

# Financial Times

17.06.2015

EZB sollte den Rufen nach einer Intervention zur Glättung der Anleiherenditen nicht nachzugeben

*von Michael Heise*

Gerade ist ein denkbar schlechter Zeitpunkt, um Prognosen zu Finanzmärkten zu treffen. Die Volatilität ist so gelagert, dass eine Trendwende beinahe über Nacht eintreten kann. Die jüngste Krisenstimmung auf dem Anleihemarkt macht dies deutlich. Viele Beobachter, ich selbst eingeschlossen, hatten prognostiziert, dass sich die Schwankungen auf den Anleihemärkten noch verstärken würden. In diesem Fall waren wir erstaunt von der Geschwindigkeit und der Intensität, mit denen sich der Markt korrigiert hat. Bis Mai hatten die Anleger erwartet, dass das Programm der Europäischen Zentralbank für den Ankauf von Staatsanleihen die Renditen der deutschen Bundesanleihen auf null oder sogar darunter drücken würde. Im tiefsten Inneren wusste jeder, dass solch niedrige Zinsen in Anbetracht der vorherrschenden wirtschaftlichen Bedingungen eine Fehlentwicklung waren. Doch jeder hielt an dem Glauben fest, dass die EZB die Zinsen niedrig halten und sie sogar noch weiter drücken würde. Als neue Datenveröffentlichungen zeigten, dass die Inflation sowie die Inflationserwartungen sich erholten, dass das BIP-Wachstum sich stabilisierte und die monetären Bedingungen sich wieder normalisierten, erlebte der Anleihemarkt eine Trendwende. Einige Anleger, die auf dem falschen Fuß erwischt wurden, waren gezwungen, ihre Positionen zu veräußern und in einem fallenden Markt zu verkaufen. Wie geht es also weiter?

Unter Einbeziehung des Renditenniveaus von US-Anleihen und der Geldmarktzinsen (die sich derzeit bei fast null befinden) kommen wir zu der Berechnung, dass der Gleichgewichtswert der Renditen für die 10-jährigen deutschen Bundesanleihen derzeit bei ca. 1,5 Prozent liegt. Die Zinsen waren in der Praxis viel geringer, aufgrund der angestrebten Liquiditätsoperationen und des Programms der Europäischen Zentralbank für den Ankauf von Staatsanleihen, das seit 2014 antizipiert wurde und seit Anfang 2015 umgesetzt wird. Angenommen, die EZB setzt ihr QE-Programm in den nächsten Quartalen fort – wie von Mario Draghi wiederholt angekündigt – dann erscheinen die aktuellen Renditen der 10-jährigen deutschen Bundesanleihen in Höhe von etwas mehr als 1 Prozent relativ hoch. Aus dieser Perspektive sollte der Großteil der Krise auf den Anleihemärkten hinter uns liegen.

Es ist jedoch nicht so einfach. Aktuelle Daten zeigen, dass die Inflationserwartungen erneut steigen. Die fünfjährige Inflationsswaprate, die die EZB streng verfolgt, erreichte 1,8 Prozent. Sofern dieser Anstieg von einer Erholung des Ölpreises herrührt, sollte es keinen Grund zur Sorge geben. Die steigenden Inflationserwartungen könnten jedoch auch das Resultat der expansiven Geldpolitik der EZB sein. Auf gewisse Art wäre das ein Maß für Erfolg. Es ergeben sich allerdings auch Komplikationen für die Geldpolitik. Seit Irving Fisher im Jahr 1930 das Verhältnis quantitativ bestimmt hat, wissen wir, dass die Inflationserwartungen maßgeblich für die Rendite langfristiger Anleihen sind. Wenn die Inflationserwartungen steigen, verliert die EZB die Kontrolle über die langfristigen Renditen. Das würde die Fähigkeit der EZB, in Krisenzeiten den steigenden Anleiherenditen auf den Anleihemärkten entgegenzuwirken, erheblich einschränken. Eine

verstärkte Kaufaktivität bei Staatsanleihen sorgt möglicherweise nicht dafür, dass der Zinssatz niedrig bleibt, sondern verstärkt die Inflationserwartungen im Laufe der Zeit eher noch. Das wäre kontraproduktiv. Die EZB argumentiert, dass ein Einsatz von QE zur Verbesserung der Bilanz die Inflationserwartungen schüren würde.

Die EZB wäre gut beraten, den Rufen nach einer Intervention zur Glättung der Anleiherenditen (was einige saisonale Schwankungen im Kaufprogramm der EZB nicht ausschließt) nicht nachzugeben. Es sollte seitens der EZB klar kommuniziert werden, dass das QE-Programm weitergeführt wird, bis sich die Inflationsindikatoren auf den Referenzwert von knapp 2 Prozent zurückklettern. Wenn die sich verbessernden wirtschaftlichen Bedingungen zu einer höheren Inflation führen als derzeit von der EZB erwartet, sollte das „Tapering“ eingeleitet werden. Wenn die Preissteigerung jedoch unter den Erwartungen liegt, sollte die EZB das Programm ggf. weiterführen.

Um die Transparenz zu verbessern, sollte die EZB eine erkennbare Regel in Bezug auf ihre Anleihekäufe festsetzen. Eine solche Regel könnte einige der Inflationsindikatoren beinhalten, die für die geldpolitischen Entscheidungen der EZB relevant sind.

Die jüngste Krisenstimmung auf dem Anleihemarkt zeigte deutlich, wie unsicher und ängstlich die Märkte bei den aktuellen Zinssätzen reagieren. Die EZB kann und sollte in dieser Hinsicht nicht viel unternehmen, außer klare Anweisungen über ihre Reaktionsfunktion zu geben. Es scheint unwahrscheinlich, dass die Inflation schnell wieder an Fahrt gewinnt. Eine wahrscheinlichere Entwicklung ist eine langsame und moderarte Erholung in den Jahren 2015 und 2016. Unter der Annahme, dass die Renditen der US-Staatsanleihen bis Ende des Jahres bei 2,5 bis 3 Prozent liegen und die EZB weiterhin eine expansive Geldpolitik betreibt, sollten die Renditen der 10-jährigen deutschen Bundesanleihen in den nächsten sechs Monaten kaum über 1,25 Prozent steigen. Wenn das Ende des Anleihekaufprogramms näher rückt – was meines Erachtens in der ersten Hälfte von 2016 der Fall sein wird – steigen die Zinsen weiter und werden Ende des Jahres einen Satz von ca. 2 Prozent erreichen. Dass sie im Laufe der Zeit mal über das Ziel hinausschießen oder darunter liegen, ist dabei allerdings ziemlich sicher.

Michael Heise ist Chefvolkswirt bei der Allianz SE

Link to original FT article:

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6503b884-1405-11e5-abda-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz3d7FgNKbd>