

# MAKROPERSPEKTIVEN

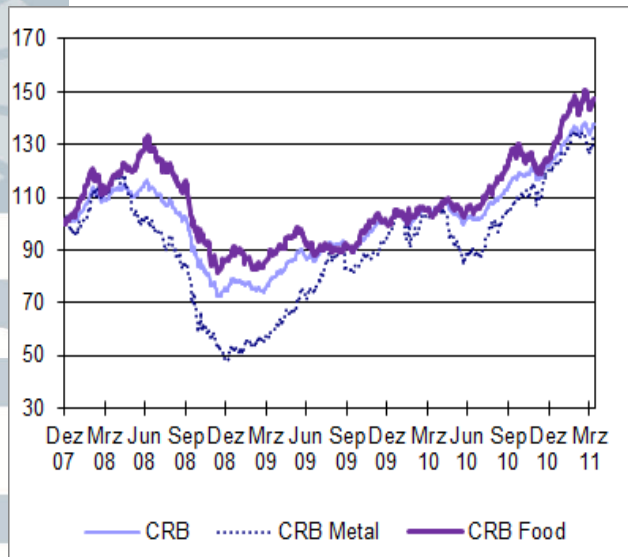
Nr. 6, April 2011

## Das Dilemma der Notenbanken

Im 18. Jahrhundert war Geldpolitik noch einfach. Die Bank of England steuerte die Geldversorgung lediglich nach der Windrichtung: Blies der Wind von Osten, kamen viele Schiffe auf der Themse nach London, der Warenumsatz nahm zu und mit ihm die Nachfrage nach Geld zur Bezahlung dieser Waren. In einer solchen Situation erhöhte die Bank of England den Geldumlauf. Herrschte Flaute, kamen weniger Schiffe und es war kein zusätzliches Geld nötig.

Bleibt man bei der Wetter-Analogie, so haben die Notenbanken weltweit auf den „Sturm“ der Finanzkrise mit einer gewaltigen Ausweitung der Geldversorgung reagiert: Die „Monetäre Basis“ der Bank of England erhöhte sich seit 2007 um 200%, die der FED um 150% und die der EZB um immerhin noch 50%. Seit jedoch die Rohstoffpreise wieder anziehen (vgl. Grafik 1), wird der Ton der Notenbanken schärfer, das Zauberwort heißt „Exit-Strategie“, also die Rückführung der über die letzten Jahre reichlich gewährten Liquidität.

**Grafik 1: Die Rohstoffpreise sind seit Mitte 2010 um 50% gestiegen**

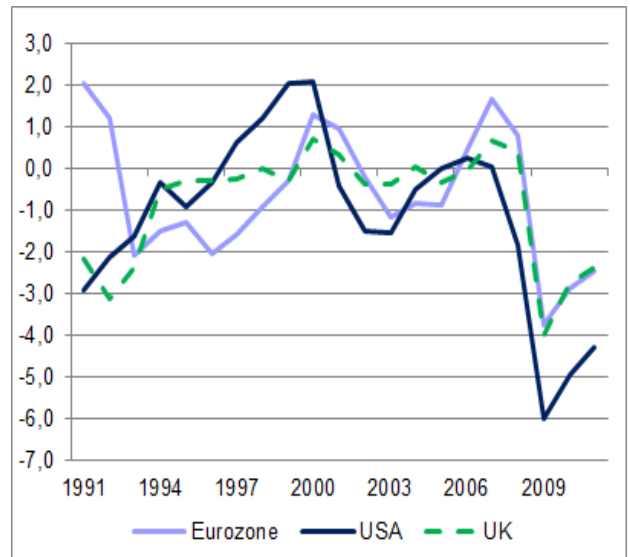


Dabei stehen FED & Co allerdings vor einem Dilemma: Gefährden Zinserhöhungen den konjunkturellen Aufschwung und die Stabilität des Bankensystems oder wird die Fortsetzung der bisherigen Politik nicht nur die Güterpreise inflationieren, sondern auch die Bewertungen an den Börsen und damit schlimmstenfalls erneut die Stabilität des Weltfinanzsystems gefährden?

