

EZB-Anleihekäufe sprechen für eine riskantere Ausrichtung der Portfolios

Börsen-Zeitung, 13.6.2015
Am 9. März hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihr im Januar angekündigtes Anleihekaufprogramm „Quantitative Easing“ (QE) gestartet. Im Rahmen dieses Programms kauft die EZB bis September 2016 monatlich Anleihen im Wert von 60 Mrd. Euro – dies entspricht einem Gesamtumfang von 1,1 Bill. Euro.

Für Investoren stellt sich die Frage, wie sie auf dieses neue geldpolitische Umfeld reagieren sollen. Letztlich geht es dabei um die Entscheidung, in der Asset-Allokation eher auf sichere Anlagen zu setzen oder den Anteil riskanterer Alternativen wie Aktien zu erhöhen. Unmittelbar damit verbunden ist die Frage nach der regionalen Allokation des Portfolios: Während sich das Anleihekaufprogramm in der Eurozone sehr direkt auswirken dürfte, könnten Anlagen im Ausland besser vor einer potenziellen Abwertung des Euro geschützt werden.

Um diese Fragen beantworten zu können, bietet sich ein Blick auf die Entwicklung jenseits des Atlantiks an: Seit der Finanzkrise 2008/09 hat die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) im Rahmen ihres Quantitative Easing drei große Anleihekaufprogramme gestartet. Das erste Programm QE1 startete im November 2008, die Fed kaufte Anleihen im Wert von insgesamt 1,7 Bill. Dollar. Die Wirtschaft zeigte sich nach Ablauf des Programmes im März 2010 allerdings noch nicht so robust wie erhofft, so dass die Fed im August 2010 anordnete, fällige Anleihen aus QE1 mit neuen Käufen zu ersetzen. Im November 2010 startete die Fed darüber hinaus zusätzliche Anleihekäufe – QE2 war geboren. Bis

Juni 2011 wurden im Zuge dieses Programmes für monatlich 75 Mrd. Dollar Anleihen gekauft, der Gesamtumfang belief sich auf 600 Mrd. Dollar. Nachdem sich das makroökonomische Umfeld in den USA auch nach dem Ablauf von QE2 nicht stabilisieren konnte, legte die Fed im September 2012 ihr drittes Anleihe-



Christian Funke

Vorstand
des Frankfurter
Asset Managers
Source For
Alpha

kaufprogramm QE3 auf und kaufte bis Dezember 2013 für monatlich 85 Mrd. Dollar Anleihen. Danach wurde das Programm in jeder Notenbanksitzung im Zuge des „Tapering-Prozesses“ schrittweise um 10 Mrd. Dollar gesenkt und lief im Oktober 2014 komplett aus – nachdem die Bilanz der Notenbank um insgesamt 1,6 Bill. Dollar Anleihekäufe ausgeweitet worden war.

Das enorme Volumen dieser drei Programme brachte den Märkten eine Liquiditätsschwemme bisher unbekanntes Ausmaßes. Das musste Folgen haben. Denn wie die empirische Kapitalmarktforschung zeigt, besteht ein enger Zusammenhang zwischen der Liquidität im Markt und der Bewertung von Vermögenswerten. Theoretisch sollte sich daher die massive Liquiditätszufuhr in

deutlich steigenden Vermögenswerten – und dabei insbesondere Aktienkursen – niederschlagen. Dieser in verschiedenen komplexen Modellen aufgezeigte Zusammenhang ist auch intuitiv leicht nachzuvollziehen: Die Liquiditätszufuhr in den risikoarmen Staatsanleihen treibt Investoren heraus aus dieser Anlageklasse und hin-



Matthias Habel

Geschäftsführer
des Wiesbade-
ner Vermögens-
verwalter
Habel, Pohlig &
Partner

ein in riskantere Anlageformen wie zum Beispiel Aktien. Dieser Kaufdruck führt zu steigenden Kursen für diese Anlageklassen. Daneben existiert noch ein indirekter Effekt über das Zinsniveau: Der wegen der EZB-Aktivität steigende Handelsdruck auf die europäischen Anleihemärkte führt zu steigenden Anleihekursen und damit umgekehrt zu fallenden Zinsen. Das sinkende Zinsniveau hat einen positiven Einfluss auf die makroökonomische Entwicklung und somit einen positiven Einfluss auf das Bewertungsniveau an den Aktienmärkten.

Und tatsächlich: Der theoretisch zu erwartende Effekt des Anleihekaufprogramms hat sich in der Praxis eindeutig in steigenden Kursen niedergeschlagen. Ein Blick auf die erzielten Renditen des US-Leitindex

S&P500 zeigt, dass während aller drei Anleihekaufprogramme der US-Aktienmarkt erhebliche Wertsteigerungen verzeichnen konnte. Die Renditen betragen 19,4% während QE1, 26% während QE2 und 32% während QE3. Die Betrachtung der Renditen nach den QE-Phasen zeigt, dass diese jeweils deutlich niedriger als während der QE-Programme waren. Sie betragen –2,2% zwischen QE1 und QE2, 7,8% zwischen QE2 und QE3 sowie 8,8% während des Tapering-Prozesses nach QE3. Der theoretisch zu erwartende Anstieg der Aktienkurse ist somit in allen drei Phasen der Liquiditätszufuhr voll eingetreten.

