerzes, aber sie verzerren das Signal, das an unser Gehirn gesandt wurde. Auf diese Weise *fühlen* wir den Schmerz nicht mehr, obwohl wir uns dessen bewusst sind, dass er immer noch da ist. Mit anderen Worten: Wir lassen uns freiwillig täuschen. Der QE-Mechanismus funktioniert ganz ähnlich. Die Zentralbanken verzerren die Preissignale – also den Informationsgehalt – und, wenngleich den Anlegern durchaus bewusst ist, dass das, was sie sehen, nicht real ist, lassen sie sich doch wiederholt täuschen. Unter diesem Blickwinkel ist QE durchaus ein wirksames Heilmittel.

Da die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken bislang erhalten geblieben ist, konvergierten die Zinsen und die Renditen weltweit praktisch auf null und bewegten sich parallel zueinander. Wie Grafik 1 zeigt, besteht für Anleger festverzinslicher Wertpapiere, deren Referenzwährung der Euro ist, kein Unterschied zwischen einer Anlage in deutschen, US-amerikanischen, britischen, japanischen oder Schweizer Staatsanleihen, sofern die Währungsabsicherungskosten einbezogen werden. Die Renditen dieser Anlagen sind im Grunde identisch und liegen bei null². In einer *Null-Wirtschaft*, d. h. einer Wirtschaft, in der

sämtliche zentrale Variablen (Wachstum, Inflation und Produktivität) gleich null sind, ist ein solches Ergebnis keineswegs überraschend, sondern vielmehr konsistent.



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 1: Erwartete Rendite in Euro auf 1 Jahr einer 10-jährigen Staatsanleihe bei abgesichertem Währungsrisiko

So lange man gemütlich auf dem Sofa sitzt, besteht kein Widerspruch zwischen einem gebrochenen Bein und Schmerzfreiheit (sofern das Schmerzmittel stark genug ist). Möchte man jedoch aufstehen, um sich ein Getränk aus dem Kühlschrank zu holen, hilft auch das stärkste Schmerzmittel nicht beim Gehen – und sollte es auch nur ein einziger Schritt sein. Plötzlich entsteht ein großer Widerspruch, eine starke kognitive Dissonanz zwischen dem vom Schmerzmittel ermöglichten Wohlbefinden und der Realität des gebrochenen Beins. Mit der Wirtschaft verhält es sich ganz ähnlich: So lange sich alle Volkswirtschaften um null bewegen, sind Renditen von null Prozent kein Widerspruch. Allerdings nehmen nicht alle Volkswirtschaften Schmerzmittel aus demselben Grund. Sie sind fundamental verschieden und es gibt keinen Grund zur Annahme, dass sie identische Wege beschreiten.

Je länger allerdings die quantitative Lockerung bestehen bleibt, desto länger werden die fundamentalen Unterschiede durch homogene Renditekurven verschleiert. An einem gewissen Punkt werden diese Unterschiede bei den Fundamentaldaten wieder hervortreten und sowohl die Volkswirtschaften als auch die Finanzmarktpreise werden sich anpassen müssen, um die entsprechenden Ungleich-

¹ Siehe APROPOS... von August 2016: [Wie QE die Preise verzerrt](#).

² Zwischen 2006 und 2008 beispielsweise war die Situation ganz anders. In EUR gerechnet erzielte eine Anlage in deutschen Staatsanleihen (rund 4%) eine doppelt so hohe Rendite, wie eine vergleichbare Anlage in japanischen Anleihen (rund 2%). Heute liegt die Rendite für beide Anleihen bei null (Grafik 1). Bei unserem Beispiel ist zu beachten, dass die Währungsrisiken über zwölf Monate abgesichert sind.



APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

gewichte auszubalancieren. Doch wie sind diese Anpassungen in einer Welt mit glaubwürdigen und daher mächtigen Zentralbanken möglich?

