

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF SE

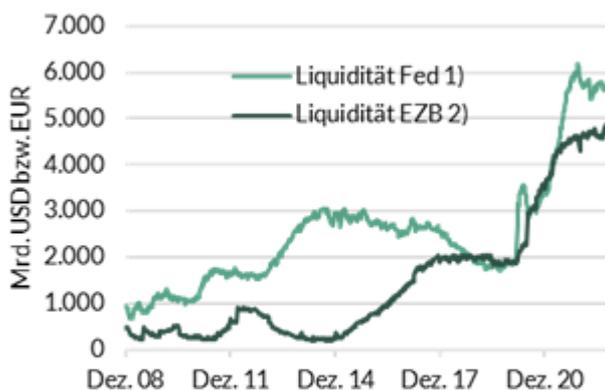


21. Oktober 2022

WENIGER GELD FÜR DIE MÄRKTE

Dank der sog. „Quantitativen Lockerungsmaßnahmen“ ihrer Notenbanken schwimmen die Banken der westlichen Industrieländer in Liquidität. Zwar haben die Zentralbanken zinspolitisch eine deutliche Wende vollzogen, doch mit dem gewaltigen Überhang an Zentralbankguthaben der Kreditinstitute tun sich die Geldpolitiker schwer. Fasst man die Guthaben auf den laufenden Konten bei der Europäischen Zentralbank (EZB) und in der Einlagenfazilität zusammen, verfügen die Banken im Euroraum derzeit über gigantische 4,9 Billionen Euro an liquiden Mitteln. In den USA addieren sich Reserveguthaben und Forderungen aus der sog. Overnight Reverse Repo-Fazilität sogar auf 5,6 Billionen US-Dollar (siehe Abb. 1). Dieser Überhang an liquiden Mitteln schafft einen Anreiz zur Ausweitung des Aktivgeschäfts und zur Geld- und Kreditschöpfung. Ein solcher Impuls passt aber nicht ins wirtschaftliche Umfeld, denn im Kampf gegen die Inflation sollte die monetäre Expansion gebremst werden.

Abbildung 1: Liquidität des Bankensystems in den USA und im Euroraum



Quelle: Refinitiv Datastream; Zeitraum: 31.12.2008-12.10.2022; 1) Current Account-Guthaben und Overnight Reverse Repo-Forderungen; 2) laufende Guthaben und Einlagenfazilität

Abbildung 2: Anleihebestand der US-Notenbank - tatsächliche Entwicklung und Plan



Quelle: Refinitiv Datastream, Federal Reserve Board of Governors; Zeitraum: 31.12.2021 bis 30.06.2023

Allzu weit sind die Notenbanken mit dem Abbau der Liquidität bisher jedoch nicht gekommen. Die US-Notenbank hatte im Mai beschlossen, fällig werdende Anleihen nicht mehr vollständig zu ersetzen. Der Plan sah vor, von Juni bis August monatlich 47,5 Mrd. US-Dollar und ab September monatlich 95 Mrd. US-Dollar Nettotilgungen vorzunehmen. Damit würden Anleihebestände und Liquidität innerhalb des ersten Jahres um rund 1 Billion US-Dollar verringert. Damit sind die US-Notenbanker ihren Kollegen in Europa zwar einige Schritte voraus, doch der tatsächliche Rückgang der Anleihebestände liegt deutlich unter Plan (siehe Abb. 2).

Rechnerisch hätten die Bestände der Fed Ende September um 122 Mrd. US-Dollar niedriger sein sollen als sie sind. Die Federal Reserve Bank of New York erklärt diesen Umstand vor allem mit den inflationsbedingten Wertsteigerungen von inflationsindexierten Staatsanleihen im Bestand der Fed und mit unerwartet geringen Tilgungen bei den Mortgage Backed Securities (MBS).

Die Bank von England (BoE) hat beim „Quantitativen Straffen“ einen klassischen Fehlstart hingelegt. Am 21. September 2022 hatte die BoE angekündigt, ihre Anleihebestände im Verlauf der 12 Monate bis Ende September 2023 um insgesamt 80 Mrd. Pfund – rund 10 % des Bestandes – reduzieren zu wollen. Schon wenige Tage später, kurz vor dem Start der Anleiheverkäufe, folgte der Rückzieher. Nach Bekanntgabe der mittlerweile kassierten Steuersenkungspläne der Regierung Truss („Mini-Budget“) kam es an den britischen Anleihemärkten zu massiven Verwerfungen. Die Bank of England sah sich daher genötigt, den Beginn der Anleiheverkäufe zu verschieben und ein neues, wenn auch zeitlich begrenztes Ankaufprogramm aufzulegen. Anfang November nun will die britische Notenbank einen neuen Versuch wagen, Staatsanleihen aus ihrem Bestand zu verkaufen.

