

Nr. 13, Juli 2013

Was wir den Notenbanken verdanken

Heute gehört es fast schon zum guten Ton, die Notenbanken zu kritisieren. Konservative Kreise aus dem Umfeld der Republikaner in den USA, der Bank for International Settlements in Basel oder der Bundesbank in Deutschland werfen FED und EZB vor, sie würden mit ihrer Politik die Wirtschaft destabilisieren und sehnen sich nach einer Rückkehr zur geldpolitischen Orthodoxie früherer Zeiten. Für die Unwirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen der letzten Jahre werden dabei gerne das unterdurchschnittliche Wirtschaftswachstum in den USA und die weiterhin nicht gelösten Probleme in der Eurozone angeführt.

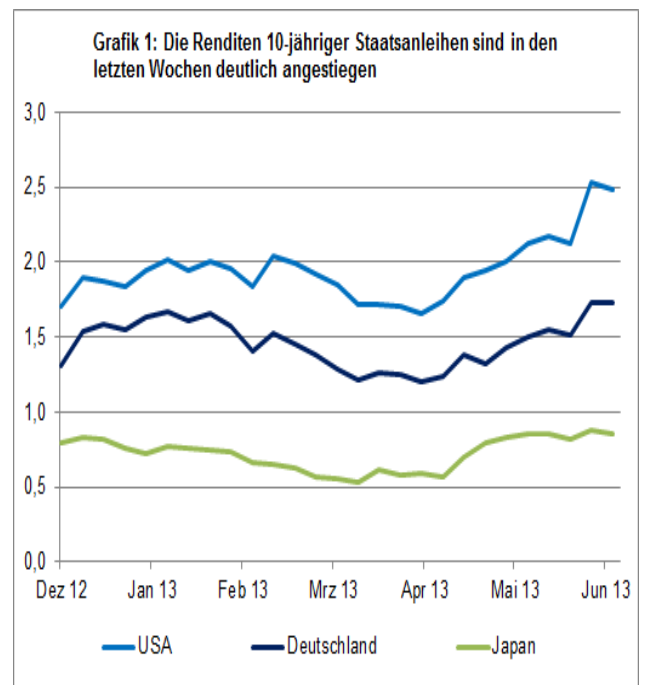
Im Gegensatz hierzu beschuldigen liberale Ökonomen wie der Nobelpreisträger Paul Krugman die FED, zu zögerlich gewesen zu sein und damit eine schnellere konjunkturelle Erholung nach der Finanzkrise verspielt zu haben. Ähnliches hört man vereinzelt auch aus Europa, wo sich die EZB vermeintlich zu langsam aus der ideologischen Umklammerung der Bundesbank gelöst hat und bis zu Mario Draghis Befreiungsschlag im Spätsommer letzten Jahres beinahe den Fortbestand der Eurozone gefährdet hätte.

Trotz all dieser Kritik, die zum Teil auch berechtigt sein mag, sollte man aber nicht vergessen, dass die Finanzkrise des Jahres 2008 ohne das Eingreifen der Notenbanken in eine Weltwirtschaftskrise gemündet hätte und der Euro vermutlich bereits Geschichte wäre. Von fiskalischer Seite kam nach 2008 kaum Unterstützung oder sogar Gegenwind, da die Politik in den USA und in der Eurozone heillos zerstritten über den Umgang mit Staatsdefiziten und öffentlichen Verschuldungsquoten ist. Die Notenbanken mussten also nicht nur gegen die Kontraktion der privaten Nachfrage im Nachgang der Finanzkrise ankämpfen, sondern zunehmend auch gegen die Sparpolitik vieler Staaten. Sie waren dadurch geradezu gezwungen, sich auf bislang unbekanntes Terrain vorzuwagen. Das Ausprobieren neuer Strategien, vor allem der massive Kauf von Anleihen im Rahmen der Quantitative Easing-Programme der FED, war und ist freilich nicht ohne Risiko. Man denke nur an die inflationäre Wirkung der Monetisierung von Staatsdefiziten. Aber im Vergleich zu denkbaren Alternativen - wie etwa das von den Anhängern des österreichischen Ökonomen Hayek propagierte Nichtstun bzw. Schulterzucken -, waren die Maßnahmen der Notenbanken zumindest weniger schädlich für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung.