### Woher kommt die Inflation?

Typischerweise tritt Inflation erst gegen Ende eines Konjunkturaufschwungs auf, aktuell stehen wir allerdings erst am Anfang eines solchen. Obwohl sich die konjunkturellen Frühindikatoren in der Eurozone und den USA auf Mehrjahreshochs befinden, sind die Wachstumsverluste aus der Finanzkrise immer noch nicht aufgeholt, wie sich an der im historischen Vergleich deutlichen Produktionslücke (output gap) von 2,5% in der Eurozone und über 4% in den USA ablesen lässt (vgl. Grafik 2).

**Grafik 2: Die Produktionslücke hat in den westlichen Industrieländern den höchsten Stand seit 20 Jahren erreicht**



Klassische Inflationsindikatoren wie Geldmengenwachstum oder Lohnentwicklung stellen aktuell noch keine Bedrohung für die Preisstabilität dar. Einzig der jüngste Anstieg der Rohstoffpreise bereitet vielen Notenbankern Sorge, da er Erinnerungen an die 70er und 80er Jahre weckt.

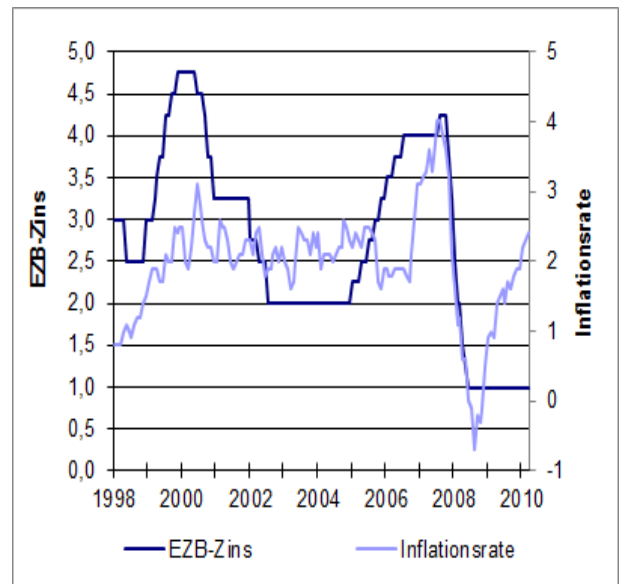
Zwar gab es damals wie heute Konflikte in und mit der arabischen Welt, die eine gewisse politische Prämie im Ölpreis rechtfertigt; allerdings sind die Auseinandersetzungen in Libyen oder Bahrain kaum mit dem OPEC-Embargo von 1973/74 oder der Revolution im Iran 1980 vergleichbar. Hinter dem jüngsten Preisanstieg stecken vielmehr Nachfrageeffekte, die mit der amerikanischen Geldpolitik und dem System starrer Wechselkurse der meisten asiatischen Länder gegenüber dem US-Dollar zu tun haben.

Denn durch die Bindung an den US-Dollar übertrug sich die amerikanische Geldpolitik auf China und viele andere asiatische Länder und löste dort einen Wirtschaftsboom aus, der die Nachfrage nach Rohstoffen explodieren ließ und zu entsprechenden Preiserhöhungen führte. Der Aufschwung in den Schwellenländern hat bereits seinen Niederschlag in der Lohnentwicklung gefunden. In China und Indien werden in diesem Jahr die Löhne zwischen 10% und 15% steigen. Zum ersten Mal seit Jahren werden die Importe aus den Schwellenländern für die westlichen Industrieländer nicht mehr den Preisauftrieb dämpfen, sondern beschleunigen. Die Notenbanken sehen sich also dem klassischen Phänomen der importierten Inflation gegenüber.

