

Die Bilanzsummen der Zentralbanken

Haben die Instrumente der Zentralbanken ihr Limit erreicht?

Das vorliegende Dokument ist als Informationsschreiben zu verstehen.
Es handelt sich nicht um eine Research-Unterlage im Sinne von MiFID II.

Diese Unterlage ist eine Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes und dient ausschließlich Ihrer Information. Diese Information unterliegt daher nicht den Vorschriften des Wertpapieraufsichtsgesetzes, die für die Verbreitung von Finanzanalysen vorgesehen sind

I. DERZEITIGE MARKTSITUATION DER ZENTRALBANKEN

Europäische Zentralbank – EZB

Als eine seiner letzten Tätigkeiten als Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) hat Mario Draghi am 12. September 2019 – neben dem Beschluss die Einlagenfazilität von $-0,40\%$ auf $-0,50\%$ zu senken – auch einen Staffelpzins (ein Tiering-System für Banken) eingeführt. Dieser führt dazu, dass ein Teil der überschüssigen Liquidität der Banken „gratis“ in der EZB geparkt werden darf. Weiters wurde ein Wertpapierankaufprogramm beschlossen. Dieses soll sich auf monatlich 20 Mrd. Euro belaufen und mit offenem Ende ab November 2019 in Kraft treten.

Federal Reserve – FED

Während der amerikanische Präsident Donald Trump weiterhin auf Zinsen von 0% pocht und sogar mit Negativzinsen liebäugelt, hat die Federal Reserve (FED) am 30. Oktober unter der Leitung von Jerome Powell immerhin eine Senkung der Zinsen um $0,25\%$ auf ein Niveau von $1,5\%$ bis $1,75\%$ veranlasst. Ein kurzzeitiger Anstieg der SOFR (Secured Overnight Financing Rate) am 17. September veranlasste die Fed zu einer Intervention in der Höhe von 53 Mrd. US-Dollar, was zu mehr Liquidität und daher einer Entspannung am Geldmarkt führte. Die SOFR pendelte sich wieder auf ein stabiles Niveau ein. Trotzdem wurde beschlossen, dass die FED, um die SOFR in einem angemessenen Bereich zu halten, täglich 75 Mrd. US-Dollar mittels Repogeschäften zur Verfügung stellt. Mittlerweile hat sich dieser Betrag schon auf 120 Mrd. US-Dollar erhöht. Zusätzlich wurde aufgrund dieser Turbulenzen ein Treasury-Bill-Ankaufprogramm, welches sich auf monatlich 60 Mrd. US-Dollar belaufen soll, bekanntgegeben.

Schweizerische Nationalbank – SNB

Die Idee des Freibetrages, welcher nun auch in der Eurozone mit dem Tiering-System zum Einsatz kommt, ist schon seit längerem in der Schweiz im Einsatz. Dabei erhofft sich die Schweizer Nationalbank (SNB), dass die Banken trotz eines Negativzinsumfeldes etwas entlastet werden. Während die FED und die EZB die Zinsen gesenkt haben, sieht sich die SNB nicht dazu veranlasst, an den Zinsen zu schrauben, und behält ihren Leitzins auf $-0,75\%$. Jedoch wurde eine monatliche Anpassung des erwähnten Freibetrages beschlossen, welcher

somit im Schnitt auch höher ausfallen wird. Diese Maßnahme soll zu einer entspannteren Lage der Banken in einem Negativzinsumfeld führen.

