

Burkerts Blick

Kommentar des LBBW Chefvolkswirts

EZB – und sie bewegt sich doch.

Fahrplan für die Geldpolitik – eher Bummelzug als ICE.

Bereits seit April kauft die EZB weniger Anleihen auf. War das bereits der Anfang des Ausstiegs aus der ultra-lockeren Geldpolitik? Zumindest laut EZB-Präsident Draghi ist dem nicht so. Selbst nach diesem einmaligen Schritt kauft die Notenbank Anleihen in einem Volumen von monatlich 60 Mrd. EUR, dazukommt die Wiederanlagestrategie. Diese sorgt dafür, dass fällig werdende Anleihen wieder neu angelegt werden, im Lauf der Zeit wird aus dieser Wiederanlage allein ein Kaufvolumen von rund 30 Mrd. EUR pro Monat resultieren. Die Geldschleusen stehen also weiterhin sperrangelweit offen.

Doch trotz Abstreiten hat sich im EZB-Rat etwas getan. Die Stimmung bzgl. Eurokonjunktur und der Risiken hat sich auch in Frankfurt aufgehellt, die Kritik der deutschen Vertreter im Rat trifft immer weniger auf taube Ohren. In der Presseerklärung Anfang Juni hob die EZB ihre Projektionen für Wachstum im Euroraum an. Außerdem bezeichnen die Währungshüter die Risiken für die Konjunktur nun als „ausgewogen“, davor waren sie pessimistischer. Möglicherweise sehen wir gerade einen lange erwarteten Kurswechsel bei der Geldpolitik im Euroraum.

Wie könnte dieser Kurswechsel aussehen? Ich könnte mir vorstellen, dass die EZB die Geldpolitik in der Reihenfolge zurückfährt, in der sie sie gelockert hat. D.h. zuerst wird das Anleihekaufprogramm zurückgefahren, dann der Einlagesatz angehoben und schließlich – hier sprechen wir allerdings von frühestens 2020 – der Hauptrefinanzierungssatz. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der Zins, zu dem sich Banken bei der EZB Geld leihen können. Die einzelnen Lockerungsschritte wurden – krisenbedingt – schnell und in Sprüngen durchgeführt, sollte die EZB das Rad tatsächlich wie von mir erwartet zurückdrehen, wird dies langsam und kontinuierlich erfolgen.

Ein guter Zeitpunkt für den „Einstieg in den Ausstieg“ wäre der September. Bislang hat die Notenbank angekündigt, bis mindestens Ende des Jahres das Anleihekaufprogramm laufen zu lassen. Im Zweifel sei sie laut Ratsbeschluss bereit, das Programm zu verlängern oder sogar auszuweiten. Ich glaube nicht an eine Ausweitung, allerdings ist eine Verlängerung über den Dezember hinaus so gut wie sicher. Die Ausweitung macht meiner Meinung nach im aktuellen konjunkturellen Aufschwung überhaupt keinen Sinn, zuletzt wurde das Programm wie bereits erwähnt reduziert. Außerdem stößt es an seine Grenzen. Bereits rund 26% der in Frage kommenden deutschen Schulden wurden gekauft, hier ist nicht mehr viel Luft bis zum Maximum bei 33%. Es gibt kaum noch willige Verkäufer von Staatsanleihen der Kernländer.



Uwe Burkert
 Chefvolkswirt und
 Leiter Research
 ✉ LBBWResearch@LBBW.de
 🐦 [LBBW_Research](#)

FOKUS

GELDPOLITIK

MARKT

EURORAUM

War die Entscheidung im April der Einstieg in den Ausstieg – zumindest EZB-Chef Draghi bestreitet dies.

Deutsche Kritik wird immer lauter und zuletzt auch gehört.

Zuerst könnte das Kaufprogramm gedrosselt werden, dann der Einlagesatz angehoben werden.

Im September könnte die große Ankündigung bevorstehen.

Burkerts Blick

Kommentar des LBBW Chefvolkswirts

Die Erklärung dahinter ist einfach: Die Investoren müssten bei einem Verkauf von Beständen an die EZB das Geld neu anlegen, doch dies wohl zu niedrigeren Zinsen. Die Knappheit zeigt sich sowohl am leichten Rückgang der Käufe von Staatsanleihen aus dem Kern in den letzten Monaten als auch am Rückgang der Restlaufzeit der gekauften Staatsanleihen.

Im September könnte die EZB mit drei Monaten Vorlauf die Verlängerung des Programms ankündigen und dann im Verlauf des nächsten Jahres die monatlichen Käufe zurückfahren. Dies würde das Verlassen des Krisenmodus bedeuten. Der Euroraum musste in den letzten Jahren eine Krise nach der anderen überwinden. Nach der Finanzkrise kam die Schuldenkrise. Im letzten Jahr hatte die Deflation kurzzeitig für Aufsehen gesorgt. Angesichts dessen waren die Notfallmaßnahmen der EZB wohl gerechtfertigt. In den letzten Monaten haben sich jedoch viele dunkle Wolken verzogen. Nicht nur die konjunkturellen Risiken haben abgenommen, auch die politischen Risiken sind zurückgegangen.

Ein verbleibendes Problem ist der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik in die Realwirtschaft. Hier hatte die EZB in den letzten Jahren das Problem, dass die ultra-lockere Geldpolitik – vor allem in der Peripherie – nicht bei den Bankkunden angekommen ist, die Transmission war gestört. In den letzten Monaten hat sich allerdings viel getan, sowohl Spanien als auch Italien gehen die Altlasten im Bankensystem 2017 energischer an als bisher. Man erkennt in vielen Bereichen, dass wir nicht länger in einer Krisensituation stecken, die EZB also ihren Krisenmodus verlassen kann. Einer vollständigen Normalisierung der Geldpolitik stehen bislang aber noch die Altlasten im Bankensystem im Weg.

Viele Anleger – insbesondere in Deutschland – erhoffen sich durch den „Einstieg in den Ausstieg“ auch einen Schub bei den Zinsen. Dies sehe ich eher kritisch. In den USA hat sich gezeigt, dass trotz Ende des Anleihekaufprogramms und vier Anhebungen – erst Mittwoch wurde der US-Leitzins erneut angehoben – die Renditen nicht angestiegen sind. Aufgrund rückläufiger Inflationserwartung sind diese sogar leicht gesunken. Das amerikanische Beispiel verdeutlicht, dass das Niedrigzinsumfeld im Euroraum trotz dem „Einstieg in den Ausstieg“ noch mehrere Jahre andauern könnte. Auf Sicht der nächsten 12 Monate erwarten wir, dass die Rendite der 10-jährigen deutschen Staatsanleihe die Schwelle von 1% nicht übersteigen wird.

Als Fazit bleibt: Trotz des erwarteten „Einstiegs in den Ausstieg“ wird der Anlagedruck in Deutschland hoch bleiben. Risikoassetklassen sollten hiervon auch in den nächsten Jahren profitieren, der solide Aufschwung im Euroraum trägt hier seinen Teil dazu bei.

Verlängerung der Anleihekäufe könnte im September verkündet werden.

Notfallmaßnahmen nicht mehr zeitgemäß, Normalisierung erst mit funktionierendem Transmissionsmechanismus.

Ende des Anleihekaufprogramms ist nicht das Ende des Niedrigzinsumfelds.

Aufschwung in Kombination mit lockerer Geldpolitik bleibt gut für Risikoassetklassen.

Anhang 1:

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 1253, 53002 Bonn / Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.