

Wenn die Geldflut zurückgeht – Szenarien für Kapitalanleger



Von Dr. Thilo Goodall
Leiter Global Investments
Frankfurter Bankgesellschaft
(Schweiz) AG

Geld drucken haben die Amerikaner lange Zeit als ihr Privileg betrachtet. Erst Anfang der 80er Jahre nahmen zunächst die Japaner dieses Privileg auch für sich in Anspruch. Die Idee, die eigene Wettbewerbsfähigkeit durch viel Geld und dadurch fallende Wechselkurse zu verbessern, war für die Exportnation zu verlockend. Anfang der 90er Jahre kopierten die Chinesen die Idee, Mitte der 90er Jahre begann auch die EZB, im Vergleich zum Wirtschaftswachstum zuviel Geld zu drucken. Die Geldflut stieg also weltweit mindestens seit Mitte der 90er Jahre kontinuierlich an, wurde in den USA Anfang des neuen Jahrtausends nochmals erhöht und liess kontinuierlich die langfristigen Zinsen sinken und die Schulden absolut und im Vergleich zur Wirtschaftsleistung ansteigen. Als die Schuldenblase im Jahr 2008 platzte, war die Reaktion der Notenbanken, dem Einbruch der Kon-

junktur durch noch mehr Geld entgegenzuwirken. Von diesem Sog wurden aufgrund der Verknüpfung des Bankensystems und der enormen Wechselkursbewegungen alle erfasst, am Schluss auch die Schweizerische Nationalbank.

Die Geldflut ist somit sowohl Auslöser als auch Folge der Wirtschafts-, Schulden- und Währungskrise der letzten 5 Jahre. Damit die Geldflut nicht Auslöser der nächsten Krise wird, muss irgendwann das Geld drucken wieder auf ein normales Mass reduziert werden. Andernfalls ist das Szenario für die nächsten 5 Jahre erschreckend: Die Konjunktur schwimmt weiterhin auf der Geldflut und wird mit der steigenden Flut gehoben. Sind die Kapazitäten ausgelastet, mehren sich die Anzeichen einer Inflation.

Bald darauf kippt die Inflationserwartung und ein Inflationssprung setzt ein. Die Inflation enteignet private Haushalte und Unternehmen über den Wertverlust ihrer Anlagen und die kalte Steuerprogression. Hoch verschuldete Staaten profitieren zunächst, bis die Inflation das Wirtschaftswachstum lähmt und Stagflation einsetzt.

Geldpolitik des Fed und die Reaktion der Kapitalmärkte

Es ist daher dem Federal Reserve Board und ihrem Präsidenten Ben Bernanke hoch anzurechnen, dass sie bereits bei Auflegung der letzten sehr expansiven Geldprogramme mit gutem Beispiel vorangingen und den Willen zur Rückkehr zu normaler Geldpolitik klar kommuniziert haben. Festgemacht wurde dies an der Entwicklung der Konjunktur und des Arbeitsmarktes. Im Juni wurden diese Überlegungen nochmals konkretisiert. Die letzten zusätzlichen Massnahmen werde das Fed zurücknehmen, «falls sich die Wirtschaft weiter ansprechend entwickle». Dabei rechnet das Fed mit 3 bis 3,5% Wachstum im Jahr 2014 und einem Rückgang