Der schwierigste Teil des geldpolitischen Experiments steht uns allerdings noch bevor: Wie wird vor allem

die FED ihren Abschied von der ultralockeren Geldpolitik bewerkstelligen? Hierbei geht es nicht nur um das Timing, sondern vor allem um die Kommunikation der weiteren Strategie in einem nach wie vor instabilen Umfeld. Die Kunst besteht darin, die Geldpolitik nicht zu früh zu verschärfen, um nicht die Konjunktur abzuwürgen, aber gleichzeitig die Finanzmärkte rechtzeitig auf Änderungen einzustimmen. Hierbei gab es jedoch in den letzten Wochen einige Irritationen.

Das erklärte Ziel der QE-Politik in den USA und Japan sowie des bislang noch nicht getesteten OMT-Programms der EZB ist, die langfristigen Renditen am Anleihemarkt auf niedrigem Niveau zu halten. Die klassische Geldpolitik nimmt hingegen auf die Geldmarktzinsen Einfluss. Der Rückgang der Anleiherenditen über die letzten Jahre hat aber nicht nur zu geringeren Finanzierungskosten für Unternehmen und private Haushalte geführt und damit das Wirtschaftswachstum gefördert, sondern eben auch viele Investoren in riskantere Anlageklassen getrieben.



Diese Portfolioumschichtungen halten aber nur solange an, als die Notenbanken die „Lufthoheit“ über die Anleihemärkte haben. Diese scheint allerdings in den letzten Wochen zumindest vorübergehend verloren gegangen zu sein, wie der jüngste Anstieg der Renditen in den USA, Deutschland und auch Japan zeigt (vgl. Grafik 1). Gleichzeitig haben Anlageklassen, die

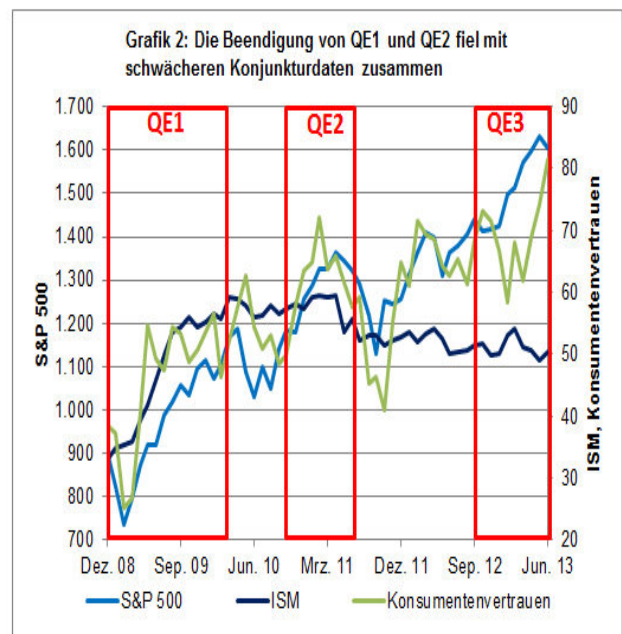
besonders von der Liquiditätsschwemme profitiert haben, beispielsweise Anleihen und Aktien aus Schwellenländern oder japanische Aktien, überproportional verloren. Der Grund für diesen „Sell-off“ ist zum einen in Japan zu suchen, wo es der Notenbank bislang nicht gelungen ist, im Rahmen ihrer Antideflationspolitik die Anleiherenditen zu stabilisieren und zum anderen in den Aussagen verschiedener FED-Mitglieder in den letzten Wochen, die die Finanzmärkte als Auftakt zu einer weniger expansiven Geldpolitik interpretiert haben.

