

Makroperspektiven

Nr. 21, April 2016

"Man kann die Pferde zur Tränke führen, saufen müssen sie selber"

Dieser aktuell wieder viel zitierte und angeblich auf den ehemaligen Wirtschaftsminister der ersten Großen Koalition, Karl Schiller, zurückgehende Ausspruch macht deutlich, vor welchem Dilemma damals wie heute die Geld- und Fiskalpolitik in den USA und Europa steht. Im Februar stellte der „Economist“ die provokante Frage, ob die Notenbanker mit ihrem Latein am Ende seien bzw. ihr gesamtes Pulver bereits verschossen hätten. Aber man sollte trotz der vielen geglückten und weniger geglückten Experimente seit der Finanzkrise nicht die Fähigkeit der Notenbanken unterschätzen, die Finanzmärkte auch heute noch zu überraschen.

Am 10. März war es wieder so weit: Nachdem Mario Draghi noch im Dezember die Finanzmärkte auf dem falschen Fuß, sprich in zu optimistischer Erwartungshaltung, erwischt hatte, hat er diesmal geliefert, ja sogar übererfüllt. Neben der bereits erwarteten Reduktion des Einlagenzinses auf -0,4% sollen auch zukünftig für monatlich 80 statt 60 Mrd.€ Anleihen gekauft werden und zwar erstmals auch Unternehmensanleihen aus dem Nichtbankenbereich. Überraschend war jedoch die Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes von 0,05% auf 0% und die Auflage von Langfristtendern, über die sich Banken sogar zu einem negativen Zinssatz (bis zu -0,4%) Geld bei der EZB leihen können, womit die Folgen aus den „Strafzinsen“ für Einlagen bei der EZB gemildert werden sollen. Im ersten Augenblick entstand der Eindruck, die EZB sei in Panik verfallen, so dass der DAX nach anfänglichen Kursgewinnen wieder 500 Punkte abgab und über 2% im Minus schloss.

Am nächsten Tag setzte sich jedoch die Meinung durch, dass die angekündigten Maßnahmen der EZB zumindest kurzfristig sehr positiv für die Börsen sein werden: Folglich konnten Aktien und Anleihen ihre Vortagesverluste mehr als wettmachen. Unternehmensanleihen aus dem Investmentgrade-, aber auch aus dem Hochzinssegment, bauten ihre Kursgewinne vom Vortag sogar noch weiter aus.

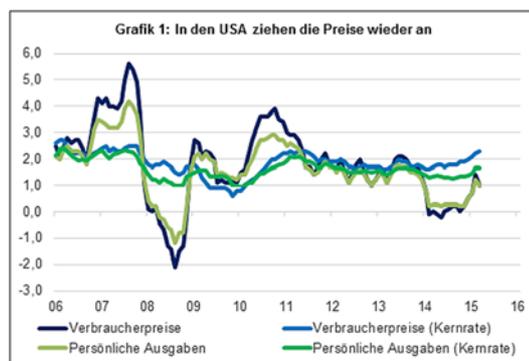
Aber die EZB soll ja mit ihrer Politik weniger die Finanzmärkte bei Laune halten, die sowieso immer zwischen Euphorie und Katerstimmung schwanken, sondern vielmehr die wirtschaftlichen und gesamtgesellschaftlichen Folgen ihrer „Experimente“ im Auge behalten. Hier gilt es vor allem, ihr größtes Kapital, ihre Glaubwürdigkeit und Handlungsfähigkeit, zu erhalten. Hierbei handelt es sich aber nicht nur um ein EZB-spezifisches Problem.

Die FED wagte im Dezember nach sieben Jahren Nullzinspolitik erstmals wieder eine Mini-Zinserhöhung. Das Weltfinanzsystem ist aber offensichtlich immer noch so fragil, dass prompt in den Schwellenländern die Angst umging, die Schuldenlast in US-Dollar nicht mehr tragen zu können.

Nachdem die EZB erst relativ spät auf den Zug der „quantitativen Lockerungspolitik“ aufgesprungen ist, hat sie versucht, die verlorene Zeit durch besondere Entschlossenheit wieder hereinzuholen. Bislang ist es ihr aber auch nicht gelungen, Wachstum und Inflationsrate wieder in Schwung zu bringen. Es besteht durchaus die Gefahr, dass sie in nicht allzu ferner Zukunft als ähnlich hilflos wahrgenommen wird wie die Bank von Japan (BoJ). Beide Notenbanken drücken sich bisher vor der nachhaltigen Sanierung ihrer Banken. Wie in Japan hält auch die EZB „Zombiebanken“ (vor allem in Südeuropa) mit geschenktem Geld oder Notfallkrediten am Leben, anstatt sie abzuwickeln. So ist auch das Angebot an die Banken, sich für die Aufnahme von Zentralbankgeld „bezahlen“ zu lassen, nur auf den ersten Blick attraktiv. Die meisten Banken sind in ihrem Kreditgeschäft eben nicht aufgrund mangelnder Liquidität (sprich Zentralbankgeld) eingeschränkt, sondern durch zu geringe Eigenkapitalquoten. Um hier Abhilfe zu schaffen, müsste die EZB den Banken Eigenkapital zur Verfügung stellen, indem sie sich an Erhöhungen des Aktienkapitals der jeweiligen Institute beteiligt bzw. eigenkapitalähnliche Instrumente von diesen erwirbt.