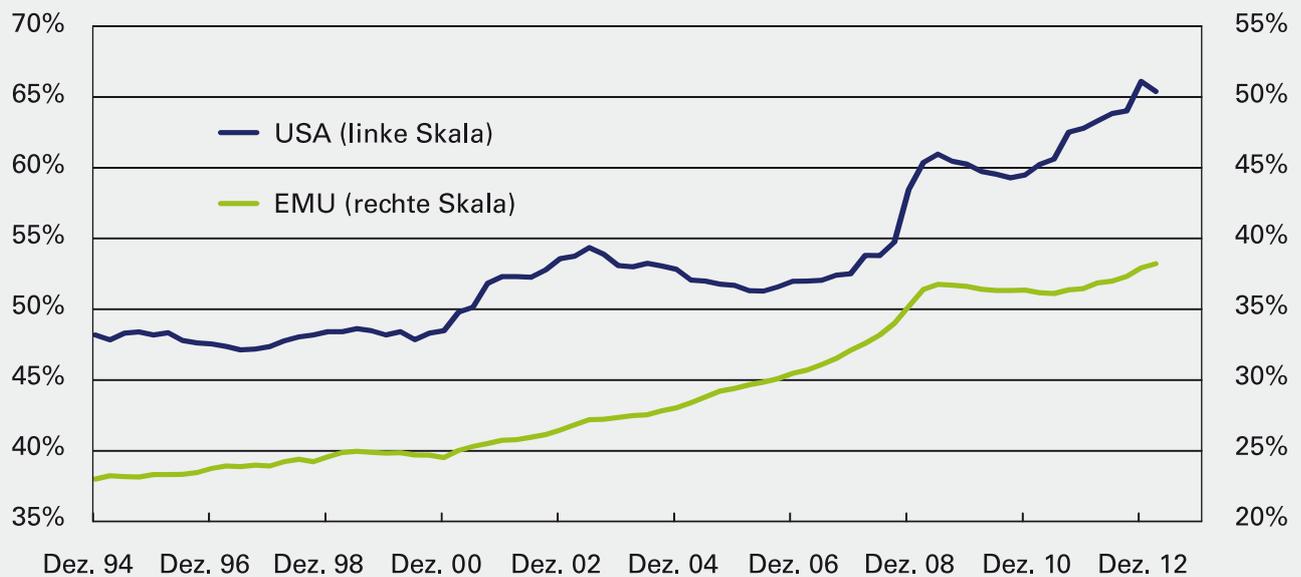
der Arbeitslosenquote auf 7% bis Juni 2014. Unter diesen Umständen plant der Offenmarktausschuss des Fed eine Straffung der Zinsen im Jahr 2015.

So deutlich haben weder die EZB noch andere Notenbanken bei der Verkündung ihrer expansiven Programme oder später den Willen zur Rückkehr zur Normalität bekundet. Mit seinen Äusserungen hat Ben Bernanke ein wenig das Dilemma entschärft, das die Notenbanken bei der Reduktion der Geldflut haben. Denn wer ein wenig länger als die Anderen Geld druckt, erhöht aufgrund der Schwächung der Währung die Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Region auf Kosten der Anderen. Wer zuerst zuckt, hat also verloren. Dass das Fed signalisiert hat, das Umschwenken von Konjunktur und Arbeitsmarkt abhängig zu machen und nicht vom Verhalten der anderen Notenbanken, ist ihr ebenfalls hoch anzurechnen.

Doch obwohl die Pläne der wichtigsten Notenbank der Welt nun bekannt sind, hat die Ermahnung an die Aussicht auf ein Ende der Geldflut durch das Fed die Kapitalmärkte im Mai und Juni belastet. Die Kurse langfristiger Anleihen sind gefallen und deren Zinsen gestiegen, die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen sind gestiegen, die Währungen der Schwellenländer sind gefallen und deren Aktienkurse ebenso. Dass weniger liquide Märkte meist stärker reagieren als liquide, haben in diesem Zusammenhang die Kapitalmärkte der Schwellenländer wieder gezeigt.

Diese Reaktionen passen allerdings eher zu einem Szenario, das zurzeit nicht vorliegt und nach Aussagen der Notenbanken auch nicht eintreten wird. Dieses Szenario, bei dem die Geldflut zurückgeht, aber kein Wachstum vorliegt, ist wenig wahrscheinlich. Ohne Wachstum kann keine wirkliche Inflationsgefahr entstehen, und ein Rückgang der Geldflut ohne Wachstum und ohne Inflation ist nach den Äusserun-