Bank of Japan – BoJ

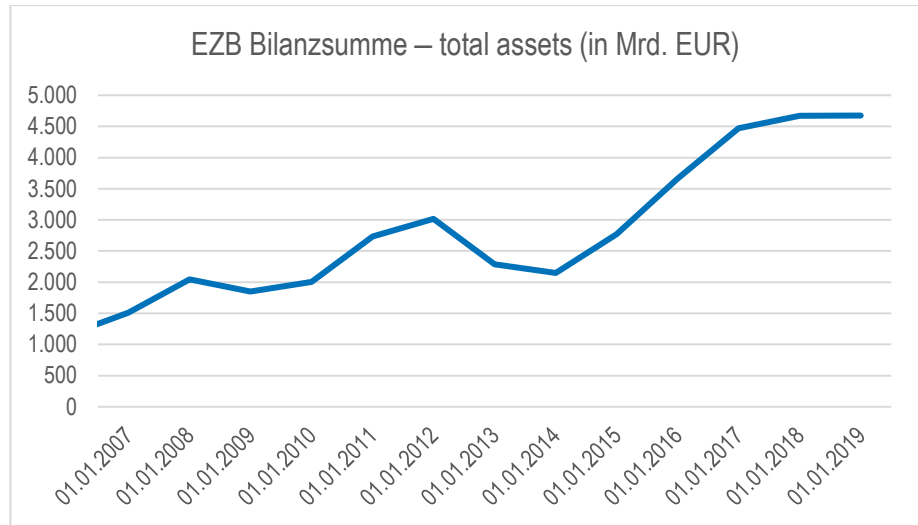
Japan gilt als einer der Vorreiter der Niedrigzinspolitik. Schon im Jahr 1999 wurden dort zum ersten Mal die Zinsen auf 0% gesenkt und noch heute liegen sie in einer Spanne von -0,1% bis 0%. Während sich die EZB, die FED und die SNB gezwungen sahen, in die derzeitige Marktsituation einzugreifen, verlief das Monetary Policy Meeting der BoJ im Oktober unspektakulär. Sowohl die Zinsen als auch das Asset-Purchase-Programm blieben unverändert.

II. QUANTITATIVE EASING UND DIE AUSWEITUNG DER BILANZSUMMEN

Immer mehr Zentralbanken greifen auf die Möglichkeit des Quantitative Easing (QE) zurück. Dabei handelt es sich um ein Wertpapierankaufprogramm der jeweiligen Zentralbank. Meistens werden langjährige Staatsanleihen oder auch Unternehmensanleihen von den Geschäftsbanken gekauft. Durch das Zur-Verfügung-Stellen der Geldmenge an die Banken wird versucht die Situation am Markt zu lockern und die Inflation voranzutreiben. Oft wird Quantitative Easing erst dann eingesetzt, wenn die Niedrigzinspolitik nicht mehr greift. Veränderungen entstehen dadurch natürlich auch in bilanzieller Hinsicht. Durch den Ankauf von Wertpapieren wird die Bilanzsumme der Zentralbank erhöht.

EZB – Bilanzausweitung

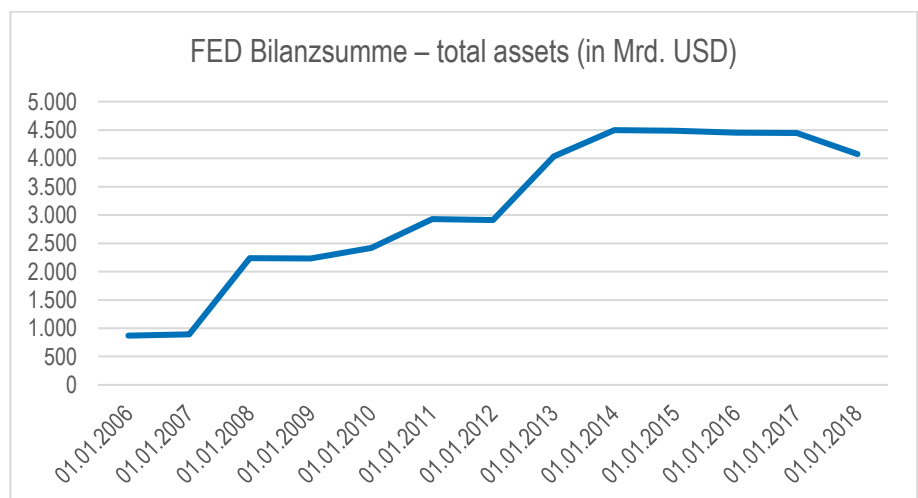
Die EZB unter der Leitung von Mario Draghi hat zum ersten Mal im Jahr 2015 ihr QE-Programm gestartet. Das wird auch an ihrer rasant ansteigenden Bilanz ersichtlich. Während Ende 2014 die Bilanzsumme noch um die 2.150 Mrd. EUR betrug, hat sie sich bis September 2019 auf 4.600 Mrd. EUR mehr als verdoppelt. Mit der Entscheidung Draghis ab November 2019 ein monatliches Wertpapierankaufprogramm in Höhe von 20 Mrd. EUR zu starten, wird sich in Zukunft wohl auch nichts an der derzeitig steigenden Bilanzsumme ändern.