**Mutmaßliche Reaktion der Zentralbanken**  
Prinzipiell ist importierte Inflation schwerer zu bekämpfen als hausgemachte. Eine Möglichkeit besteht in der Stärkung der eigenen Währung. Diese Strategie haben Vertreter der EZB im Sinne, wenn sie, wie Jean-Claude Trichet Anfang März, von „erhöhter Wach-

samkeit“ (strong vigilance) gegenüber der Preisentwicklung sprechen. Seither hat der Euro handelsgewichtet um 2,5% zugelegt. Die Finanzmärkte haben sich inzwischen auf eine erste Zinserhöhung um 0,25% im April eingestellt. Die Inflationsrate in der Eurozone von aktuell 2,4% wird in den nächsten Monaten allein wegen der Ölpreisentwicklung weiter ansteigen, der stärkere Euro wird aber den Preisauftrieb dämpfen. Prinzipiell agiert die EZB nach einer einfachen Strategie: sie orientiert ihre Zinspolitik an der aktuellen Inflationsrate (vgl. Grafik 3).

**Grafik 3: Die EZB folgt der Inflationsrate**



Allerdings engen die bekannten Probleme innerhalb der Eurozone den Spielraum der EZB ein. Nach Berechnungen des ifo-Instituts ist der aktuelle EZB-Zins von 1% für Deutschland um etwa 2% zu niedrig, während er für die Problemländer an der Peripherie nach wie vor negativ sein müsste, wenn dies denn möglich wäre. Vor diesem Hintergrund wird die EZB die Zinspolitik nur vorsichtig verschärfen und gleichzeitig zumindest bis zur Jahresmitte den Banken weiterhin unbegrenzt Liquidität (für Fristen unter 3 Monaten) zur Verfügung stellen. Sollte beispielsweise nach den jetzt beginnenden Stresstests für die Banken der Eurozone er-

höherer Liquiditätsbedarf bestehen, so hat die EZB bereits Entgegenkommen signalisiert.

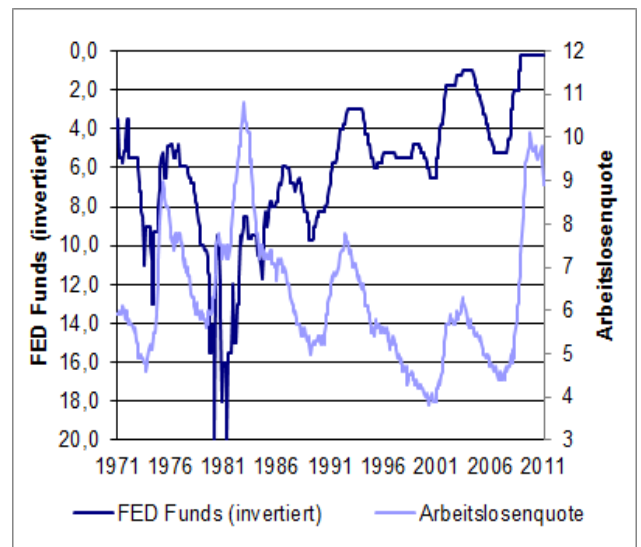
Neben der Sicherung der Preisstabilität sprechen noch drei weitere Argumente für einen baldigen Zinsschritt: Die Unzufriedenheit der EZB mit den Konsolidierungsbemühungen der meisten EU-Länder, die mangelnden Fortschritte in der Sanierung des Bankensystems und die Furcht vor einer neuen Spekulationsblase an den Finanzmärkten.

Auf dem jüngsten EU-Gipfel wurde vereinbart, die Kreditvergabekapazität des europäischen Rettungsschirm EFSF auf €440 Mrd. aufzustocken. Die Nachfolgeeinrichtung ESM soll eine Kreditvergabekapazität von €500 Mrd. erhalten, wofür ein gezeichnetes Kapital von €700 Mrd. benötigt wird, das im Wesentlichen über Kreditgarantien der EU-Mitgliedsstaaten zur Verfügung gestellt wird. Darüber hinaus erhält der ESM die Möglichkeit, Anleihen von Ländern der Eurozone bereits bei der Emission zu kaufen, wenn sich nicht genügend private Investoren finden sollten. Da diese Situation bei den „Sorgenkindern“ der Eurozone (Griechenland, Irland, Portugal) aber bereits Realität ist, werden die Haushalte der beiden großen AAA-Länder Deutschland und Frankreich weiter belastet. Durch höhere Zinsen will die EZB stärkere Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung erzwingen.

