



Der Blick voraus...

Nun wird es ernst. In den nächsten Tagen und Wochen werden vor allem die Notenbanken der USA und Europa an den Märkten gefordert sein. Sie werden den Märkten Signale liefern müssen. Signale für ihr weiteres Vorgehen im Hinblick auf die Abschmelzung der monströsen Notenbankbilanzen und auf ihrem Weg zu einer Normalisierung der Zinssituation. Am weitesten fortgeschritten auf diesem Weg ist die US-Notenbank FED. Bereits zwei Mal hat sie die Zinssätze für die kurzfristige Geldversorgung der Banken in diesem Jahr erhöht. Doch selbst nach diesen beiden Schritten liegt der Zinskorridor immer noch bei bescheidenen 1 – 1,25 Prozent. Normal ist das noch lange nicht. Dabei sank die US-Arbeitslosenquote bereits vor drei Jahren auf die von Janet Yellens Vorgänger Ben Bernanke ein Jahr zuvor ausgegebene Zielgröße von 6,5 Prozent. Doch nach den Erlebnissen des Vorjahres und der weiterhin deutlich unter dem Zielkorridor verharrenden Inflationsrate zögerte die US-Notenbank die Verschärfung der Geldpolitik hinaus. Im Mai 2013 erschreckte FED-Chef Bernanke die Märkte mit einer frühzeitigen Ankündigung über eine Normalisierung der Zinspolitik, woraufhin die Aktienmärkte einbrachen, die Zinsen nach oben schossen und die Devisenmärkte verrückt spielten. Daraus hat die FED gelernt. In der Folgezeit bemühte sie sich ihre Geldpolitik möglichst transparent darzustellen und die Märkte von einem langfristigen, behutsamen Kurs zu überzeugen. Und in der Tat ist es der FED bisher recht gut gelungen, die Marktteilnehmer davon zu überzeugen, dass der „graduelle Weg“ ohne große Unfälle letztlich zum Ziel führt. Doch wie genau soll dieses Ziel eigentlich aussehen? Läuft die ganze Aktion auf die berühmte Quadratur des Kreises hinaus? Eine Normalisierung der Zinsen, bei gleichzeitiger Rückkehr der Inflation, die aber bitte schön im gewünschten Korridor zwischen 2 und 3 Prozent bleibt. Und dabei nicht das

Wirtschaftswachstum vergessen, welches durch die zwischenzeitlich notwendigen Zinserhöhungen nicht abgewürgt werden darf. Da sich dieses Wunschscenario bestenfalls innerhalb eines Zeitraumes von mehreren Jahren einstellen wird, müssen die Marktteilnehmer auf dem Weg dahin stets davon überzeugt bleiben, dass die Notenbanken auf jede Unvorhersehbarkeit mit den richtigen Mitteln reagieren, denn dass die Märkte äußerst nervös werden, wenn die Kommunikation der Notenbanken zu wünschen übrig lässt, ist spätestens seit dem „Tapering“-Chaos offensichtlich geworden. Die FED hat nun wie erwartet angekündigt, von Oktober an nach einem festen Plan mit steigendem Tempo ihre Bilanzsumme zu verkürzen, in dem sie auslaufende Zinspapiere in ihrem Portfolio immer weniger durch Neukäufe ersetzt. Das FED-Portfolio soll zunächst um monatlich zehn Milliarden Dollar reduziert und das Tempo dann sukzessive auf 50 Milliarden gesteigert werden. Dass die Schrumpfung der Bilanz ein langwieriges Unterfangen ist, wird beim Blick auf die Bilanzsumme von 4.500 Milliarden US-Dollar klar. Und schon heute ist ebenfalls klar, dass jede Zinserhöhung schwieriger wird, als die vorherige. Zum einen, weil die Gefahr eines Abwürgens der Konjunktur hinter jedem Zinsschritt lauert und zum anderen, weil genau aus diesem Grund die politischen Widerstände dagegen stets größer werden. Die Nerven der Marktteilnehmer könnten bereits recht schnell auf die Probe gestellt werden. Denn im Februar 2018 endet das Mandat von Janet Yellen, und die Unsicherheit über die Nachfolge wird bis dahin nicht kleiner werden. So oder so. Aktuell erwarten die Marktteilnehmer für die Notenbanksitzung im Dezember eine weitere Zinserhöhung; dann auf eine Spanne zwischen 1,25 und 1,5 Prozent. Bei den anderen beiden großen Notenbanken, allen voran der Bank of Japan und der Europäischen Zentralbank (EZB), sind die Geldschleusen weiterhin weit geöffnet. Zwar hat die EZB ihre Anleihekäufe reduziert. Dennoch finden weiterhin Monat für Monat Papiere im Wert von 60 Milliarden Euro ihren Weg in die Bilanz des Eurosystems. Beim nächsten EZB Termin am 26. Oktober und erneut am 14. Dezember wird Draghi seine Pläne vorstellen müssen, wie es ab Januar weitergeht. Je länger das Programm im Laufe des Jahres 2018 fortgeführt wird, desto größer muss die Kreativität der Notenbanker bei der Ausgestaltung zukünftiger Anleihekäufe sein. Wobei der gestiegene Euro dem EZB Chef in die Karten spielen könnte. Denn die starke Währung sorgt für gemäßigte Preise, vor allem für Importgüter. Auf diese Weise entfernt sich die Inflation vom gewünschten Zielwert der EZB, was eine Zinswende vorerst ausschliesse. Im Gegenteil. Sogar eine Ausweitung des

Kaufprogramms ließe sich durch eine anhaltend niedrige Inflationsrate begründen. Wenn hierdurch sozusagen als Abfallprodukt auch noch die Währung geschwächt würde, umso besser. Denn so könnte die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen kurzfristig gesteigert werden. Ganz ausschließen sollten die Investoren auch nicht, dass Mario Draghi im Falle eines Falles eine Erweiterung des Kauf-Universums in Angriff nimmt. Nach Pfandbriefen, Staats- und Unternehmensanleihen stehen dann vielleicht irgendwann auch Bankanleihen, Aktien oder ETFs auf dem Einkaufszettel. Alleine wäre die EZB mit dieser Politik ja nicht.