

## Was bewirkt Geldpolitik?

Als Geldpolitik oder Geldmarktpolitik bezeichnet man die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Zentralbank. Das vorrangige Ziel der EZB ist dabei, Preisstabilität in der Euro-Zone zu gewährleisten.<sup>1</sup> Erst nachrangig sind weitere Ziele wie Wirtschaftswachstum oder Vollbeschäftigung zu verfolgen. Im Januar 2015 konnten wir in zwei Beispielen erleben, welche immensen Auswirkungen von der Geldpolitik ausgehen können.

Als die schweizerische Notenbank SNB am 15.01. den Wechselkurs des Franken freigab, der seit November 2011 bei einem Kurs von über 1,20 EUR/CHF verteidigt wurde, erlebten die Währungsmärkte einen Einbruch, wie er in der modernen Zeit noch nicht vorgekommen ist. Zeitweilig wertete der Franken um über 30% auf, um sich dann rund um die Parität einzupendeln. Auslöser dieser Entwicklung war für die SNB mit großer Sicherheit die Erwartung, dass die EZB am 22.01. ein großes Kaufprogramm für Staatsanleihen der Euro-Zone verkünden würde. Dies hätte den eigenen Einsatz zur Verteidigung des Währungsziels noch weiter erhöht, da der Euro erwartungsgemäß geschwächt würde. Nach einer einmaligen Ausweitung des Bestands an Euro der SNB um 50% in 2012 musste zunächst der Bestand der SNB an Euro nicht weiter erhöht werden und lag bis Ende des dritten Quartals 2014 bei knapp 180 Mrd. Euro. Dies zeigt, dass das kommunizierte Ziel von 1,20 EUR/CHF glaubwürdig war und auch von den Märkten nicht groß hinterfragt wurde. Nach Aussagen der SNB mussten dann allein in der ersten Januarwoche 2015 auf Monatsbasis bis zu 100 Milliarden CHF eingesetzt werden, um das Währungsziel halten zu können.

Noch einen Tag vor der Bekanntgabe der Freigabe hat die SNB die Entscheidung verteidigt, die Bindung an den Euro bei 1,20 zu halten. Entsprechend überraschend erfolgte dann für viele Marktteilnehmer der Schritt vom 15.01. und die entsprechenden Verluste waren damit zum Teil gigantisch. Allein die SNB hat sicherlich einen Währungsverlust von über 40 Mrd. CHF erlitten.

Eine Woche später hat die EZB ein zuvor schon erwartetes Kaufprogramm für Staatsanleihen verkündet, welches pro Monat einen Umfang von 60 Mrd. Euro bis mindestens September 2016 betragen soll. Begründung für dieses Programm ist die Vermeidung einer Deflation, also einem breiten Rückgang der Preise und Preiserwartungen. Dies soll erreicht werden, indem Unternehmen und Konsumenten mehr und günstigere Kredite aufnehmen und damit das Wachstum in der Eurozone steigern. Auch wenn im Dezember und verstärkt im Januar die Inflationsrate negativ war, so betrug die Kerninflationsrate, die um saisonale Schwankungen im Bereich Lebensmittel und Energie bereinigt ist, relativ stabil über zwei Jahre knapp unter 1%. Ein sehr großer Treiber der negativen Inflationsraten ist der Rückgang der Ölpreise um über 50% seit Jahresmitte 2014. Erklärtes Ziel der EZB ist es, durch die massive Geldausweitung die Inflation und vor allem die Inflationserwartung deutlich zu erhöhen, möglichst auf 2% und mehr.

Direktes Ergebnis der angekündigten Maßnahme sind Zuwächse am Aktienmarkt, weitere deutliche Währungsverluste des Euro und ein niedrig bleibendes Zinsumfeld in Euroland. Alle diese Auswirkungen sind sicherlich von der EZB erwartet und beabsichtigt worden. Das erklärte Ziel ist es, die Wirtschaft in der Eurozone zu unterstützen und damit den Politikern notwendige Zeit für Strukturreformen zu verschaffen. Wer allerdings die bisherigen Ergebnisse der letzten Jahre in Deutschland und den anderen Ländern betrachtet, wird sicherlich skeptisch sein, warum gerade jetzt eine weitergehende Reform in Europa gelingen sollte. Eine Reform in Richtung mehr Wirtschaftswachstum und mehr Bevölkerungswachstum und nicht in Richtung einer Ausweitung der Staatsausgaben. Es

