



## Die Tapering-Krise

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Das Tapering funktioniert nicht. Der Liquiditätszuwachs in den USA, der verringert werden sollte, geht nicht zurück, sondern steigt an.**
- **In den Schwellen- und Entwicklungsländern wird Liquidität abgesaugt, die dort gebraucht wird.**
- **Noch erscheint eine Neuauflage der Asienkrise unwahrscheinlich. Man sollte sich hier aber nicht zu sicher sein.**

An den amerikanischen Bonds-Märkten ist im Januar etwas ganz Merkwürdiges passiert. Die Federal Reserve hat für USD 10 Mrd. weniger Bonds an den Märkten gekauft. Das war der Beginn des so viel diskutierten Tapering (Verringerung der Wertpapierkäufe). Trotzdem sind die Renditen für 10-jährige Bonds nicht gestiegen. Sie sind vielmehr kräftig gefallen. Wie konnte das passieren und was bedeutet es für die Zukunft?

Sicher sollte man die Entwicklung von vier Wochen nicht überbewerten. Die Grafik zeigt, dass es solche Bewegungen häufiger gibt. Vor allem hat die Entwicklung noch bei Weitem nicht die Zinssteigerung nach der ersten Ankündigung des Tapering im Mai 2013 wettgemacht.

Rendite 10-jähriger US Treasuries



Quelle: Fred

Auf den ersten Blick ist die Zinssenkung eine gute Nachricht. Sie zeigt, dass viele Befürchtungen im Zusammen-

hang mit der Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik übertrieben waren. Es kam nicht zu dem befürchteten Crash an den Märkten. Die Banken gerieten nicht in größere Liquiditätsengpässe. Die Finanzminister standen nicht vor einer Verteuerung ihrer Refinanzierungskosten. Die Sache scheint einfacher zu sein als gedacht. Die Federal Reserve hat daher gleich beschlossen, das Tapering im Februar weiterzuführen und die Wertpapierkäufe um weitere USD 10 Mrd. zu kürzen.

Auf den zweiten Blick sieht es freilich nicht so gut aus. Es gab nämlich trotzdem erhebliche Schwierigkeiten. Nur kamen sie aus einer Richtung, aus der sie nur wenige erwartet hatten. Nicht in Amerika hat sich der Zuwachs der Liquidität verringert, wie das beabsichtigt war. Es waren vielmehr die Emerging Markets, aus denen Geld abgezogen und in die USA umgeschichtet wurde.

Das ist eine in jeder Hinsicht unerwünschte Bewegung. Die USA erreichen nicht die notwendige Normalisierung der Geldpolitik. Damit bleiben die Gefahren einer Blasenbildung auf den Märkten und mittelfristig auch die Gefahren für die Inflation. Für die betroffenen Schwellen- und Entwicklungsländer bedeutet es umgekehrt, dass ihnen dringend benötigtes Kapital fehlt. Die Wechselkurse werten sich ab. Die Inflation nimmt zu.

Es kann sein, dass sich das Problem im Zuge des weiteren Wachstums von selbst erledigt. Das war schon nach der ersten Ankündigung des Taperings im letzten Mai/Juni der Fall. Daran arbeiten auch die betroffenen Notenbanken. Sie haben die Leitzinsen zum Teil drastisch angehoben. Das ist auch die Annahme des Institute of International Finance. Es geht in einer in der letzten Woche veröffentlichten Prognose der internationalen Kapitalströme davon aus, dass die Geldflüsse in die Dritte Welt in diesem Jahr wieder zunehmen.

Es kann aber auch sein, dass sich die Verhältnisse nicht so schnell beruhigen. Denn die Schwierigkeiten kommen nicht vom Tapering. Das Tapering hat nur tiefersitzende strukturelle Probleme der Schwellen- und Entwicklungsländern offengelegt. Diese Staaten hatten in der Euphorie hohen Wachstums und reichlicher Liquidität notwendige Reformen auf den Güter- und Arbeitsmärkten und in den gesellschaftlichen Institutionen unterlassen. Das müssen sie jetzt nachholen. Das braucht Zeit. Es geht nicht mit Geldpolitik allein. Es kann mit Verwerfungen verbunden sein.



Was mich besonders beunruhigt ist, dass die Politik bislang so wenig Verständnis für die Probleme zeigt. Die Federal Reserve fühlt sich nur für die Verhältnisse in den USA verantwortlich. Das ist verständlich, aber für die Économie Dominante der Welt zu wenig. Die Emerging Markets geben umgekehrt den USA die Schuld an Problemen, die sie selbst verschuldet haben. Der indische Zentralbankpräsident hat an die USA appelliert, die negativen Rückwirkungen ihrer Politik stärker zu berücksichtigen. Der IWF hat sich noch nicht geäußert.

Im Worst Case ist nicht auszuschließen, dass es zum Krach kommt. Die betroffenen Staaten würden dann Kapitalverkehrskontrollen einführen. Das könnte – wie Ende der 90er Jahre in Asien – eine größeren Vertrauenskrise auslösen. Es wäre eine Kriegserklärung gegen den freien Kapitalverkehr. Andererseits würde es die Federal Reserve zwingen, ihre geplante Normalisierung der Geldpolitik zu verlangsamen oder vorübergehend einstellen.

Bis jetzt ist ein solcher Fall noch nicht wahrscheinlich. Zum einen liegen die am meisten betroffenen Länder auf unterschiedlichen Kontinenten weit weg voneinander (Türkei, Indien, Südafrika, Brasilien/Argentinien).

Das verringert die Gefahr von Ansteckungseffekten. Hinzu kommt, dass die Länder unter sehr unterschiedlichen Strukturproblemen leiden. Eine Reihe von Staaten haben ihre Leistungsbilanzdefizite zurückgeführt (Ausnahme Türkei). Sie haben mehr Währungsreserven, mit denen sie ihre Währungen verteidigen können. Wir sollten uns aber nicht zu sehr auf diesen Argumenten, die jetzt überall genannt werden, ausruhen. Sie klingen manchmal wie gesundbeten.

**Für den Anleger**

Die Schwierigkeiten mit dem Emerging Markets haben zu einer kräftigen Kurskorrektur an den Aktienmärkten geführt. Die meisten Beobachter sehen das als eine willkommene Verschnaufpause. Sie gehen davon aus, dass sie nicht sehr lange dauern wird und dass bald wieder Niveaus erreicht werden, bei denen man wieder investieren kann. Das ist angesichts der nach wie vor guten Konjunkturperspektiven in den Industrieländern sicher möglich. Investoren sollten sich andererseits aber nicht davon einlullen lassen, dass es keine Emerging Markets-Krise geben kann. Noch sind die Gefahren nicht vorüber.

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

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

**Rechtliche Hinweise**

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen 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 u. U. 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- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

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 einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) 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 Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. 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, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.