Der Ausweg: „Deficit Spending“ und „Helicopter Money“

Die Notenbanken verweisen richtigerweise auf die Erfolge ihrer Maßnahmen, auch wenn die Inflationsraten in Japan und der Eurozone weiterhin in der Nähe der Nulllinie liegen. Ohne ihr Eingreifen wäre Japan immer noch tief in der Deflation und die Eurozone vermutlich auf dem Weg dorthin. Der EZB ist es außerdem gelungen, die Liquiditätssituation des Bankensystems zu verbessern und die



Finanzströme innerhalb der Eurozone wiederzubeleben. Trotzdem steigt mit jedem neuen „monetären Experiment“ die Gefahr von „unbeabsichtigten Konsequenzen“, wie wiederum ein Blick nach Japan zeigt: Seitdem die Bank von Japan im Januar erstmals den Notenbankzins auf unter Null gesenkt hat, hat sich der Yen handelsegwichtet um 6%

aufgewertet. Gleichzeitig haben die Aktienkurse nachgegeben und die Gewerkschaften haben ihre ursprüngliche Forderung nach Lohnerhöhungen in der Finanzindustrie fallengelassen – alles Entwicklungen, die nicht gerade für eine Ausdehnung der Negativzinspolitik sprechen. Im Gegensatz zu EZB und BoJ befindet sich die FED in einer komfortableren Position. Am Arbeitsmarkt herrscht nahezu Vollbeschäftigung, die Inflationserwartungen fallen nicht mehr und auch die tatsächliche Inflationsrate ist seit einigen Monaten wieder auf dem Vormarsch. Einzig das sich verschlechternde weltwirtschaftliche Umfeld (Schwäche in den Schwellenländern, Rohstoffpreisverfall, Nachwirkungen der US-Dollar-Aufwertung in 2014/15) hat die FED bislang von einer deutlicheren Verschärfung ihrer Politik abgehalten. Die Erwartungen liegen deshalb bei „nur“ zwei Leitzinserhöhungen im Laufe des Jahres (vgl. Grafik 1).

Wenn die Geldpolitik aber allmählich an ihre Grenzen stößt, müssen die nationalen Regierungen ihre Notenbanken unterstützen. Zwar haben nicht alle Staaten, aber zumindest die USA, Deutschland und China, die Möglichkeit (es hapert meist am politischen Willen), durch die Erhöhung von beispielsweise Infrastrukturausgaben, das Wirtschaftswachstum weltweit anzukurbeln und der allgemein grassierenden Investitionszurückhaltung in der Privatwirtschaft entgegenzuwirken. Nachdem das Phänomen der „säkularen Stagnation“ lange Zeit nur in akademischen Kreisen eine Rolle spielte, hat es mittlerweile auch die Chefetagen vieler Unternehmen erreicht und sorgt dort für Zurückhaltung bei den Investitionen. Für die meisten dieser Projekte spielt es nämlich keine Rolle, ob der Zins bei 1%, 0% oder -1% liegt. Entscheidend sind hier vielmehr die längerfristigen Erwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung, und diese sind eben bestenfalls verhalten.

Seit Jahren drängen deswegen internationale Organisationen wie der IWF oder die OECD darauf, die Geldpolitik durch eine expansive oder zumindest weniger restriktive Fiskalpolitik zu ergänzen. In Deutschland sind diese Forderungen bislang am entschiedensten zurückgewiesen worden. Allerdings musste die deutsche Regierung in den letzten Monaten gezwungenermaßen mehr Geld für die Bewältigung der Flüchtlingskrise ausgeben, was zu einem kurzfristigen Ausgabenstoß im Inland geführt hat. Der Ruf nach höheren Staatsausgaben sollte aber nicht mit der Forderung nach Beendigung der Haushaltskonsolidierung in Frankreich und Südeuropa verwechselt werden. Dort ist die Staatsverschuldung mittlerweile so hoch, dass eine weitere Ausdehnung eher wachstumshemmend wirkt. In Deutschland und den USA sind aber fiskalische Spielräume sehr wohl vorhanden.