Geldpolitik weniger expansiv

Die FED hat immer wieder betont, dass es so lange keine wesentliche Änderung in der Geldpolitik gibt, bis die Arbeitslosenquote unter 7% gesunken ist - vorausgesetzt, die Inflationserwartungen bleiben stabil. Die FED möchte also erst deutliche Anzeichen eines sich selbst tragenden Wirtschaftsaufschwungs sehen, bevor sie eine Anpassung des laufenden Anleihekaufprogramms vornimmt. Die Aussagen Bernankes auf der Pressekonferenz nach der letzten FED-Sitzung im Juni wurden von den Finanzmärkten als Anfang vom Ende der Anleihekäufe interpretiert, d.h. erste Reduzierungen gegen Jahresende und Beendigung Mitte 2014. Die Wirtschaftsdaten in den USA sind in letzter Zeit allerdings bestenfalls gemischt ausgefallen. Im Durchschnitt wird auch nur ein für US-Verhältnisse geringes Wachstum von etwa 2% für 2013 erwartet, was freilich angesichts der fiskalischen Kontraktion von 1,8% der Wirtschaftsleistung beachtlich ist. Aus diesem Grunde ist es eigentlich erstaunlich, dass die FED gerade jetzt die Finanzmärkte auf eine weniger expansive Geldpolitik vorbereitet.

Hierfür gibt es zwei mögliche Erklärungen: Entweder die Entwicklung am Arbeitsmarkt oder die Furcht vor erneuten Spekulationsblasen. Die FED geht von einem deutlich schnelleren Abbau der Arbeitslosigkeit aus als der Konsens. Diese Einschätzung könnte sie veranlasst haben, frühzeitig die Finanzmärkte auf eine Änderung der bisherigen Politik einzustimmen. Zum anderen ist sich die FED sehr wohl bewusst, dass die von ihr geschaffene Liquidität zu spekulativen Exzessen an den Finanzmärkten beigetragen hat. Anzeichen sind bereits in Segmenten der US-Anleihemärkte, vor allem in Form deutlich abnehmender Kreditqualität, und in einigen Schwellenländern sichtbar. Die FED möchte sich auf keinen Fall erneut dem Vorwurf aussetzen, wie vor der Finanzkrise tatenlos der Bildung von Spekulationsblasen zugesehen und letztlich zu spät reagiert zu haben. Die jüngsten Kursrückgänge sprechen jedenfalls für diese Interpretation, obwohl sie von Bernanke zurückgewiesen wurde. Wenn die FED tatsächlich der Gefahr von Spekulationsblasen entgegen treten wollte,

hat sie bereits einen Teilerfolg errungen. Außerdem wird die Geldpolitik nicht abrupt restriktiv, sondern nur etwas weniger expansiv. Der Ausstieg aus QE3 bleibt abhängig von den makroökonomischen Daten und unterscheidet sich damit fundamental von den vorherigen Programmen QE1 und QE2, die jeweils ein festes Enddatum hatten und genau dann beendet wurden, als die US-Konjunktur wieder einen Schwächeanfall erlitt (vgl. Grafik 2). Sollte sich die FED mit ihrer Konjunktüreinschätzung irren, ist also auch eine zeitliche Streckung des Anleihekaufprogramms möglich. Einige FED-Mitglieder haben sich bereits in diese Richtung geäußert.