Die Idee einer glaubwürdigen Zentralbank umfasst zum einen, dass die Renditekurve gesteuert wird und zum anderen, dass die Verbraucherpreise auf einem Niveau gehalten werden können, das weder inflationär noch deflationär ist. In einem solchen Umfeld können die Unterschiede zwischen den Volkswirtschaften, insbesondere hinsichtlich Produktivität, Inflation oder etwa möglichem politischem Risiko, weder in der Renditekurve eingepreist noch in der Inflation widerspiegelt werden. Sie müssen also anderweitig ausgedrückt werden.

Der Begriff *Währungskrieg* erinnert uns daran, dass die Wechselkurse zur Anpassungsvariablen erster Wahl geworden sind. Seit Null- oder Negativzinsen sowie QE-Maßnahmen überall zur Normalität geworden sind, hat sich das Verhalten von wichtigen Währungen wie dem Euro (EUR), dem US-Dollar (USD), dem britischen Pfund (GBP), dem Schweizer Franken (CHF) und dem japanischen Yen (JPY) verändert. Sie sind mittlerweile zu dem geworden, was man im Wirtschaftsjargon *Jump Variables* nennt – das sind Variablen, die zum Ausgleich fundamentaler Divergenzen von einem Niveau zum anderen springen.

Die Verhaltensänderung der Währungen erkennt man unter anderem daran, wie sich die Wechselkurse gegenüber Renditeschwankungen verhalten haben. Es ist bekannt, dass Währungen mit steigenden Zinsen aufwerten, während sie mit sinkenden Zinsen abwerten. Die Strategie, in tiefrentierenden Währungen Geld zu leihen, um es in hochrentierenden Währungen anzulegen, nennt sich *Carry Trade*. Vor der globalen Finanzkrise war diese Anlagestrategie sehr beliebt.

In den Grafiken 2, 3, 4 und 5 sind die wichtigsten EUR-Währungspaare mit ihrem jeweiligen Renditespread von zweijährigen Anleihen dargestellt. Grafik 2 zeigt beispielsweise den EURUSD-Wechselkurs und den Renditespread zweijähriger Staatsanleihen, der aktuell zugunsten des US-Dollar ausfällt (rund 150 Basispunkte). Nach dieser einzelnen Kennzahl würde ein EURUSD-Wechselkurs von 1,20 angemessener erscheinen. Die roten Pfeile zeigen, dass die Spreads und die Währungen in den



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 2: EURUSD-Wechselkurs und zweijähriger Renditespread



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 3: EURGBP-Wechselkurs und zweijähriger Renditespread



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 4: EURCHF-Wechselkurs und zweijähriger Renditespread



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 5: EURJPY-Wechselkurs und zweijähriger Renditespread



APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

letzten Jahren ab und an voneinander abwichen. Die Währungen sprangen plötzlich und deutlich in einer sehr kurzen Zeit von einem Niveau zum anderen, ohne dass dies auf die Entwicklung der Renditespreads zurückzuführen wäre. Dieses Phänomen ist erst seit Kurzem zu beobachten. Solche Sprünge gab es in den dunkelsten Stunden der globalen Finanzkrise nicht, selbst nicht, als die Finanzmärkte völlig durcheinander waren. Dies bestätigt, dass die weltweite Vereinheitlichung von QE-Maßnahmen zur Währungsinstabilität führen kann.

Wir sind der festen Überzeugung, dass die Kursentwicklungen der Währungen auch künftig Sprünge verzeichnen werden, und zwar so lange, wie glaubwürdige und mächtige Zentralbanken ihre Niedrigzinspolitik über

die gesamte Renditekurve hinweg sowie weltweit aufrechterhalten können. Diese Politik hat zur Folge, dass sie die Preise um ihren Informationsgehalt bringt, d. h. dass sie die fundamentalen Unterschiede zwischen Ländern durch einen Schleier der Stabilität verhüllt: keine Inflation, keine Zinsen und keine Renditen. Der Währungsmarkt ist der am wenigsten kontrollierte Finanzmarkt und daher der Ort, an dem letztlich die Neugewichtung erfolgt.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