Bei der EZB wächst darüber hinaus die Unzufriedenheit mit den mangelnden Fortschritten bei der Sanierung des europäischen Bankensystems. Dass insolvente Banken ein Land mit bisher gesunden Staatsfinanzen in den Abgrund reißen können, hat das Beispiel Irland gezeigt. Die unbegrenzte Liquiditätsversorgung durch die EZB hat bislang fast alle Banken überleben lassen, also auch diejenigen, die am Interbankenmarkt infolge ihres fehlenden Geschäftsmodells für nicht kreditwürdig gehalten werden. Die Sanierung der spanischen Sparkassen (cajas) verläuft

deshalb schleppender als erwartet und eine ernsthafte Restrukturierung der Landesbanken in Deutschland wurde erst gar nicht in Angriff genommen. Eine Normalisierung der Geldpolitik wird hier den Druck auf Politik und Banken erhöhen.

**Grafik 4: Die FED orientiert sich an der Entwicklung des Arbeitsmarktes**



Durch niedrige Geldmarktzinsen und die steile Zinsstrukturkurve haben Banken außerdem einen Anreiz, ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten auszudehnen und höherverzinsliche Anlagemöglichkeiten zu suchen. Genau diese Situation führte aber zwischen 2003 und 2007 zu massiven Investitionen in den amerikanischen Immobilienmarkt mit den bekannten Folgen für das Weltfinanzsystem. Die EZB wird ihre Politik so ausrichten, dass sich derartige Entwicklungen nicht wiederholen.

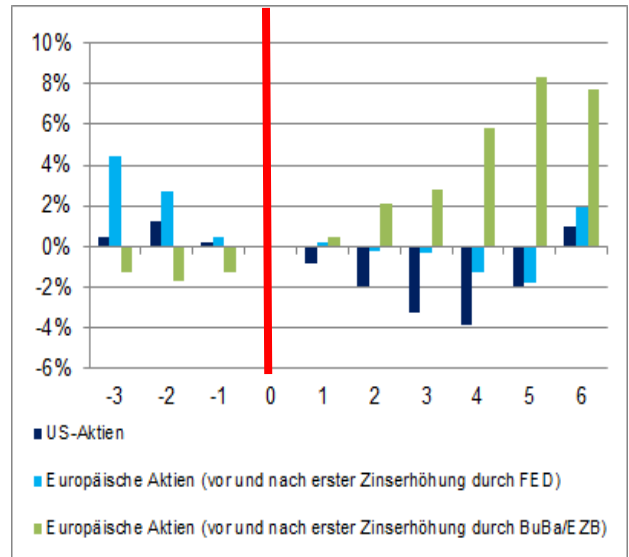
Im Gegensatz zur EZB orientiert sich die FED stark an der Entwicklung des Arbeitsmarktes (vgl. Grafik 4). In der Vergangenheit hob sie die Zinsen etwa 18 Monate nach dem Höchststand der Arbeitslosenquote an. Im aktuellen Zyklus erreichte die Arbeitslosenquote im 4. Quartal 2009 bei 10,1% ihren Höchststand, so dass ab dem 3. Quartal 2011 mit einem ersten Zinsschritt zu rechnen ist.

Da die Arbeitslosigkeit allerdings nur sehr zögerlich sinkt, könnte die FED die erste Zinserhöhung in das vierte Quartal verschieben. Aus den jüngsten Äußerungen von FED-Mitgliedern ist jedenfalls keine unmittelbare Bereitschaft zu Zinserhöhungen herauszulesen. Auch das inflationäre Potential des jüngsten Rohstoffpreisanstiegs sieht man bei der FED deutlich entspannter als bei der EZB.