Höhere Staatsausgaben wirken deutlich stärker positiv auf Wachstum, Beschäftigung, aber auch Einkommensverteilung (expansive Fiskalpolitik kommt eher Beziehern von Lohneinkommen, expansive Geldpolitik eher den Beziehern von Kapitaleinkommen zugute). Außerdem könnten sie die Notenbanken von dem Einsatz des allseits gefürchteten „Helicopter Money“ abhalten, d.h. der mehr oder weniger offenen Monetisierung der Staatsverschuldung. In diesem Fall gibt die Notenbank dem Staat einen Kredit, z.B. in dem sie Anleihen kauft und im Gegensatz zu den bisherigen QE-Programmen auf deren Rückzahlung verzichtet. Gerade in Deutschland wecken derartige Maßnahmen Erinnerungen an die Hyperinflation 1923. Zwar ist aktuell schwer vorstellbar, dass die EZB rechtlich in der Lage und auch willens ist, diesen Schritt zu gehen. Gleichzeitig fehlt aber auch ein klares Dementi. Wenn aber weiterhin von fiskalischer Seite keine Unterstützung kommt, zwingt man die Notenbank geradezu, noch unkonventionellere Maßnahmen als schon bislang auszuprobieren, um sich gegen eine drohende Rezession zu stemmen.

Wie werden die Finanzmärkte reagieren?

Aber egal, welche Tricks die Notenbanken noch bereithalten, sie beeindruckt die Finanzmärkte immer weniger. Deshalb behält das bereits in unserem Jahresausblick ausgegebene Motto „Back to fundamentals“ seine Gültigkeit. Wir achten wieder mehr auf Fundamentaldaten und zwar sowohl im Großen (Makro-Ebene) wie auch im Kleinen (Unternehmensebene), da sich hier seit einiger Zeit erhebliche Unterschiede aufgebaut haben, die nur bislang durch die Liquiditätsschwemme der Notenbanken verdeckt wurden.



Auf der Makro-Ebene bleibt uns das „Zeitalter der Stagnation“ erhalten, und zwar sowohl in den Schwellen- wie Industrieländern. Dies bedeutet allerdings nicht zwangsläufig eine stärkere Belastung für die Finanzmärkte. Denn „Secular Stagnation“ bedeutet eben nicht Stagnation für alles und für jeden. Auf der Makro-

Ebene hat man den Eindruck, dass die Wirtschaftsdaten in den USA deutlich schlechter als in der Eurozone sind. Für die Finanzmärkte ist allerdings entscheidend, inwieweit die Erwartungen erfüllt werden, was man beispielsweise anhand der von der Citi-Group ermittelten Economic Surprise-Indizes ablesen kann: In den USA haben sich seit einigen Wochen die Daten im Vergleich zu den Schätzungen immer weiter verbessert (oder anders ausgedrückt: die Erwartungen waren zu pessimistisch), während sie in der Eurozone zwischen dem Jahreswechsel und Ende Februar immer deutlicher unter den Erwartungen lagen und erst am aktuellen Rand eine leichte Erholungstendenz erkennen lassen (vgl. Grafik 2).

Ein ähnliches Bild zeigt sich auch auf der Unternehmensebene: Amerikanischen Unternehmen traute man wie bereits seit Mitte letzten Jahres nicht zu, ihre Gewinne zu steigern. Für Deutschland und Europa lagen die Erwartungen dagegen bei hohen einstelligen Zuwachsraten, von denen mittlerweile aber nichts mehr übriggeblieben ist. Diese deutliche relative Verschlechterung ist auch ein Hauptgrund, warum die Wertentwicklung europäischer Aktien seit Jahresbeginn - trotz EZB - negativer als in den USA war.



Tendenziell werden sich die Aktienmärkte in den nächsten Wochen schwertun. Die bald beginnende Berichtssaison für das erste Quartal wird angesichts der Turbulenzen in den letzten Wochen kaum für positive Impulse sorgen. Die Stimmung der Marktteilnehmer ist freilich nach wie vor verhalten,

aber Panik wie zeitweise im Januar und Februar herrscht nicht mehr. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Schwankungsintensität wieder zunehmen wird, ist recht groß. In einem solchen Szenario bieten sich aktuell eher Käufe von Unternehmensanleihen an (vgl. Grafik 3).

Die Spreadausweitung um 0,5% bei Investment-Grade- und 1,7% bei Hochzinsanleihen zwischen dem Jahreswechsel und Mitte Februar ist zwar in den letzten Wochen – und beschleunigt seit der Ankündigung der EZB, auch Unternehmensanleihen kaufen zu wollen – wieder korrigiert worden, die Renditeniveaus sind aber gerade im Verhältnis zu Staatsanleihen und angesichts der beschriebenen Risiken für die Aktienmärkte immer noch attraktiv.

Die größte Gefahr für die Kapitalmärkte in den nächsten Monaten sehen wir darin, dass die FED das Anziehen der Inflation(serwartungen) in den USA bei anhaltend schleppendem Verlauf der Konjunktur unterschätzt und sich dazu veranlasst sieht, schneller und aggressiver den Leitzins anzuheben. Darauf ist gerade der Aktienmarkt nicht vorbereitet. Hier hat nach wie vor die Vorstellung vom „FED-Put“ viele Anhänger, d.h. diese gehen davon aus, dass die FED nichts unternehmen wird, was die Finanzmärkte erschreckt oder gar schadet. Wir wollen uns aber darauf lieber nicht verlassen.

Dr. Ernst Konrad

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.