

Die "langweilige" Geldpolitik

7. November 2018

- › Das Auslaufen der Wertpapierkäufe der Europäischen Zentralbank führt dazu, dass sich das Wachstum der Geldmenge deutlich verlangsamt.
- › Das wirkt sich negativ auf die Konjunktur und die Börsen aus. Die Geldpolitik der EZB wirkt.
- › Das Wachstum der Geldmenge ist aber noch so hoch, dass weder eine Rezession noch ein Aktien-Crash zu befürchten sind.

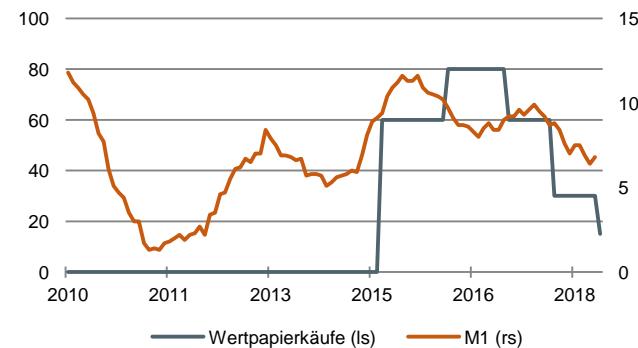
In der Geldpolitik geht es in Europa derzeit außerordentlich ruhig zu. Während die amerikanische Federal Reserve alle drei Monate darüber diskutiert, die Zinsen zu erhöhen und sie damit sogar einen deftigen Krach mit dem Präsidenten riskiert, ist es bei der Europäischen Zentralbank fast schon langweilig. Sie hat einen festen Fahrplan (Forward Guidance). Sie arbeitet diesen Schritt für Schritt ab. Seit Oktober hat sie die Wertpapierkäufe von EUR 30 Mrd. auf EUR 15 Mrd. pro Monat reduziert. Am Jahresende sollen sie ganz auslaufen. Im Herbst 2019 wird die EZB dann anfangen, die Leitzinsen aus dem negativen Bereich herauszuholen. Das lockt keinen Hund hinter dem Ofen hervor.

Entsprechend interessieren sich die Märkte auch nicht dafür, was die Europäische Zentralbank tut. Sie saugen allenfalls Honig aus mehr oder weniger optimistischen Äußerungen von Herrn Draghi oder Herrn Praet (dem Chefvolkswirt der EZB) zur Konjunktur oder der Preisentwicklung. Sonst ist, so scheint es, weitgehend tote Hose.

Das Bild täuscht jedoch. Schaut man genauer hin, dann tut sich im monetären Bereich doch etwas. Das Wachstum der Geldmenge verlangsamt sich. M1 stieg vor drei Jahren noch um fast 12 %. Jetzt nimmt es nur noch etwas mehr als halb so viel zu (6,8 %). Siehe Grafik.

DAS GELD WIRD KNAPPER

M1 in % yoy, Wertpapierkäufe in EUR Mrd.



Quelle: EZB

Das hängt natürlich mit dem Auslaufen der Wertpapierkäufe der Europäischen Zentralbank zusammen. Das sogenannte APP (Asset Purchase Program) startete im März 2015 mit

Käufen von monatlich EUR 60 Mrd. Ein Jahr später wurde es auf EUR 80 Mrd. aufgestockt. Jetzt wird es wieder zurückgeführt. Bei den Zinsen hat man von diesem Programm nicht viel gemerkt. Wo es sich aber ausgewirkt hat, war – das ist nicht so spektakulär – bei den monetären Bedingungen auf den Märkten.

»Die ultralockere Geldpolitik, die zur Überwindung der großen Finanzkrise und zur Bekämpfung der Eurokrise notwendig war, läuft aus.«

Es ist zu vermuten, dass das Wachstum der Geldmenge M1 weiter zurückgeht. Einmal natürlich so lange, bis das Wertpapierkaufprogramm Ende des Jahres ganz ausläuft. Ich könnte mir jedoch vorstellen, dass der Prozess auch dann noch weitergeht. M1 ist die Summe aus Bargeld und täglich fälligen Einlagen. Dieses Aggregat verringert sich nicht nur wenn die Liquidität zurückgeht (das geschieht über das Auslaufen der Wertpapierkäufe). Es wird auch dann kleiner, wenn Wirtschaft und Private nicht mehr so viel Cash halten, sondern in Festgeld gehen.