Quelle: KCM, Bloomberg Finance L.P.

FED – Bilanzausweitung

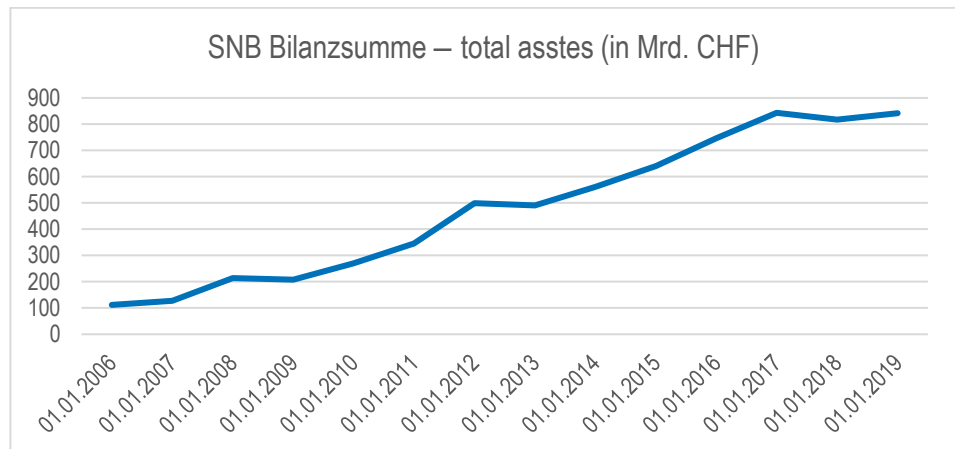
Die Bilanzsumme der FED wurde durch diverse Wertpapierankaufprogramme in den ersten Jahren nach der Finanzkrise stetig erhöht. Die FED ist aber auch eine der wenigen Zentralbanken, die in den letzten fünf Jahren versucht hat die Bilanz durch den Stopp von Reinvestitionen der ausgelaufenen Anleihen wieder abzubauen. Wie im ersten Halbjahr 2019 bekannt wurde, scheint damit aber Schluss zu sein. Jerome Powell hat verlautbaren lassen, dass nach einem monatlichen Abbau von 35–50 Mrd. USD nun die auslaufenden Anleihen wieder reinvestiert werden. Auch die neueste Entscheidung, monatlich 60 Mrd. USD in kurzfristige Staatsanleihen zu investieren, wird wohl ein Ende des Bilanzabbaus einläuten.



Quelle: KCM, Bloomberg Finance L.P.

