

MEINUNG

# Die Finanzmärkte stehen in ruppigeren Zeiten

Die Bond- und vor allem die Aktienmärkte haben das Ausmass der Inflation lange unterschätzt. Jetzt signalisieren die Notenbanken, vor allem das Fed, dass sie den Kampf gegen die Teuerung aufnehmen. Das führt zu Turbulenzen.

Michael Heise 25.01.2022, 03:57 Uhr [Merken](#) [Drucken](#) [Teilen](#)

Mit dem lange unterschätzten und praktisch weltweiten Anstieg der Inflation in den letzten Monaten sind die Notenbanken unter Druck geraten, aus ihrer expansiven Geldpolitik bald auszustiegen.

Für Anleger stellt sich die Frage, wie konsequent die Notenbanken zur Sache gehen werden, was das für die Konjunktur bedeutet und ob mit deutlichen Rückschlägen an den Kapitalmärkten zu rechnen ist?

Der amerikanische Notenbankchef Jerome Powell hat angesichts der hohen Inflationsdynamik und eines ausgelasteten Arbeitsmarktes in den USA signalisiert, dass die lockere Geldpolitik bald ausgedient haben könnte und das Fed schon 2022 zu mehreren Zinserhöhungen bereit sein könnte. Mit einer Reduzierung der Anleihekäufe am Kapitalmarkt hat das Fed bereits begonnen, eine Rückführung der aufgeblähten Bilanzsumme der Notenbank wird ebenfalls diskutiert.

Auch die Europäische Zentralbank hat Korrekturen angekündigt, bleibt aber bei einer deutlich expansiveren Linie als die amerikanische Schwester. Von Zinserhöhungen ist nach den Verlautbarungen der EZB vorerst keine Rede und die Anleihekäufe der EZB werden weitergehen, wenn auch auf etwas reduziertem Niveau.

## Die Sorglosigkeit an den Märkten ist vorbei

Die Finanzmärkte haben auf die Anzeichen einer geldpolitischen Wende zunächst gelassen reagiert. Die Renditen an den Bondmärkten sind in den vergangenen Monaten zwar gestiegen, aber wie man aus der Zinsstrukturkurve ableiten kann, die die Bondrenditen nach Laufzeiten wiedergibt, werden für die nächsten Jahre keine starken Renditesteigerungen erwartet.

Auch die Aktienmärkte haben ihren Aufwärtstrend zunächst fortgesetzt. Das beruht offenbar auf der Erwartung, dass keine sehr scharfe Korrektur der Geldpolitik erforderlich sein wird, die eine Stabilisierungsrezession zur Folge haben könnte, wie sie die USA vor rund 40 Jahren unter Fed-Chef Paul Volcker erlebt hat.

Der heutige Fed-Präsident Powell weist zurecht darauf hin, dass die aktuell sehr hohe Inflation auch auf verschiedene Sondereffekte der Pandemie zurückzuführen ist. So haben weitreichende Lieferengpässe bei einem gleichzeitig beschleunigten Anstieg der Güternachfrage der Inflation in den letzten Monaten weltweit Auftrieb verliehen.

Die Teuerung dürfte wieder zurückgehen, wenn die Energiepreise ihren Höhenflug beenden, die globalen Lieferketten wieder besser funktionieren und der schubartige Anstieg der Güternachfrage als Folge der Lockdown-Massnahmen abebbt. Letzteres wird auch dazu beitragen, dass die Wirtschaft nach einer Erholungsphase mit überdurchschnittlichem Wachstum bald wieder auf ein normales Konjunkturtempo zurückfällt und der Preisauftrieb dadurch gemindert wird. Wirtschaftliche Belastungen durch die Pandemieentwicklung mit der Omikron-Variante könnten hinzukommen.

## Die Bondrenditen streben nach oben

Aber was passiert, wenn die Inflationsraten in den USA, der Eurozone und anderen Ländern doch unerwartet hoch bleiben, beispielsweise weil die Energiepreise ihren Höhenflug im Umfeld steigender geopolitischer Spannungen nicht beenden? Oder weil die bereits eingetretenen, teilweise recht drastischen Verteuerungen der Produzentenpreise in grösserem Umfang an die Konsumenten weitergegeben werden und die Tarifpartner dies in angespannten Arbeitsmärkten zum Anlass nehmen, deutlich höhere Löhne zu fordern?

Ein solches Szenario mag noch als Risikoszenario gesehen werden, es ist aber durch die Inflationsdynamik der vergangenen Monate deutlich wahrscheinlicher geworden. In diesem Szenario müssten die Notenbanken doch härtere Schritte beschliessen, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Auch in der Eurozone könnten dann in 2022 erste Zinssteigerungen und ein völliger Stopp der Anleihekäufe anstehen.

Die Bondrenditen müssten in diesem Szenario deutlich stärker nach oben tendieren.