Die amerikanische Geldpolitik zielt neben der Unterstützung der konjunkturellen Erholung vor allem auf eine Schwächung des US-Dollars ab. Da China und andere Schwellenländer ihre Währungen an den US-Dollar gebunden haben, müssen sie sich in ihrer Geldpolitik stark an der FED orientieren, um diese Bindung aufrechtzuerhalten. Allerdings ist die Politik der FED für die meisten dieser Länder viel zu expansiv (die Geldmenge in China wächst beispielsweise mit 15% p.a.) und sorgt dort für Überhitzungserscheinungen. Die FED hofft insgeheim, dass sich der inflationäre Druck irgendwann nur noch mit einer Aufwertung der Währungen dieser Länder gegenüber dem US-Dollar eindämmen lässt. Ein schwächerer US-Dollar würde dann den Abbau des US-Leistungsbilanzdefizits beschleunigen und das Wirtschaftswachstum stärken, ohne gleichzeitig die Entschuldung der privaten Haushalte zu gefährden. Auch dieses Argument spricht für eine eher spätere als frühere Zinsanhebung.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die EZB ihren Leitzins wahrscheinlich im April um 25 Basispunkte anheben wird und bis Jahresende nochmals zwei Erhöhungen a 25 Basispunkte folgen werden. Die FED wird zuerst ihr QE 2-Programm (Kauf von Staatsanleihen im Volumen \$600 Mrd.) im Juni auslaufen lassen und wahrscheinlich erst im 4. Quartal den Leitzins auf 0,5% erhöhen, aber auch nur, wenn die Arbeitslosigkeit bis dahin weiter gesunken ist.

**Grafik 5: Aktienmarktentwicklung vor und nach Zinserhöhungen**



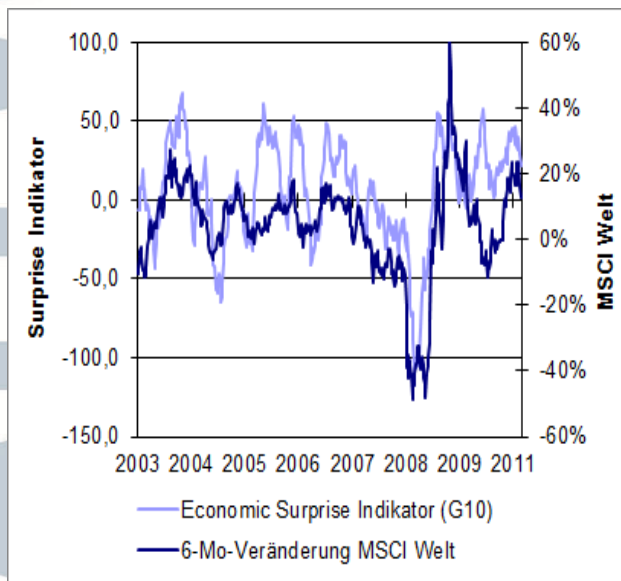
Quelle: J.P. Morgan

### Implikationen für die Finanzmärkte

Viele Marktteilnehmer glauben, dass mit dem Anziehen der Geldpolitik auch die Rally am Aktienmarkt vorbei sein wird. Ein Blick in die Historie zeigt jedoch ein differenzierteres Bild (vgl. Grafik 5). Betrachtet man die jeweils erste Zinserhöhung der FED nach einer Rezession (1958, 1961, 1971, 1977, 1980, 1984, 1994 und 2004), gaben US-Aktien typischerweise über 3 bis 4 Monate um etwa 4% nach und konnten sich anschließend wieder erholen. Europäische Aktien verloren in demselben Zeitraum weniger und waren nach 6 Monaten auch deutlicher im Plus. Erhöhte hingegen die Bundesbank/EZB in den Jahren 1979, 1984 und 2005 nach der vorangegangenen Rezession die Leitzinsen, waren europäische Aktien vor dem ersten Zinsschritt leicht schwächer, setzten aber über die nächsten 6 Monate zu einer deutlichen Aufwärtsbewegung von durchschnittlich 8% an. Dieses Verhalten legt nahe, dass eine restriktivere US-Geldpolitik die Aktienmärkte stärker belastet als die Geldpolitik in Deutschland bzw. in der Eurozone. Wie bereits ausgeführt, erwarten wir in der Eurozone die erste Zinserhöhung im April, die FED wird erst im 4.