SNB – Bilanzausweitung

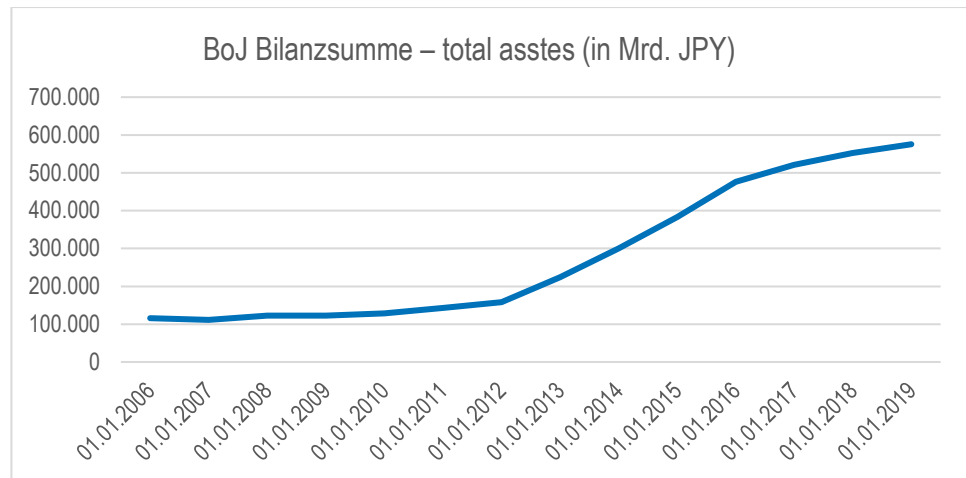
Während die meisten Zentralbanken reine Anleihenkäufe in der Heimwährung tätigen, konzentriert sich die Schweizerische Nationalbank auf den Devisenmarkt. Da der Schweizer Franken immer wieder als „sicherer Hafen“ gehandelt wird, investieren daher auch viele Marktteilnehmer ihr Geld in die Schweizer Währung. Um die daraus resultierende Aufwertung des Schweizer Frankens zu bremsen, kauft die SNB verschiedenste Fremdwährungen mittels Anleihen und Aktien und stellt den Schweizer Geschäftsbanken somit wieder mehr Franken zur Verfügung. Durch die gekauften Fremdwährungen (welche auf der Seite der Aktiva stehen) und die zur Verfügung gestellten Schweizer Franken (Passiva) wird die Bilanzsumme der SNB erhöht. Ende des Jahres 2006 beliefen sich die Devisenanlagen der SNB auf etwa 45 Mrd. CHF (41 Mrd. EUR). Damals waren das noch rund 40% der Bilanzsumme. Im Dezember 2018 lagen die Devisenanlagen bei 763 Mrd. CHF (693 Mrd. EUR) und machten damit schon 93% der 817 Mrd. CHF (741 Mrd. EUR) großen Bilanzsumme aus.



Quelle: KCM, Bloomberg Finance L.P.

BoJ – Bilanzausweitung

Die BoJ betreibt im Vergleich zu anderen Zentralbanken eine weitaus aggressivere Geldpolitik und investiert auch mittels Exchange Traded Funds (ETFs) in Aktien. Diese Investitionen in den Aktienmarkt starteten Ende 2010 und spiegeln sich auch in der Bilanzsumme wider. Während die Total Assets Anfang 2011 noch rund 130.000 Mrd. JPY (1.075 Mrd. EUR) betragen, sprangen sie im Jahr 2019 auf ein Rekordhoch von 575.000 Mrd. JPY (4.756 Mrd. EUR).



Quelle: KCM, Bloomberg Finance L.P.

III. BILANZSUMME IM VERGLEICH ZUM BIP

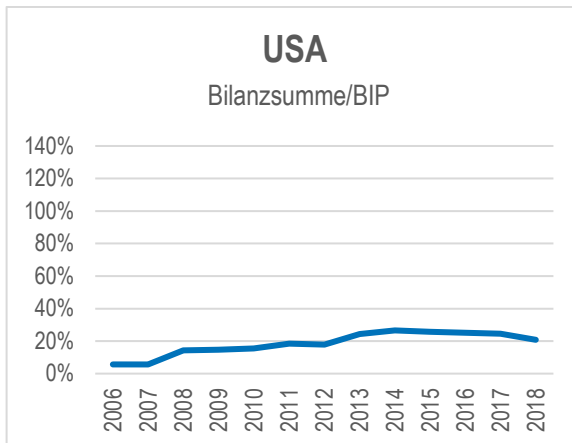
Interessanter wird die Ausweitung der Bilanzen, wenn man diese ins Verhältnis zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt (BIP) setzt. In den letzten zehn Jahren ist die Bilanzsumme der FED wesentlich stärker angestiegen als das BIP der USA. Betrachtet man jedoch nur die letzten fünf Jahre, sieht man, dass sich die Bilanzsumme in diesem Zeitraum weniger schnell vergrößerte als das BIP. Genauer gesagt, hat sich die Bilanzsumme-BIP-Ratio um sechs Prozentpunkte von 27% auf 21% verringert.