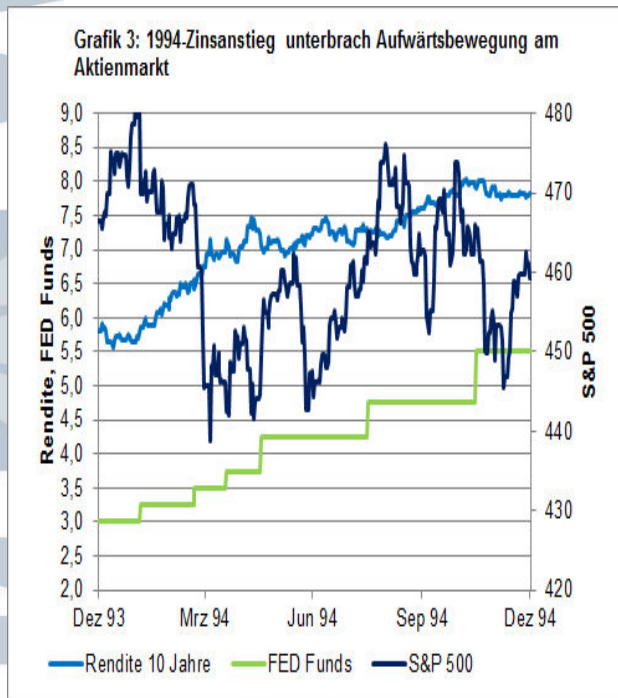


In Japan sind die Renditen seit der Ankündigung massiver Anleihekäufe Anfang April kontinuierlich von 0,50% bis auf 0,85% Ende Juni gestiegen. Diese Entwicklung wird nun gerne so interpretiert, dass geldpolitische Maßnahmen in Japan wie so oft in der Vergangenheit wirkungslos verpuffen. Berücksichtigt man allerdings, dass gleichzeitig die Erwartungen für Wachstum und Inflation über die letzten Monate kontinuierlich nach oben angepasst wurden, sieht der Renditeanstieg weit weniger dramatisch aus. Das Versprechen der japanischen Notenbank, in den nächsten 12 Monaten ihre Bilanzsumme zu verdoppeln, steht jedenfalls weiterhin im Raum.

Die Eurozone wird den Rest des Jahres in der Rezession verharren und sich auch 2014 nur sehr langsam erholen. Die EZB hat zwar die Finanzierungsprobleme der Banken und südeuropäischen Staaten gemildert, gegen die finanzielle Fragmentierung in der Eurozone, d.h. hohe Zinsen für Kredite an Haushalte und Unternehmen in

Südeuropa und niedrige Zinsen in Deutschland, hat sie aber bislang kein Mittel gefunden. Durch den Zwang zur Bilanzverkürzung vieler südeuropäischer Banken ist der klassische Transmissionsmechanismus – Zentralbank stellt den Geschäftsbanken Liquidität zur Verfügung, damit diese mehr Kredite vergeben – unterbrochen. Hinzu kommt, dass sich die Banken aus der Kerneurozone sukzessive aus dem Kreditgeschäft in der Peripherie zurückgezogen haben. Die EZB wird ihre Geldpolitik auf absehbare Zeit nicht verschärfen und dies auch so kommunizieren. Sollte sich der Euro weiter aufwerten, könnte sogar nochmals eine Zinssenkung erfolgen bzw. die Zinsen auf die Einlagen der Banken bei der EZB negativ werden. Für großangelegte Anleihekaufprogramme fehlt der EZB aktuell das Mandat und sie wird wahrscheinlich auch vor der für Herbst erwarteten Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts nichts in dieser Richtung unternehmen.

Zusammenfassend gehen wir von einer Fortdauer des status quo bis zum Jahresende aus. Die FED wird je nach Datenlage ihre bisherige Strategie der Anleihekäufe anpassen. Diese „Pfadabhängigkeit“ birgt aber auch Risiken: Gerade die Anleihemärkte werden wahrscheinlich auf jede positive Nachricht über die US-Konjunktur mit Kursverlusten reagieren, da sie darin ein Vorzeichen für eine schnellere Beendigung von QE sehen.

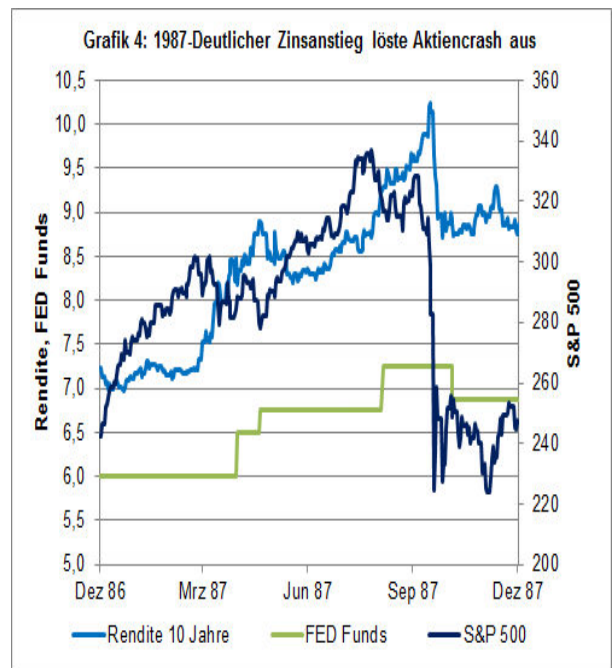


Wie gefährlich ist der Zinsanstieg?

