



Köln, 24. Januar 2018

Kapitalmärkte

Philipp Vorndran

Worte und Taten

Weltweit legt das Zinsniveau zu, wenn auch nur moderat. Ist das der Anfang der lang erwarteten Zinswende? Eher nicht.

Die Weltwirtschaft hat sich 2017 mit einem Realwachstum von 3,6 Prozent überraschend gut entwickelt. Bemerkenswert ist das Wiedererstarren der Eurozone, wo das Wachstum sogar in den Krisenstaaten Italien und Griechenland mit jeweils 1,6 Prozent wieder deutlich positiv ist. Deutschland dürfte 2017 mit 2,6 Prozent eine seiner höchsten Wachstumsraten in dem nunmehr acht Jahre anhaltenden Aufschwung erzielt haben. In den USA ist das Bruttoinlandsprodukt 2017 voraussichtlich um 2,5 Prozent gestiegen und könnte durch die Steuerreform der Trump-Regierung 2018 einen zusätzlichen Schub erfahren. Sollte der Aufschwung noch bis Mitte 2019 anhalten, wäre es der längste der Nachkriegsgeschichte. Dies muss aber nicht zwangsläufig sein baldiges Ende bedeuten, da die Dynamik des aktuellen Zyklus' viel geringer als in früheren Aufschwungphasen ist und die Inflation noch keine Anzeichen einer Überhitzung erkennen lässt.

Allerdings wird die Inflation als treffsicherer Überhitzungsindikator zunehmend infrage gestellt. So befindet sich die Wirtschaft in Deutschland fast schon in einer Hochkonjunktur, die Kapazitäten sind stark ausgelastet, und viele Unternehmen klagen über einen Fachkräftemangel, der inzwischen als größte Konjunkturbremse gilt. Vor allem die Baubranche leidet unter Kapazitätsengpässen, denn die tiefen Zinsen haben einen Immobilienboom entfacht, den die Unternehmen kaum noch abarbeiten können. Dennoch steigen die Löhne und damit auch die Inflation (bislang) nur moderat. Als Gründe gelten die Digitalisierung, die Preistransparenz des Internets und die Globalisierung, die dazu führen, dass die Lohn- und Kostenspirale früherer Zyklen heute sehr viel gedämpfter wirkt.

Die Notenbanken haben nur begrenzten Spielraum

Das wiederum würde bedeuten, dass die Notenbanken zukünftig die Zinsen weitaus weniger stark erhöhen müssten als in früheren Zyklen. Außerdem könnte der Konjunkturzyklus schon weiter fortgeschritten sein, als es die immer noch niedrige Inflationsrate anzeigt. So warnt etwa Stefan Kooths vom Kieler Institut für Weltwirtschaft (IfW), dass die Hochkonjunktur in Deutschland bereits den Keim der nächsten Krise in sich trägt. Nicht nur die Staaten, sondern auch immer mehr Unternehmen und private Schuldner seien von Billigkrediten abhängig, die sie im Falle eines deutlichen Zinsanstiegs auf Dauer nicht mehr bedienen könnten. Dies könnte zu einer Marktberreinigung führen mit erheblichen Kreditrisiken für die Banken und damit die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Wir hatten auf diese Risiken schon öfter hingewiesen und gehen davon

aus, dass sie auch den Zentralbanken, insbesondere der EZB, bekannt sind. Allein dies macht eine Zinswende unwahrscheinlich.

Was aber, wenn es zu einem unerwarteten Anstieg der Inflation käme, die das magische Ziel von zwei Prozent sogar deutlich übersteigen würde? Dann stünden die Notenbanken vor der Entscheidung, entweder die Inflation mit höheren Zinsen zu bekämpfen oder die Schuldner – und damit das Finanzsystem – mit weiterhin niedrigen Zinsen retten zu wollen.

Viel spricht für Letzteres – ein sehr zaghaftes Vorgehen, das sehr um die „Finanzstabilität“ bemüht ist. Vor allem die EZB, die ja auch noch den Euro zusammenhalten will, der durch eine Zinswende gefährdet wäre, hat dazu bereits die argumentative Vorarbeit geleistet. Falls die Inflation einmal über das Ziel hinausschießen sollte, würde laut EZB-Chef Mario Draghi ein Gegensteuern erst dann erfolgen, wenn die Überschreitung der Zwei-Prozent-Marke als nachhaltig anzusehen sei. So wird Inflation zur Ansichtssache. Einen Zinserhöhungsautomatismus gibt es nicht.

Auch die japanische Notenbank hat sich ein Hintertürchen offen gelassen. Ähnlich wie die EZB hat auch sie vorsorglich angekündigt, dass ein etwaiges Überschreiten der in weiter Ferne liegenden Inflationsmarke von zwei Prozent nicht zu einer Änderung ihrer Zinspolitik führen müsse, solange sie den Inflationsanstieg als nicht nachhaltig erachtet.

Während also die EZB und Bank of Japan noch lange an ihrer Tiefzinspolitik festhalten dürften, sieht es in den USA so aus, als stünde eine Zinswende bevor. Die Fed hat nicht nur den Leitzins mehrmals auf eine Bandbreite von inzwischen 1,25 bis 1,50 Prozent erhöht, sondern sie hat auch angefangen, ihren Bestand an Anleihen abzubauen. Damit entzieht sie dem Markt Liquidität und operiert in die entgegengesetzte Richtung zur EZB, die noch bis mindestens September 2018 Anleihen kauft, und die Bank of Japan, die dies noch auf unbestimmte Zeit zu tun gedenkt. In Summe könnte die Kehrtwende der Fed aber bedeuten, dass die vier großen Notenbanken (Fed, EZB, Bank of Japan, Bank of England) ab Ende 2018 erstmals seit der Finanzkrise dem Finanzmarkt Liquidität entziehen statt zuzuführen.

Ob es aber tatsächlich dazu kommt, ist noch gar nicht so ausgemacht, wie allgemein erwartet: Die Fed muss den Abbau ihrer Bilanz im angekündigten Tempo vorantreiben, die EZB ihr QE-Programm auch tatsächlich beenden, und die Bank of Japan muss deutlich weniger Anleihen kaufen, als ihr selbst gesetztes Limit von 80 Billion Yen im Jahr vorsieht.

Aber dieser Liquiditätsentzug wird als das häufigste Argument für eine bevorstehende Zinswende angeführt. Dagegen spricht, dass Japan die Rendite zehnjähriger Anleihen bis auf weiteres per Dekret bei ca. null Prozent zementiert hat, ohne in großem Stile Anleihen kaufen zu müssen, denn der Markt hält die Ankündigung der BoJ für glaubwürdig und ihre „Feuerkraft“ für ausreichend. Es reichen Worte, weil die Investoren davon ausgehen können, dass diesen im Zweifel Taten folgen.



RECHTLICHER HINWEIS

Diese Veröffentlichung dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen der Flossbach von Storch AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung der Flossbach von Storch AG wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung der Flossbach von Storch AG zulässig.

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