Wenn man einen Blick auf die Eurozone wirft, dann sieht man, dass hier die etwas aggressivere Geldpolitik der EZB zum Tragen kommt. Die Bilanzsumme betrug 44% des im Euroraum erwirtschafteten BIPs gegen Ende 2018, während es im Jahr 2014 nur 22% waren.

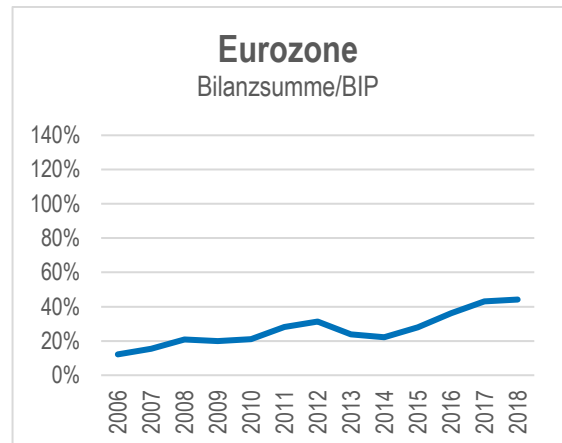
Spezieller wird es, wenn man Japan und die Schweiz genauer betrachtet. In Japan hat die Entscheidung auch auf Aktienkäufe via ETFs zurückzugreifen, erheblichen Anteil daran, dass die "Total Assets" der Bank of Japan im Jahr 2018 zum ersten Mal größer waren als das BIP des Landes (um ca. 3%).

Auch die Schweizerische Notenbank investiert einen Teil der Devisenreserven in Aktien (ebenfalls in Form von passiven Investments und nicht mittels Stockpicking). Dort wuchs die Bilanz der SNB im Jahr 2016 zum ersten Mal über das BIP hinaus. Der Spitzenwert lag im Jahr 2017, wo die Bilanzsumme um 27% größer als die dortige Wirtschaftsleistung war. Auch wenn die Schweiz einen stetigen Anstieg am BIP nachweisen kann, wuchs die Bilanz deutlich rasanter. Der Grund dafür sind die schon erwähnten Devisengeschäfte, um den

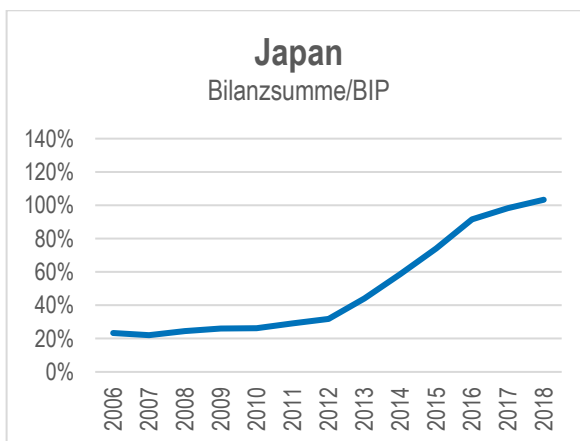
Franken zu stabilisieren. Der Rückgang der Bilanzsumme im Vergleich zum BIP in den letzten zwei bis drei Jahren ist auf ein stabileres Niveau der Devisenanlagen auf der Aktivseite der Bilanz zurückzuführen. Diese pendelten sich auf ein Niveau von 760 Mrd. Schweizer Franken (689 Mrd. EUR) bis 785 Mrd. Schweizer Franken (712 Mrd. EUR) ein.