Wendepunkte in der Geldpolitik der FED waren in der Vergangenheit häufiger von steigenden Zinsen und

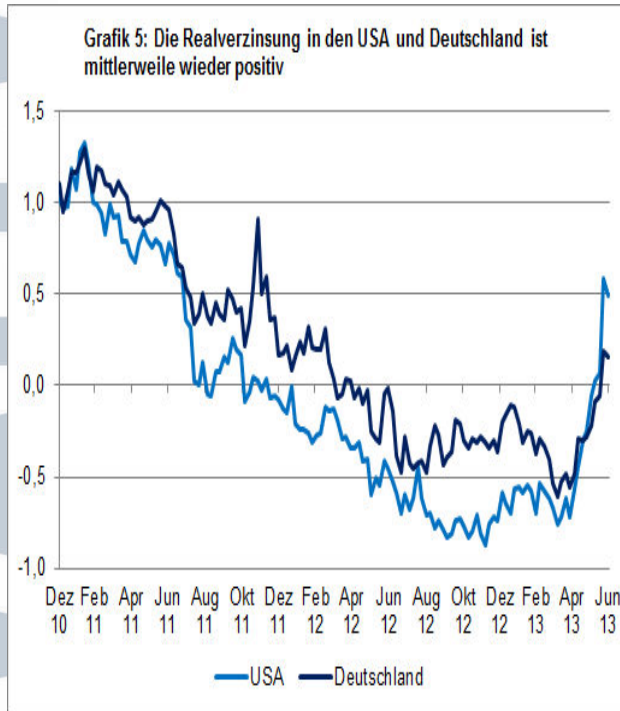
fallenden Aktienkursen begleitet. Dabei werden Erinnerungen an das Jahr 1994 oder gar 1987 wach. 1994 erhöhte die FED die Zinsen im Schlepptau eines boomenden Arbeitsmarktes innerhalb von 12 Monaten von 3% auf 5,5%, die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen stieg von 6% auf über 8% und sorgte für eine Pause mit zwischenzeitlich zweistelligen Verlusten im Aktien-Bullenmarkt der 1990er Jahre (vgl. Grafik 3).

Noch schlimmer war es 1987: Dem Crash im Oktober (zwischenzeitlich -30% im S&P 500) gingen steigende Aktienkurse (+35% seit Jahresanfang) und gleichzeitig steigende Anleiherenditen (von 7% auf über 10%) voraus. Die FED erhöhte zwar die kurzfristigen Zinsen innerhalb weniger Wochen um 1,25%, konnte aber den Anstieg der Konsumentenpreise von 1% zu Beginn des Jahres 1987 bis auf 4,5% im Oktober zuerst nicht bremsen. Hinzu kam ein Streit zwischen Deutschland und den USA über die richtige Geld- und Wechselkurspolitik. Auf den Finanzmärkten entstand jedenfalls der Eindruck, die FED habe die Kontrolle über die Preisentwicklung weitgehend verloren (vgl. Grafik 4).