Quartal nachziehen. Trotz des Auslaufens von QE2 im Juni stützt die US-Geldpolitik also weiterhin die Aktienmärkte.

**Grafik 6: Der Aktienmarkt hat in den letzten beiden Jahren von der überraschend starken Konjunkturerholung profitiert**

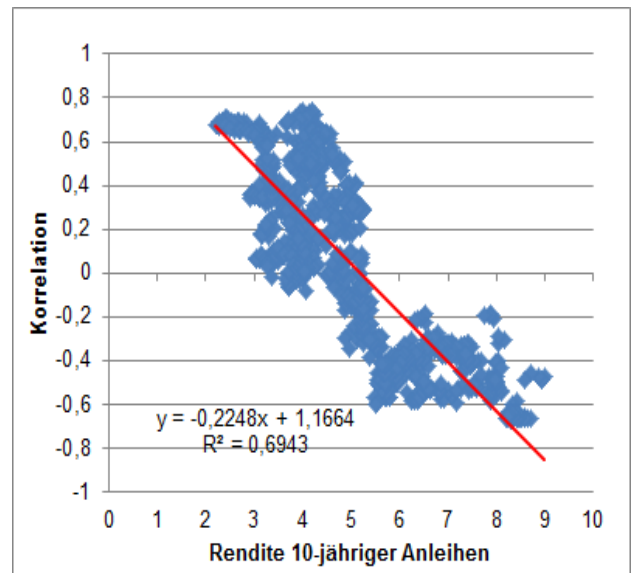


Schwieriger wird es erst dann werden, wenn sich das makroökonomische Umfeld eintrübt. Denn in den letzten beiden Jahren erholte sich der Aktienmarkt parallel zur wirtschaftlichen Entwicklung (vgl. Grafik 6).

Aber die konjunkturelle Entwicklung ist nur ein Einflussfaktor für den Aktienmarkt. Könnte ein Zinsanstieg am Rentenmarkt die Aktienmarkttrally beenden? In Grafik 7 ist die Korrelation zwischen der wöchentlichen Veränderung des DAX und der Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen in Abhängigkeit vom Renditeniveau dieser Anleihen abgetragen. Die Korrelation ist bis zu einer Rendite von 5,2% positiv, d.h. Aktien und Rentenmarkttrenditen bewegen sich gleichgerichtet. Steigende Aktienmärkte sind also mit steigenden Renditen vereinbar, solange die Rendite unter diesem Schwellwert bleibt. In diesem Fall ist der Zinsanstieg vor allem

Ausdruck stärkeren Wachstums und damit für den Aktienmarkt unbedenklich.

**Grafik 7: Steigende Aktienmärkte sind mit steigenden Zinsen vereinbar, solange das Zinsniveau nicht über 5,2% steigt.**



Quelle: Societe Generale

Sollte aber die Inflation längere Zeit deutlich über dem von den Notenbanken akzeptierten Niveau liegen, droht die Gefahr einer übermäßigen Verschärfung der Geldpolitik, die ähnlich wie 1987 zuerst die Rentenmarkttrenditen steigen und schließlich den Aktienmarkt fallen lässt. Aktuell halten wir ein solches Szenario für unwahrscheinlich, man sollte es aber trotzdem nicht ganz aus den Augen verlieren.

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 Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.