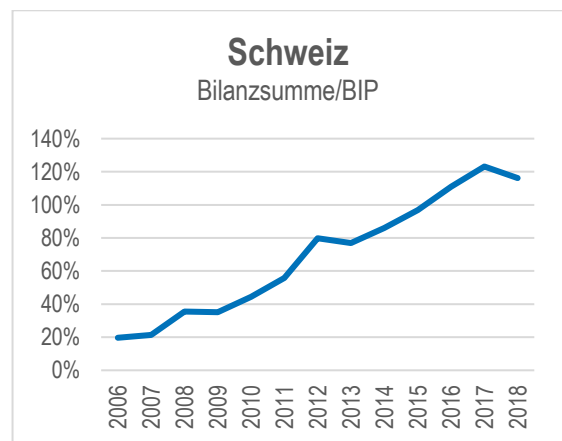
Quelle: KCM, Bloomberg Finance L.P.



Quelle: KCM, Bloomberg Finance L.P.



Quelle: KCM, Bloomberg Finance L.P.



Quelle: KCM, Bloomberg Finance L.P.

IV. THINGS TO WATCH

Die anwachsenden Bilanzen sind unter anderem auch die Folge der Finanzkrise. Mit Hilfe von Zinssenkungen und Wertpapierankäufen wurde versucht die Wirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Da sich die Wirtschaft und das damit einhergehende BIP der USA, der Eurozone, Japans und der Schweiz nach der Krise erholt haben, scheinen die Interventionen der Zentralbanken gefruchtet zu haben. Jedoch bleibt die Frage offen, ob die Mittel

zum Gegenwirken einer drohenden Rezession noch die gewünschten Ergebnisse bringen können oder diese ihr Limit bereits erreicht haben.

Umkehrzins

Mittlerweile bzw. noch immer steht der Leitzins in vielen Ländern auf einem Rekordtief und viel Spielraum nach unten gibt es - wahrscheinlich - auch nicht mehr. Daher ist immer öfter die Rede von einem sogenannten „Umkehrzins“. Damit ist eine Grenze im negativen Zinsbereich gemeint, bei der die positiven Auswirkungen der Zinssenkung auf die Gesamtwirtschaft gegenüber den negativen Auswirkungen nicht mehr überwiegen. Sprich die Zinssenkung ist kontraproduktiv, denn ein weiter abfallender Zins könnte zur Folge haben, dass die Banken den Negativzins an ihre Kunden weiter geben, was wiederum zu vermehrter Bargeldhaltung führt. Eine andere Möglichkeit wäre auch, dass die Banken den Zins nicht weiter geben. Dadurch würden weiter abfallende Zinsen den „Endkonsumenten“ nicht erreichen. Auf welchem Niveau der Umkehrzins liegt, lässt sich nur erahnen. Doch eines ist klar, der Druck auf die Zentralbanken wird mit zunehmender Zeit und sinkendem Zins stärker.

Wirtschaftskrise

Aber wo liegt nun das Problem der zu großen Bilanzen? Warum können die Zentralbanken nicht einfach mit ihrer expansiven Geldpolitik weitermachen? Das größte Risiko ist wohl das Ausbrechen einer neuen Wirtschaftskrise. Wie schon erläutert, hat man, ausgenommen die FED, bei den Zinsen fast keinen Spielraum mehr, um in Krisenfällen gegensteuern zu können. Das heißt, die Zentralbanken müssen, um den Markt zu stabilisieren, auf ein anderes Mittel setzen. Aber auch die quantitative Lockerung durch Wertpapierankäufe würde bei einer neuerlichen Krise an Glaubwürdigkeit verlieren und könnte nicht mehr zum angestrebten Wirtschaftsaufschwung beitragen.

Obergrenze der EZB

Um die Stabilität des Ankaufsprogramms zu gewährleisten, hat sich die EZB eigene Grenzen gesetzt. Zum einen wird durch den sogenannten Kapitalschlüssel sichergestellt, dass die Anleihenkäufe nach der entsprechenden Wirtschaftsleistung und der Gesamtbevölkerung eines Landes auf die Mitgliedstaaten aufgeteilt werden. Zum anderen darf die EZB nicht mehr als 33% einer Anleihe halten. Diese Grenzen und Maßnahmen sollen zu einer gerechten Verteilung und gegen eine verbotene Staatenfinanzierung der EZB beitragen. Vorausgesetzt die Entscheidung der EZB, monatlich 20 Mrd. Euro zu investieren, bleibt für längere Zeit aufrecht, wird früher oder später der

Zeitpunkt kommen, an dem diese Grenzen verletzt werden. Nun stellt sich die Frage, ob die EZB die Grenzen erhöhen oder das Quantitative Easing noch vor der Grenzverletzung einstellen wird.