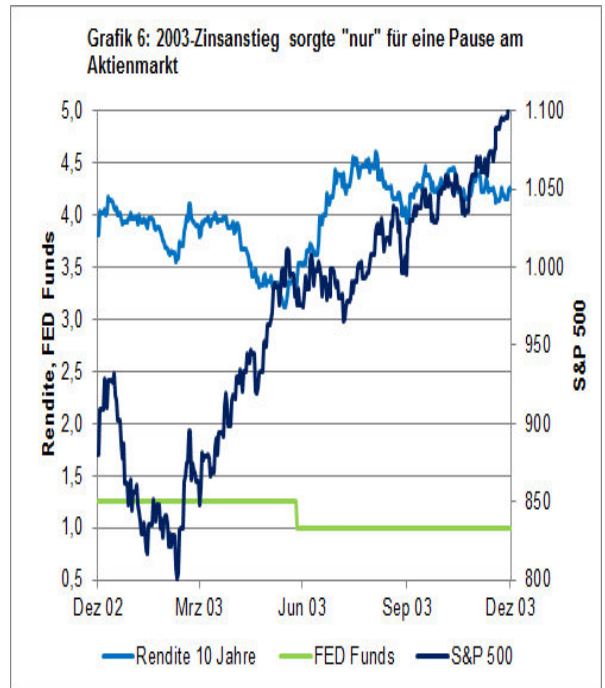
Die aktuelle Situation ist mit diesen beiden historischen Beispielen aber nicht vergleichbar. Die tatsächliche Preisentwicklung und auch die Inflationserwartungen sind unter Kontrolle. In den letzten Wochen ging der Anstieg der US-Renditen sogar mit rückläufigen Inflationserwartungen einher, so dass sich die realen Renditen wieder der Null-Linie nähern (vgl. Grafik 5). Steigende und wieder positive Realrenditen sind zwar einerseits ein Indiz für wachsende Zuversicht in realwirtschaftliches Wachstum. Andererseits sprechen zurückgehende

Inflationserwartungen dafür, dass immer noch disinflationäre Tendenzen wirksam sind, die nur teilweise mit sinkenden Rohstoffpreisen erklärt werden können. Anziehende Inflationserwartungen infolge eines starken Konjunkturaufschwungs sind im Gegensatz zu 1987 oder 1994 aktuell jedenfalls kein Thema.



Parallelen gibt es hingegen zur Situation im Sommer 2003. Nachdem der S&P 500 zwischen Januar und Juni um 15% zugelegt hatte, fiel er bis August infolge eines deutlichen Renditeanstiegs um 5% zurück. Anschließend beruhigte sich der US-Rentenmarkt wieder, Aktien konnten ihre Aufwärtsbewegung fortsetzen und beendeten das Jahr mit einer Wertentwicklung von +26% (vgl. Grafik 6).

Neben den Auswirkungen für den Aktienmarkt hat der Renditeanstieg aber auch Folgen für die Realwirtschaft. So profitieren Banken zwar im Allgemeinen über ihr Kreditgeschäft von einer steileren Zinsstrukturkurve. Andererseits haben sie über die letzten Jahre den Bestand an Staatsanleihen in ihrer Bilanz stark aufgestockt. Im Falle von Kursverlusten sind gegebenenfalls Abschreibungen zu Lasten des Eigenkapitals nötig, was es den Banken schwerer macht, die strengeren Eigenkapitalanforderungen zu erfüllen. Der positive Effekt der steileren Zinsstruktur wird sich wahrscheinlich erst mittelfristig durchsetzen, kurzfristig kann es aber zu erhöhtem Kapitalbedarf des Bankensektors kommen.



