



Die überschätzte Geldpolitik

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

- **Das neue Wertpapierankaufsprogramm der Europäischen Zentralbank wird überschätzt. Es ist bei Weitem nicht so bedeutsam wie von Befürwortern oder auch Kritikern angenommen.**
- **Die Belebung des Kreditgeschäfts, der Rückgang der Preissteigerung und die Kurssteigerungen an Aktien und Rentenmärkten haben im Wesentlichen andere Gründe.**
- **Anleger sind gut beraten, sich bei ihren Investitionsentscheidungen nicht zu sehr auf die Geldpolitik zu verlassen.**

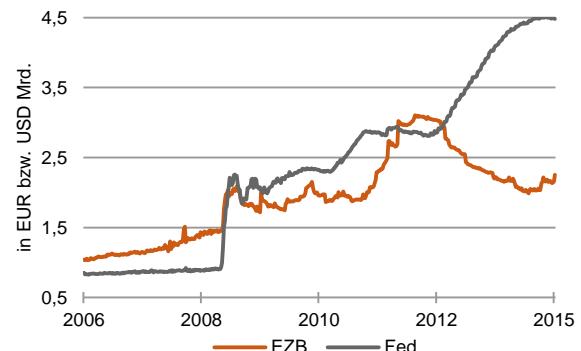
Könnte es sein, dass wir das neue Wertpapierankaufsprogramm der Europäischen Zentralbank, das in den letzten Wochen so viele Schlagzeilen gemacht hat, überschätzen? Verständlich wäre es. Das was die EZB derzeit durchzieht, ist auf den ersten Blick ein "Riesen ding". Jeden Monat kauft die EZB Wertpapiere in Höhe von EUR 60 Mrd. Insgesamt werden es EUR 1.000 Mrd. sein. So etwas hat es in Europa noch nicht gegeben.

Und es scheint zu wirken. Der Aktienmarkt in Deutschland hat seit Ankündigung des Programms Ende Januar um über 1.000 Punkte (= plus 16 %) zugelegt. Die Zinsen für 10-jährige Bundesanleihen haben sich von 0,54 % auf 0,24 % mehr als halbiert. Aber nicht nur das. Die EZB wird nicht müde zu betonen, dass das Programm sich auch gesamtwirtschaftlich positiv auswirkt. Die Inflation ist seit Januar von -0,6 % auf -0,1 % gestiegen. Das Wachstum der Geldmenge M3 (das ist das Geld in den Händen der Unternehmen und privaten Haushalte) hat sich auf 4,2 % im Februar beschleunigt. Das ist die höchste Rate seit sechs Jahren. Die Kredite der Banken an den Privatsektor nehmen nicht mehr so stark ab. Die Konjunktur im Euroraum hat sich deutlich beschleunigt.

Bei so vielen Erfolgsmeldungen werde ich skeptisch. Kann es überhaupt sein, dass ein Programm in so kurzer Zeit so viel verändert? Wenn das richtig wäre, hätte die EZB vielleicht schon im Sommer ihr Ziel erfüllt. Sie könnte dann darüber nachdenken, das Programm zurückzufahren. Wird hier nicht doch etwas übertrieben, eine Mücke zum Elefanten aufgeblasen? Es gibt in der

Tat Gründe, die Erfolgsmeldungen mit etwas Vorsicht zu betrachten.

Bilanzsumme der EZB und der Fed



Quelle: Fed, EZB

Zuerst ist das Programm gar nicht so riesig, wie es sich auf den ersten Blick ausnimmt. Schauen Sie sich die Grafik an. Sie zeigt, dass die EZB nicht neue Liquidität schafft, sondern nur den Rückgang der Bilanzsumme aufhält beziehungsweise korrigiert. Seit Frühjahr 2012 hatten die Banken Kredite zurückgezahlt, die sie vorher von der EZB im Rahmen des LTRO-Programms (Longer Term Refinancing Operation) erworben hatten. Das war für die Geldpolitik kontraproduktiv und durfte so nicht weitergehen.