Das wird passieren, wenn die Aussicht auf steigende Zinsen aufkeimt. Denn dann erhöhen sich die Opportunitätskosten der Haltung von Bargeld und von täglich fälligen Einlagen. Das wird nicht gleich zu Jahresbeginn passieren. Es kommt aber im Laufe des Jahres, wenn der Zeitpunkt für eine Anhebung der Leitzinsen in Europa näher rückt. In den USA, die schon länger die Leitzinsen erhöhen, ist das Wachstum der Geldmenge M1 auf inzwischen 3,8 % gefallen. Diese Größenordnung könnte auch hier erreicht werden, vermutlich noch nicht im nächsten Jahr, aber vielleicht 2020.

Was ist schlimm daran? Gar nichts. Es heißt nur, dass die monetären Bedingungen in Europa trotz weiter extrem niedriger Zinsen restriktiver werden. Es gibt nicht mehr so viel Geld. Die ultralockere Geldpolitik, die zur Überwindung der großen Finanzkrise und zur Bekämpfung der Eurokrise notwendig war, läuft aus. Wir haben jahrelang beklagt, dass die

Die "langweilige" Geldpolitik

7. November 2018

Zentralbank einen zu expansiven Kurs fährt. Wir sollten jetzt nicht kritisieren, wenn sich die Verhältnisse normalisieren und der monetäre Mantel enger wird. Geld muss knapp sein, sonst kann es seine Funktion in einer Volkswirtschaft nicht erfüllen.

Das wirkt sich zunächst auf die Konjunktur aus. Wenn die Geldmenge langsamer zunimmt, dann haben die Menschen weniger im Portemonnaie. Sie kaufen weniger. Es gibt eine Reihe von Studien, die den Zusammenhang zwischen M1 und der Konjunktur statistisch nachgewiesen haben. Wenn die Geldmenge weniger zunimmt, dann wächst die volkswirtschaftliche Nachfrage langsamer und die Konjunktur wird schwächer. Das können wir derzeit beobachten.

Allerdings ist die Korrelation zwischen beiden Größen nicht perfekt. Die Geldmenge schwankt stärker als die Konjunktur. Zudem gibt es zwischen beiden zeitliche Verzögerungen. Sie betragen ungefähr drei bis vier Quartale. Das ist verständlich. Wenn die Verbraucher weniger Geld in der Tasche haben, reduzieren sie nicht stante pede ihre Käufe, sondern warten erst ab, ob die Veränderung dauerhaft ist.

Die zweite Auswirkung betrifft die Kapitalmärkte, speziell die Aktienkurse. Sie funktioniert ähnlich. Wenn die Wachstumsrate von M1 sinkt, dann verschlechtert sich das Klima an

den Börsen und nach einer gewissen Zeit gehen auch die Kurse nach unten. Umgekehrt wenn sich das Wachstum der Geldmenge beschleunigt.

Insgesamt ist M1 damit ein weiterer Indikator für die Börsenentwicklung. Mit sinkendem Wachstum der Geldmenge M1 werden im Übrigen auch die Schwankungen der Kurse größer.

Für den Anleger

Viele meinen, dass es nach dem schlechten Oktober jetzt wieder ein "Back to Normal" an den Aktienmärkten geben könnte. Ich halte das auch für möglich. Aber man muss auch die veränderten monetären Bedingungen im Kopf haben. Wir müssen uns also mit kleineren Brötchen zufrieden geben. Auch 2019 werden die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Ein Crash ist allerdings nicht zu befürchten. Dazu ist die Konjunktur zu gut und das Geldmengenwachstum zu hoch. Darüber hinaus würde ich mich nicht wundern, wenn sich die Geldmengenentwicklung am Ende auch in höheren Zinsen zeigt. Bisher haben wir davon allerdings noch nichts gesehen.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsaussagen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigter oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Kaufaufschriften (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten können.