Steigende Renditen für sichere Staatsanleihen würden allerdings sehr unerwünschte Nebenwirkungen haben. Denn aufgrund der in den vergangenen Jahren weiter gestiegenen und inzwischen sehr hohen staatlichen und privaten Verschuldung brächten Kursverluste an den Bondmärkten nicht nur Risiken für die Finanzstabilität mit sich, sondern sie würden auch die Staatsfinanzierung erheblich beeinträchtigen und besonders in hochverschuldeten Staaten der Europäischen Währungsunion Konsolidierungszwänge auslösen.

Viele Beobachter glauben daher, dass die Notenbanken doch alles tun werden, um die Renditen selbst im Falle stärkerer Inflationstendenzen tief unten zu halten und damit den fiskalpolitischen und finanzmarktbezogenen Risiken bei ihren Entscheidungen eine Dominanz einräumen.

Wäre das eine Lösung, und ist das ein wahrscheinliches Szenario? Eher nein.

## Zinskurvenkontrolle funktioniert in einem inflationären Umfeld nicht

Notenbanken, die die Kapitalmarktrenditen auf einem vorgegebenem niedrigen Niveau halten wollen, müssen bereit ein, Anleihen prinzipiell in unbestimmter Menge aufzukaufen und damit das Volumen der Zentralbankgeldmenge weiter auszuweiten. Die Geldmenge wird bei einer so ausgerichteten Notenbankpolitik zu einer endogenen Variable, die die Notenbank nicht direkt steuern kann. Da die Geldmenge langfristig ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Inflation ist, würde eine solche Strategie die Inflation und die Inflationserwartungen weiter anheizen.

Die Begrenzung von Kapitalmarktrenditen – man spricht in diesem Zusammenhang von Zinskurvenkontrolle oder Yield Curve Control – kann in deflationären Situationen, wie sie etwa Japan jahrelang erfahren hat, ein probates Mittel sein. Sobald aber die Inflationserwartungen stabilisiert werden müssen, wäre eine solche Politik kontraproduktiv.

Die Schlussfolgerung ist also klar: Wenn sich die Inflation nicht wie von den Zentralbanken erwartet im Lauf des Jahres 2022 rasch zurückbildet, ist auch mit einem deutlichen Anstieg der Bondrenditen an den Kapitalmärkten und entsprechender Volatilität der Kurse zu rechnen.

## Substanzwerte bieten mehr Schutz

Anleger tun folglich gut daran, sich auf etwas stärkere Anpassungen an den Märkten gefasst zu machen. Die derzeitige, eher zuversichtliche Aussicht, dass die Notenbanken einen sehr stabilisierenden Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik und es zur Stabilisierung der Inflation ausreichen wird, die expansiven Impulse der Politik zu mindern, ohne hart gegenzusteuern, könnte einem Test unterworfen werden.

Das positive Szenario setzt voraus, dass sich die Inflationsraten von derzeit rund 7% in den USA und 5% in der Eurozone bald deutlich zurückbilden, weil die Angebotsengpässe allmählich überwunden werden und die Nachfragedynamik in den Volkswirtschaften nachlässt.

Das ist zwar nach wie vor das wahrscheinlichste Szenario, und es rechtfertigt das vorsichtige Vorgehen der Zentralbanken, aber verlassen kann man sich darauf nicht. Anleger sollten sich daher nicht nur gegen erhöhte Inflationsraten, sondern auch gegenüber dem Risiko deutlicher Renditesteigerungen an den Bondmärkten wappnen. Sachwertorientierte Anlagen und möglichst wenig zinsensitive Wertpapiere können dazu dienen.

Michael Heise



Dr. Michael Heise ist Chefökonom von HQ Trust. Er zählt zu den bekanntesten Volkswirten des deutschsprachigen Raumes. Vor seinem Start bei HQ Trust war er Leiter des Group Centers Economic Research der Allianz SE sowie Generalsekretär des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Dr. Heise lehrt als Honorarprofessor an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main. Er ist Mitglied in diversen hochrangigen Ausschüssen und des Planungsstabes des House of Finance.

[Merken](#) [Drucken](#) [Teilen](#)



### MEINUNG **China: Kaufchance oder Zeit für die Reissleine?**

Die chinesische Börse läuft seit längerer Zeit dem Weltmarkt hinterher, und auch die riskanteren Anleihensegmente haben Anlegern zuletzt wenig Freude bereitet. Investoren fragen sich, ob die Zeit für einen Einstieg gekommen ist – oder ob sie um das Land besser dauerhaft einen grossen Bogen machen sollten.

Michael Heise 08.12.2021 [Teilen](#)

### THE BIG PICTURE **Kein Markt für schwache Nerven**

Der drohende Liquiditätentzug durch die US-Notenbank belastet die Aktienmärkte. Aus «Buy the Dip» ist vorerst «Sell the Rally» geworden. Was bedeutet das?.

Mark Dittli 21.01.2022 [Teilen](#)

### THE BIG PICTURE **Die Rotation beschleunigt sich**

Das Umschichten von Wachstums- in Substanzwertaktien geht weiter. Treiber ist die von der US-Notenbank angekündigte Straffung der Geldpolitik – und diese wiederum wird von der Inflation getrieben.

Mark Dittli 14.01.2022 [Teilen](#)

The Market abonnieren →