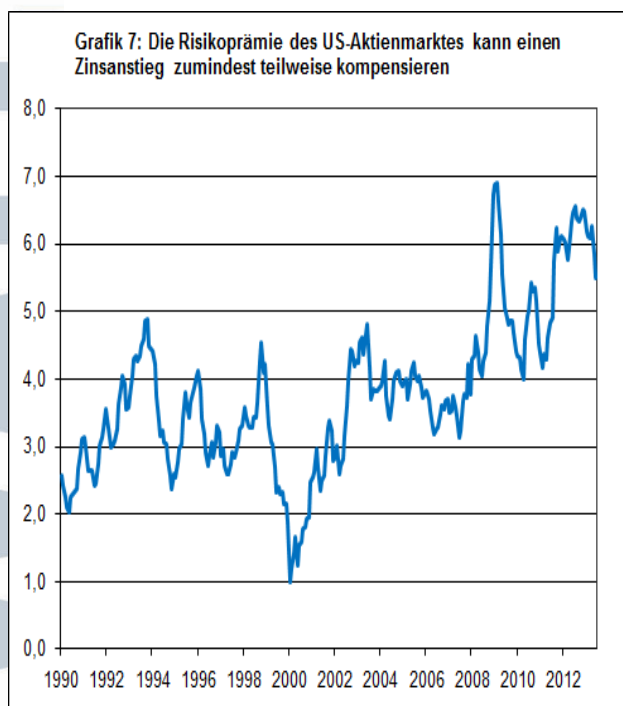
Anlagestrategie: Aktien attraktiv

Zwar hat die expansive Notenbankpolitik der letzten Jahre den meisten Anlageklassen zu einem Gipfelsturm verholfen. In den letzten Wochen haben aber vor allem diejenigen verloren, die besonders von dieser Liquiditätsschwemme profitiert haben. Für die Einschätzung der zukünftigen Chancen ist aber vor allem die Bewertung entscheidend.

Dabei sieht es für die Aktienmärkte in den USA und Europa gar nicht so schlecht aus. Betrachtet man beispielsweise klassische Diskontierungsmodelle, so ist neben dem erwarteten Gewinn- bzw. Dividendenwachstum der Zinssatz entscheidend, mit dem dieses abdiskontiert wird. Dieser Diskontierungssatz ergibt sich typischerweise aus der Rendite von Staatsanleihen zuzüglich einer Risikoprämie.

Die Notenbanken haben in der Vergangenheit zwar die Anleiherenditen gesenkt, die vom Markt geforderte Risikoprämie hat sich allerdings gleichzeitig so stark erhöht, dass der Diskontierungssatz weitgehend konstant geblieben ist. Der jüngste Anstieg der Anleiherenditen konnte zumindest teilweise durch einen Rückgang der Risikoprämie aufgefangen werden, d.h. der Renditeanstieg um 0,8% wurde durch einen annähernd gleichgroßen Rückgang in der Risikoprämie von 6,2% auf 5,5% ausgeglichen. Dies erklärt auch, warum sich die Aktienmärkte in den USA und Europa verhältnismäßig gut gehalten haben. Die aktuelle Risikoprämie des US-Aktienmarktes gegenüber Staatsanleihen liegt mit 5,5% deutlich über

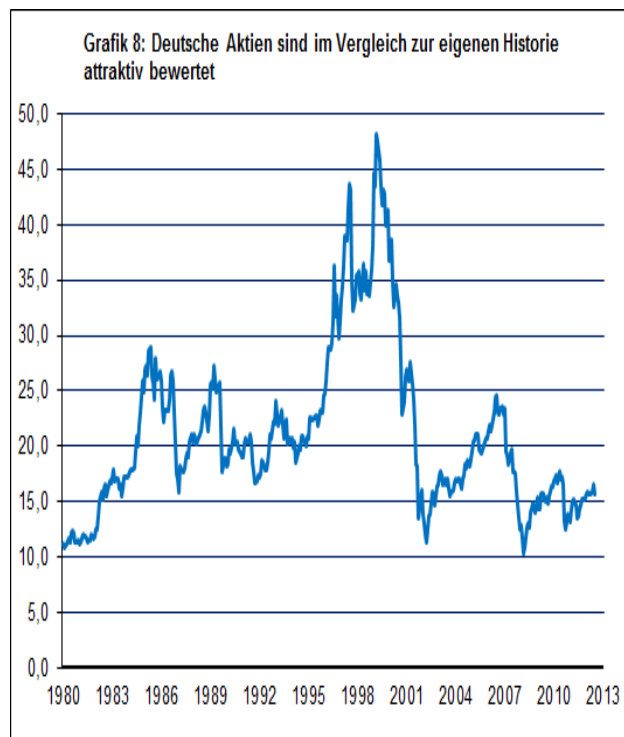
dem Durchschnitt seit 1990 von 3,8%. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen könnte somit um nochmals 1,7% ansteigen, bevor die Risikoprämie auf ihren Durchschnittswert fallen würde (falls die übrigen Parameter zur Berechnung der Risikoprämie, nämlich Dividendenrendite und Dividendenwachstum unverändert blieben). Wir wären dann bei einem Renditeniveau von über 4%, das zuletzt vor der Lehman-Pleite erreicht wurde. Selbst ein weiterer Anstieg der Anleiherenditen in den USA oder Deutschland würde damit einen Großteil seines Schreckens verlieren (vgl. Grafik 7).