Wenn die EZB den Banken durch das Wertpapierankaufsprogramm jetzt EUR 1.000 Mrd. zur Verfügung stellen will, so kommt die Bilanzsumme nur wieder auf das Niveau, das es vor den Rückzahlungen der Banken hatte. Das ist international gesehen gar nicht so exorbitant groß. Die Grafik zeigt, dass es wesentlich bescheidener ist als beispielsweise das Lockerungsprogramm, das die amerikanische Fed in den letzten Jahren gefahren hatte. Es ist im Übrigen auch relativ kleiner als die jeweiligen Programme der Bank von Japan, der Bank von England und – auf ganz anderer Ebene – der Schweizer Nationalbank.

Was die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen des Programms angeht, so muss man auch hier Wasser in den Wein gießen. So schnell wie es aussieht kann das Wertpapierankaufsprogramm in der Wirtschaft gar nicht ankommen. Die EZB hat hier einfach Glück und schmückt



sich mit fremden Federn. Der Anstieg der Inflationsrate in den letzten drei Monaten ist vor allem auf die Stabilisierung des Ölpreises zurückzuführen. Die Verbesserung bei der Kreditgewährung und bei der Entwicklung der Geldmenge M3 hat mehr mit der Erholung der Konjunktur zu tun als mit der Geldpolitik. Die EZB hat in einer ökonometrischen Studie selbst nachgewiesen, dass ein Wertpapierankaufprogramm von EUR 1.000 Mrd. die Inflationsrate insgesamt nur um 0,3 Prozentpunkte erhöht.

Viele sagen, dass die Wertpapierkäufe vor allem über den Wechselkurs wirken. Das könnte in der Tat relativ schnell gehen. Tatsächlich hat sich der Euro/Dollar-Kurs drastisch verringert. Aber auch das hat mit dem Programm wenig zu tun. Die Abwertung des Euros begann schon vor einem Jahr, als noch niemand von Wertpapierkäufen sprach. Als das Programm im Januar beschlossen wurde, war der Hauptteil der jetzigen Abwertung schon gelaufen.

Auch die Wirkung auf die Kapitalmärkte ist nicht so groß. Der Anstieg der Aktienkurse beruht zuallererst auf der besseren Konjunktur. Die Geschichte zeigt, dass der Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Bilanzsumme der Notenbank relativ gering ist. Als die Liquidität beispielsweise von Mitte 2012 bis Ende 2014 um

EUR 1.000 Mrd. zurückging, ist der DAX nicht etwa gefallen. Er ist trotz allem um 40 % gestiegen. Auch in den USA, wo man so viel von den QE-Programmen erwartete, ist der Zusammenhang mit den Aktienkursen nicht sehr hoch.

Ähnliches gilt für die Zinsentwicklung. In den Monaten, in denen sich die Bilanzsumme der EZB verringerte, sind die Renditen am Kapitalmarkt nicht gestiegen, sondern gefallen.

Wo das Programm wirkt, ist bei den "weichen Faktoren". Es stabilisiert die Erwartungen. Das hilft der Psyche und stützt so die Konjunktur. Positiv ist auch, dass es rein quantitativ nicht so groß ist, dass es zwangsläufig zu Blasen auf den Kapitalmärkten führt. Lassen Sie also die Kirche im Dorf. So umwerfend ist das alles nicht. Kritiker müssen sich daher nicht zu sehr aufregen. Befürworter sollten sich aber auch nicht zu sehr an die Brust klopfen.

Für den Anleger

Verlassen Sie sich nicht darauf, dass die Kurse wegen des Programms weiter steigen. Entscheidend für die Märkte sind am Ende doch die harten Fakten der Realwirtschaft: Die Entwicklung der Konjunktur und der Gewinne der Unternehmen. Darauf müssen Sie achten.

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, 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 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 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 mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen 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, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt 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 Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen 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 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.