Die EZB steht bei der Rücknahme der quantitativen Maßnahmen erst am Anfang der Planungen. Die Anleihekäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallprogramms (PEPP) und des allgemeineren Anleiheankaufprogramms (APP) wurden eingestellt. Die Erlöse aus fällig werdenden Anleihen werden aber reinvestiert, so dass die Anleihebestände und insofern auch die Liquiditätsausstattung unverändert bleiben. Allerdings wird der EZB-Rat demnächst in die Beratungen über einen Beginn der „Quantitativen Straffung“ einsteigen. Am Markt erwartet man, dass der Startschuss für (Netto-)Tilgungen frühestens im Frühjahr 2023 fallen könnte. Der Fairness halber muss man allerdings ergänzen, dass fällig werdende langfristige Refinanzierungsgeschäfte im nächsten Jahr (fast 1.500 Mrd. EUR) zu einer deutlichen Reduzierung der Liquidität im Bankensystem im Euroraum beitragen sollten.

Die EZB zögert mit dem Einstieg in die „quantitative Straffung“. Ein wichtiger Grund dürfte die Sorge sein, die Verspannungen an den Anleihemärkten in Italien und anderen sog. „Peripherie“-Staaten („Fragmentierung“) noch zu verstärken. Entsprechend hat die EZB bereits zu Beginn der Zinserhöhungen Vorkehrungen getroffen, um einer „übermäßigen“ Ausweitung der Renditeunterschiede zwischen den Mitgliedsländern der Währungsunion – die Blicke richten sich vor allem auf das hochverschuldete Italien – entgegenwirken zu können. Neben der Möglichkeit der Umschichtung innerhalb des Anleihebestandes des PEPP-Programms installierte die EZB im Juli 2022 das Transmission Protection Instrument (TPI), das im Bedarfsfall – bei „den Transmissionsprozess gefährdenden Marktstörungen“ – grundsätzlich unbegrenzte Anleihekäufe ermöglichen würde.

Aus geldpolitischer Sicht wäre der Abbau der Anleihebestände der westlichen Industrieländer wünschenswert. Denn die durch die Anleihekäufe entstandene hohe Liquidität begünstigt im Zweifelsfall die Inflation. Die Entwicklungen in Großbritannien und die dortigen Probleme der Pensionsfonds aber waren für viele Marktbeobachter ein Warnschuss, der angesichts steigender Zinssätze und Renditen auf zunehmende Spannungen im Finanzsektor hinweist. Gern zitiert wird wieder Warren Buffet mit seinem Bonmot, dass „erst die Ebbe sichtbar macht, wer nackt schwimmt“. Die Kombination von rasch steigenden Zinssätzen und quantitativer Straffung verschärft den Druck auf den Anleihemarkt, und kann damit zu deutlichen Renditeanstiegen beitragen. Zusätzlich verschärft würden die Probleme, wenn ausufernde staatliche Defizite zusätzlichen Stress an den Anleihemärkten verursachen. Denn anders als während Finanzkrise oder der Pandemie, als die Geldpolitik die staatliche Verschuldung alimentiert hat, setzt die Geldpolitik der Finanzpolitik nun engere Grenzen. Die Finanzpolitiker sollten sich hüten, diese Grenzen auszutesten.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT
21.10.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3456,7	2,2	4,2	-19,6
DAX 40	12658,3	1,8	4,5	-20,3
CAC 40	6019,0	1,5	4,5	-15,9
FTSE 100	6934,6	1,1	0,6	-6,1
SMI	10406,4	0,7	1,4	-19,2
S&P 500	3665,8	2,3	2,2	-23,1
Nasdaq Comp.	10614,8	2,8	0,4	-32,2
Nikkei 225	26890,6	-0,7	3,7	-6,6
CSI 300	3742,9	-2,6	-1,6	-24,2
Hang Seng	16279,6	-1,9	-5,5	-30,4

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	0,75	0,75	0,75	1,25
US Federal Funds *)	3,125	0	0	3
SNB Sichteinlagen	0	0,25	0,25	0,75

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	2,46	0,11	0,35	2,63
UST-Note 10 J.	4,25	0,23	0,42	2,74
Schweiz 10 J.	1,38	-0,01	0,14	1,51

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	0,979	0,7	-0,1	-13,9
EUR in GBP	0,8751	-0,6	0,3	-3,9
EUR in CHF	0,9843	-0,7	-1,7	5,4
US-Dollar Index **)	112,865	-0,4	0,7	18,0

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1623,8	-1,3	-2,2	-11,2
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	92,14	0,6	4,8	18,5

Letzte Aktualisierung: 21.10.2022 09:56

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp);
*) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***)
Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF SE, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.