Helikoptergeld

Ein weiteres Instrument ist das sogenannte „Helikoptergeld“. Damit ist die Theorie gemeint, dass die Zentralbanken anstatt in Wertpapiere zu investieren, den gleichen Betrag den Menschen direkt zur Verfügung stellen könnten. Oft wird hier der Vergleich mit einem Helikopter, der über einer Stadt hohe Geldbeträge in Form von Bargeld abwirft, gezogen (daher auch die Namensgebung). Der Hintergedanke dieser Theorie ist, dass solche Direktauszahlungen die Wirtschaft möglicherweise effizienter in Gang bringen könnten als die mittlerweile schon üblichen Wertpapierinvestments der Zentralbanken. Um ein besseres Verständnis für die Summen der Ankaufsprogramme zu bekommen, kann man sie in Helikoptergeld umrechnen. Der Betrag, den die EZB, für das Quantitative Easing verwendet, beläuft sich auf rund 2.600 Mrd. Euro. Aufgeteilt auf alle (inkl. Nichtverdiener) Einwohner im Euroraum (342 Mio.) ergäben das ca. 7.600 Euro pro Einwohner. Nimmt man nun den Zeitraum in dem das Quantitative Easing betrieben wurde (März 2015 bis heute), kann man mit ca. 140 Euro pro Monat als Euroraumeinwohner rechnen. Für die FED und die BoJ ergeben sich ähnliche Ergebnisse. Für die Schweiz ist diese Umrechnung eher unangebracht, da die SNB ihre Wertpapierankäufe im Wesentlichen dazu verwendet um den Schweizer Franken zu stabilisieren.

„Japanification“

Im Zusammenhang mit der Geldpolitik wird Japan immer wieder als kritisches Beispiel angeführt. So meinen viele Experten, dass die geldpolitischen Maßnahmen der Japaner seit deren Krise in dem Jahr 1990 zu aggressiv und zu schnell umgesetzt wurden. Als Resultat muss man sich seither mit geringem Wirtschaftswachstum und niedriger Inflation zufrieden geben. Durch die immer älter werdende Bevölkerung in Japan wird es auch schwierig werden, sich aus dieser immerhin schon drei Jahrzehnte anhaltenden Lage zu befreien. Oftmals wird die seit der Finanzkrise betriebene Geldpolitik der EZB mit den damaligen Maßnahmen von Japan verglichen. Dabei ist oft die Rede von „Japanification“. Allgemein wird darunter eine lang anhaltende Niedrigzinspolitik verstanden, welche aber für keinen wirtschaftlichen Aufschwung sorgt, wie es eben in Japan in den letzten Jahrzehnten der Fall war.

V. CONCLUSIO

Grundsätzlich könnte man meinen, dass es für die Zentralbanken kein Problem darstellt ihre Bilanzen wieder abzubauen. Doch muss berücksichtigt werden, dass über die Jahre hinweg vor allem Staaten wesentliche Profiteure der lockeren Geldpolitik waren. Bei einem Abbau der Vermögenswerte würden die Zinsen wieder steigen und die Staaten und deren Schulden belasten (z. B. höhere Refinanzierungskosten). So gesehen befinden sich die Zentralbanken in einer polit-ökonomischen Zwickmühle. Dazu kommt, dass die 33% Limitgrenze der EZB für Anleihenkäufe schon bald verletzt werden könnte. Die Antwort der EZB könnte eine, wie schon 2015 (damals lag die Grenze bei 25%) getätigte Erhöhung der Grenze sein. Es stellt sich dann aber die Frage, wozu man überhaupt Limits aufstellt, wenn diese sobald sie erreicht sind wieder angepasst werden. Da in der derzeitigen Situation schon einige Experten und Marktteilnehmer der Meinung sind, dass die EZB Staatenfinanzierung betreibt, wird eine neuerliche Erhöhung der Limits die kritischen Stimmen gegenüber der Geldpolitik der EZB nur noch mehr bekräftigen. Durch weiteren Wertpapierankäufe wird zudem die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken und die Wirkungskraft ihrer Instrumente auf die Probe gestellt. Es bleibt also weiter spannend in welche Richtung sich die Bilanzen und Limits der Zentralbanken in Zukunft bewegen werden und ob weitere Zinsseknungen überhaupt noch zielführend sind.