Die Argumentation, dass Risikoprämien einen Anstieg der Rendite von Staatsanleihen abmildern können, gilt prinzipiell auch für Unternehmensanleihen. Allerdings ist deren Risikoprämie, zumindest im Investment-Grade-Bereich, über die letzten 12 Monate derart stark abgeschmolzen, dass die Fähigkeit zum Ausgleich steigender Staatsanleiherenditen weit geringer als im Aktienmarkt ist.

Die relative Attraktivität der Aktienmärkte gegenüber Staatsanleihen wäre allerdings nur ein schwacher Trost, wenn Aktien absolut teuer wären. Dies ist aber zumindest für Europa bzw. Deutschland keineswegs der Fall. Im Gegenteil: Das aktuelle Shiller-KGV für den DAX (d.h. das KGV bezogen auf den Durchschnittsgewinn der letzten 10 Jahre) beträgt 16. Bei Werten zwischen 15 und 20 konnten sich Anleger seit 1980 im Durchschnitt über zweistellige Kursgewinne pro Jahr (über rollierende 5-Jahres-Perioden) freuen (vgl. Grafik 8). Leider gelten diese Aussagen nur auf die mittlere Frist und eignen sich nicht als kurzfristiges Timing-Instrument.

Weniger attraktiv sind aktuell Anlagen in Schwellenländer. Nachdem Rohstoffexporteure wie Brasilien oder Südafrika bereits unter der schwindenden Nachfrage aus China leiden und mittlerweile ein deutliches Leistungsbilanzdefizit aufweisen, wie im übrigen auch die Türkei, sind diese Länder mehr denn je auf Kapitalzuflüsse aus dem Ausland angewiesen. Die zunehmende Risikoaversion der letzten Wochen und der Renditeanstieg in den USA und Deutschland hat die Attraktivität der dortigen Anleihemärkte aber im Gegenteil weiter vermindert. Auch die Hoffnung, dass die Abwertung des Yen japanische Investoren verstärkt in die Finanzmärkte der Schwellenländer lockt, hat sich bislang nicht erfüllt.



Shiller KGV	Unter 15	15 - 20	20 - 25	25 - 30	Über 30	Gesamt
Wertentwicklung (5 J. p.a.) in %	20,2	11,8	10,9	-2,2	-6,1	8,9
Häufigkeit	37	108	101	36	49	331

Fazit

Seit Ende Mai befinden sich die Aktien- und Anleihemärkte im Rückwärtsgang. Wir machen uns allerdings keine größeren Sorgen über die Aktienmärkte in den USA und Europa. Denn die jüngsten Kursverluste haben sie wieder in stärkerem Maße in Einklang mit

ihrem fundamentalen Umfeld gebracht. Sollte die FED außerdem mit ihrem Szenario aus rückläufiger Arbeitslosigkeit und stärkerem Wirtschaftswachstum Recht behalten, wird dies über kurz oder lang den Aktienmärkten zugutekommen.

Anders sieht es auf den Anleihemärkten aus. Die niedrigen Renditen für Staatsanleihen haben Investoren in riskantere Anleihesegmente gelockt (aber kaum in Aktien), deren Volatilität in den letzten Jahren viel geringer war als vor der Finanzkrise. Auf den jüngsten Anstieg der Volatilität haben viele Investoren aber mit Verkäufen reagiert und entsprechende Kursverluste ausgelöst. Diese Entwicklung könnte sich fortsetzen, wobei die Gefahr des sogenannten „overshooting“ besteht, d.h. übermäßiger, durch das fundamentale Umfeld nicht mehr zu erklärender, Kursverluste. Besonders gefährdet sind in diesem Zusammenhang Anleihen aus Schwellenländern sowie in den USA Hochzinsanleihen und hypotheckenbesicherte Papiere.

Dr. Ernst Konrad
Tel.: +49-89-255 466-0

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 sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden 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 Quellen für die Grafiken sind, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg und IBES.