Geldmenge M2 in Prozent des nominalen BIP



gen der Notenbanken keine Option. Natürlich: Wäre dieses Szenario realistisch, wären die Reaktionen gescheit. Denn dann müssten die Zinsen steigen und die Gewinne der Unternehmen zurückgehen, da die steigenden Zinskosten nicht durch Wachstum ausgeglichen werden könnten. Anleihen und Aktien wären eine schlechte Anlage, inflationsgeschützte Titel oder Immobilien keine Alternative. Angemessenes Wachstum fände man nur in den Schwellenländern, aber die Schwankungen der Aktienkurse in den Schwellenländern wären hoch. Steigende Zinsen wären zwar gut für die Wiederanlage fälliger Anleihen, aber sichere kurzlaufende Papiere erwirtschafteten keine der Inflation angemessenen Rendite. Insgesamt haben die Kapitalmärkte keine fundamentale und auch keine geldpolitische Stützen. Die Anlagepolitik für private Investoren müsste radikal umgestellt werden: Geldnahe Anlagen ohne Wachstumsbeteiligung und mit ein wenig Inflationsausgleich auf der einen Seite, ein paar wenige Aktien der Schwellenländer, in denen Wachstum und Inflation in einem möglichst günstigen Verhältnis stehen, auf der anderen Seite.

Auswirkungen auf die Anlagepolitik

Wenn aber, wie verkündet, der Rückgang der Geldflut erst bei steigendem Wachstum in Angriff genommen wird,

dann sind die Bewegungen im Mai und Juni an den Kapitalmärkten unverständlich. Denn bei selbsttragendem Wachstum werden auch die Unternehmensgewinne wachsen können und die steigenden Kosten des Zinsanstiegs auffangen. Langfristige Staatsanleihen werden stark verlieren, weil die Zinsen steigen und ihre relative Sicherheit keine Prämie mehr rechtfertigt. Unternehmensanleihen schneiden vergleichsweise besser ab, weil die Risikoaufschläge zurückgehen können. Dies gilt auch für Anleihen der Staaten und Unternehmen der Schwellenländer, zumindest jene in Hartwährungen. Allerdings wäre der Wachstumsvorteil dieser Länder geringer als heute und mit ihm auch die relative Attraktivität der Aktien ihrer Unternehmen. Insgesamt schneiden Aktien aber deutlich besser ab als Anleihen oder Immobilien, vor allem, wenn Unternehmen mit hohem Umsatzanteil in den wachsenden und wieder wachsenden Wirtschaftsregionen gewählt werden.

Ein wenig überraschend ist, dass diese Anlagepolitik auch fast genau auf das derzeitige Szenario passt. Die Rahmenbedingungen im Moment sind niedriges Wachstum, niedrige Zinsen, kaum Inflation und viel zuviel Geld. Die Zinsen für Staatsanleihen der sicheren Häfen sind dabei so niedrig, dass sie noch nicht einmal die niedrige Inflation ausgleichen, geschweige denn

einen Realzins oder eine Laufzeitenprämie zahlen. Die Rahmenbedingungen sind aber für Unternehmen gut, denn die niedrigen Zinsen helfen, die Kosten niedrig und die Margen hoch zu halten, und das Wachstum reicht aus, um Gewinnsteigerungen möglich zu machen.

In diesem Umfeld bietet nur der Unternehmenssektor attraktive Möglichkeiten, sowohl in den Industrieländern als auch in den Schwellenländern, eventuell ergänzt durch Staatsanleihen der Schwellenländer und Immobilien. Dies deckt sich fast genau mit der Anlagepolitik für das künftige Szenario des Fed, mit Ausnahme der Aktien der Schwellenländer. Insgesamt ist die richtige Anlagepolitik sogar noch mehr auf Aktien ausgerichtet als im jetzigen Szenario, schlicht wegen der steigenden Zinsen.

Risiko im Auge behalten

Aber natürlich, das Risiko muss im Auge behalten werden, sei es durch Value-at-Risk-Limiten oder Stop-Loss-Limiten. Der Übergang von einem Szenario zum nächsten kann als «unsichere Zeiten» empfunden werden, allen Ankündigungen der Notenbanken zum Trotz.

thilo.goodall@

frankfurter-bankgesellschaft.ch
www.frankfurter-bankgesellschaft.ch