Disclaimer:

Diese Unterlage ist eine Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes und dient ausschließlich Ihrer Information. Diese Information unterliegt daher nicht den Vorschriften des Wertpapieraufsichtsgesetzes, die für die Verbreitung von Finanzanalysen vorgesehen sind.

Obwohl wir der Meinung sind, dass die für diese Mitteilung herangezogenen Quellen von dritten Anbietern verlässlich sind, können wir keine Haftung für Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen.

Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen daher nicht die individuellen Bedürfnisse der Anleger hinsichtlich der Ertragsziele und der Risikobereitschaft. Der Inhalt dieser Unterlage ist nicht rechtsverbindlich und stellt keine Handlungsempfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich aller Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte nur auf Grundlage eines Beratungsgesprächs und nicht allein auf Basis dieser Marketingmitteilung erfolgen.

Performance-Hinweis

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung einer Veranlagung zu. Sämtliche dargestellte Performancezahlen nach OeKB-Methode entsprechen einer Nettoperformance, d.h. Kosten wie Verwaltungsgebühren oder sonstige dem Fondsvermögen angelastete Kosten werden bereits berücksichtigt. Nicht berücksichtigt wird ein möglicher Ausgabeaufschlag oder Rücknahmeabschlag oder Steuerabgaben wie Kapitalertragssteuer oder Quellensteuern. Diese wirken sich bei Berücksichtigung in Abhängigkeit der konkreten Höhe entsprechend mindernd auf die Wertentwicklung aus. Wir weisen darauf hin, dass für Anleger mit anderer Heimatwährung als der Fondswährung, die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen kann. Es ist zu beachten, dass Investments in Fonds neben Chancen auch Risiken bergen, so können Wert und Ertrag steigen, aber auch fallen.

Kathrein erbringt keine Steuerberatung und übernimmt keine Haftung für eventuelle steuerliche Nachteile im Zusammenhang mit Wertpapiertransaktionen und Wertpapierveranlagungen ihrer Kunden. Die Besteuerung der Kapitaleinkünfte hängt von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein.

Allfällige in dieser Unterlage enthaltene Simulationsrechnungen beruhen nicht auf tatsächlichen Transaktionen, sondern rein auf historischen Daten. Simulierte künftige Erträge sind somit kein verlässlicher Indikator für die tatsächliche künftige Wertentwicklung einer Veranlagung.

Prospekthinweis

Die jeweils gültigen und veröffentlichten Prospekte bzw. Informationen gegenüber Anlegern nach §21 AIFMG sowie die Kundeninformationsdokumente (Wesentliche Anlegerinformationen - KID) der von Kathrein Capital Management (KCM) verwalteten Fonds in der aktuellen Fassung inklusive sämtlicher Änderungen seit Erstverlautbarung stehen Ihnen in deutscher Sprache kostenlos

auf der Website www.masterinvest.at und den jeweiligen Zahl- und Informationsstellen zur Verfügung.

Jede Weitergabe, Vervielfältigung oder sonstige Bezugnahme auf die bereitgestellten Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial der KCM bedarf der vorherigen, schriftlichen Zustimmung der KCM.

Offenlegungspflichten nach § 25 Mediengesetz

Die Angaben nach § 25 Mediengesetz (MedienG) finden sich im Impressum auf unserer Homepage: <http://www.kcm.at>

© Kathrein Capital Management GmbH, Wipplingerstraße 25, 1010 Wien, Handelsgericht Wien, FN 279402k