<sup>1</sup> Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.de.html>.

steht zu befürchten, dass die durch die Geldpolitik erkaufte Zeit nicht so erfolgreich genutzt wird wie in den USA, da wirtschaftspolitische Begleitmaßnahmen (mal wieder?) nicht umgesetzt werden. Auch die Forderungen aus Griechenland nach der Wahl und die Auswirkungen in Ländern wie Spanien, Italien oder Frankreich zeigen, dass die Notwendigkeit von Reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit eher Randmeinung in der Euro-Zone bleibt.

Ob die bisher verhaltene Kreditnachfrage und Investitionen der Unternehmen tatsächlich durch eine weitere und längere Verringerung des Zinses erhöht werden und ob die niedrigen Zinsen Verbraucher zu mehr kreditfinanziertem Konsum anregen, oder eher zu einer höheren Sparleistung, da bisherige Guthaben sich kaum mehr verzinsen, bleibt abzuwarten. Die Société Générale hat beispielsweise für die USA errechnet, dass viele Unternehmen die gesunkenen Kreditkosten nicht für eine Ausweitung der Investitionen genutzt haben, sondern für einen stärkeren Rückkauf eigener Aktien. Dies trug deutlich zum Anstieg der Aktienkurse in den USA bei. Während in den USA breite Bevölkerungsschichten an diesem Vermögensanstieg bei Aktien profitierten, ist die Situation in Deutschland und Europa deutlich anders, da viel geringere Anteile der Bevölkerung am Aktienmarkt investiert sind.


Beide im Januar von Notenbanken induzierte Ereignisse können als „historisch“ angesehen werden und werden in den Geschichtsbüchern rückblickend sicherlich auch diese Bewertung erfahren. Es lässt sich aus den direkten und schnellen Wirkungen sehr gut ableiten, dass ein Großteil der Entwicklung an den Kapitalmärkten mittlerweile direkt abhängig von den Entscheidungen der Notenbanken ist. Der Schweizer Aktienmarkt hat beispielsweise nach der Entscheidung der SNB in kürzester Zeit mehr als 12% verloren, der Euro hat innerhalb eines halben Jahres um über 20% gegenüber dem Dollar abgewertet.

Chuck Prince, der ehemalige Chef der Citicorp, lange Zeit eine der größten Banken weltweit, hat 2007 den Satz geprägt: „So lange die Musik spielt, muss man aufstehen und tanzen“. Für Anleger bedeutet dies, sich den Realitäten zu stellen, so lange wie die Notenbanken diese Realitäten selbst prägen. Niedrige Zinsen und ein niedriger Außenwert des Euro mögen daher nicht im Interesse der deutschen Sparer sein, dagegen zu spekulieren, kann aber sehr gefährlich werden.

#### Fazit:

Das massive Kaufprogramm der EZB wird in 2015 für Stabilität und einen Zuwachs an den Aktienmärkten führen. Insbesondere in den Schwellenländern sehen wir hier größere Chancen. Ob der Zuwachs bei Aktien Nachhaltig ist, hängt allerdings von der Entwicklung der Unternehmensgewinne ab. Gelingt es, hier ein Wachstum zu erzielen, könnten die kurzfristigen Steigerungen nachträglich gerechtfertigt werden. Scheitert dies, sollten Anleger ihre Vermögensanlagen eng überwachen und Konsequenzen ziehen. Bei Anleihen ist trotz mittlerweile nur noch 0,32% für 10-jährige Bundesanleihen mit weiter zurückgehenden Zinsen zu rechnen, was die Kurse weiter befördern dürfte.

Ihr



Dr. Michael König

Die Einschätzungen, die in diesem Dokument vertreten werden, basieren auf Informationen Stand Februar 2015. Die Einschätzungen sollen dabei nicht als auf die individuellen Verhältnisse des Lesers abgestimmte Handlungsempfehlungen verstanden werden und können eine persönliche Beratung nicht ersetzen. Alle Informationen basieren auf Quellen, die wir als verlässlich erachten. Garantien können wir für die Richtigkeit nicht übernehmen.