Bei der hohen Verflechtung der internationalen Finanzmärkte sollte zu erwarten sein, dass die positive Wirkung auch außerhalb der USA zu spüren ist. Ein Blick auf die Entwicklung der europäischen Kapitalmärkte bestätigt diese Einschätzung: Wie der US-Markt konnte der Euro Stoxx in allen drei QE-Phasen eine deutliche Wertsteigerung verzeichnen. Die Anstiege betragen 12,3% während QE1, 10,3% während QE2 und 32,3% während QE3. Nach Ablauf der QE-Programme bewegten sich auch die europäischen Marktrenditen auf deutlich niedrigerem Niveau. Sie betragen 1,1% in der Zeit zwischen QE1 und QE2, –10,3% zwischen QE2 und QE3 sowie 7% während des Tapering-Prozesses nach QE3. Somit hat die Liquiditätsschwemme der US-Notenbank ihre Wirkung auch in Europa voll entfaltet.

Auffallend ist, dass die Indexgewinne an den europäischen Aktienmärkten nicht ganz so ausgeprägt waren wie in den USA – und dies ob-

wohl der europäische Kapitalmarkt eigentlich als deutlich risikoreicher einzuschätzen ist als sein amerikanisches Pendant. Deshalb liegt die Frage nahe, ob vor allem Aktienmärkte ein attraktives Investitionsziel sind, die unmittelbar von der Liquiditätszufuhr profitieren.

Ein Blick auf die Entwicklung des Dollar/Euro-Wechselkurses hilft bei der Klärung dieser Frage: Für den internationalen Investor sind nicht nur die Aktienmarktrenditen in Lokalisierung von Interesse, sondern insbesondere die währungsadjustierten Kursentwicklungen, da mögliche Wechselkursverluste aus Sicht eines Euro-Investors jegliche Überrenditen des US-Aktienmarktes zunichtemachen können. Der Verlauf des Wechselkurses zeigt in der Tat, dass der Dollar gegenüber dem Euro während aller drei Anleihekaufprogramme erheblich an Wert verloren hat: Die Wechselkursverluste betragen 5,6% während QE1, 13% während QE2 und 9,3% während QE3. Nach den QE-Phasen gewann der US-Dollar dann jeweils wieder an Wert gegenüber dem Euro: 4,9% in der Zeit zwischen QE1 und QE2, 13% zwischen QE2 und QE3 sowie 8,2% während des Tapering-Prozesses nach QE3. Den höheren Renditen am US-Aktienmarkt stehen somit Verluste auf der Wechselkursebene gegenüber.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sowohl der US-Aktienmarkt als auch der Euro Stoxx starke Kursgewinne während der QE-Programme verzeichnen konnten. Zwar verzeichneten die europäischen Aktienmärkte leicht geringere Wertsteigerungen, jedoch geriet der US-Dollar in allen drei QE-Phasen unter

Druck: Die Überrendite des US-Aktienmarktes wurde für einen Euro-Investor wegen der damit einhergehenden Wechselkursverluste relativiert. Sollten sich die beschriebenen Zusammenhänge für das Anleihekaufprogramm der EZB wiederholen, so ergeben sich folgende Schlussfolgerungen: Erstens, der europäische Aktienmarkt sollte aufgrund der Liquiditätszufuhr starke Kursgewinne verzeichnen. Zweitens, die positive Wirkung sollte auch am US-Aktienmarkt zu spüren sein, wenn auch in abgeschwächter Form. Drittens, der Euro-Wechselkurs sollte infolge der massiven Anleihekäufe stark unter Druck geraten.

Höhere Aktienquote

Sollte die Wirkung des europäischen Anleihekaufprogramms tatsächlich so auftreten, kann eine riskantere Ausrichtung der Portfolios mit einer höheren Aktienquote sinnvoll sein. Die internationale Asset-Allokation hängt vor dem Hintergrund der beschriebenen Zusammenhänge für in Europa ansässige Anleger letztlich von ihrer spezifischen Anlagepräferenz ab. Für Anlagen im Euro-Raum spricht, dass sie von Kurssteigerungen an den Aktienmärkten profitieren dürften und Wechselkurse dabei keine Rolle spielen. Für eine internationale Anlage sprechen mögliche Währungsgewinne in anderen Währungsräumen, wobei immer die Nettorendite aus erwarteter Index- und Währungsentwicklung abzuwägen ist. An sich ist das eine komfortable Situation – und vielleicht auch einen Gedanken wert, sein Anlagevermögen über verschiedene Regionen zu streuen.