

-
- | | | | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 01 Schuldenkrise:
Geld ist eine Droge – mit ihren Nebenwirkungen müssen auch Investoren rechnen. | 05 Geldpolitik:
Der Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik wird schwierig. | 09 Strategie-Update:
Der FT Emerging Consumer-Demand bewährte sich auch in Krisenzeiten. | 10 Bundestagswahl 2013:
Wie sich der Wahlgang auf den deutschen Aktienmarkt auswirkt. |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
-

Produktionsfaktor Geld

Von Winfried Hutmann



Druckerpresse: Die Notenbanken fluten den Markt mit Geld. Doch ist das tatsächlich die Lösung, oder schafft diese Geldpolitik nur noch mehr Probleme?

Geld produziert Geld – dies zeigen eindrucksvoll die Kursanstiege an den Börsen, insbesondere der japanischen, sowie anziehende Immobilienpreise. Doch eines hat die laxe Geldpolitik der Notenbanken bislang nicht bewirken können: stärkeres Wirtschaftswachstum. So könnten sich niedrige Zinsen letztendlich als unwirksames Mittel gegen die Staatsschuldenkrise erweisen.

Seit Jahren steckt die Welt in der Krise. Der Name der Krise hat sich im Laufe der Zeit mehrfach geändert. Es fing mit ABS an, dann folgte Lehman, schließlich wurde die Banken- zur Euro-Krise; und heute hat das Phänomen den Charakter einer globalen Staatsschuldenkrise. Tatsächlich hat die Überschuldung eines Sektors stets einen anderen infiziert. Dabei war das Rezept gegen schlechtes Geld immer noch mehr Geld, und schließlich war es nur noch neues Geld, das von den Notenbanken gedruckt werden musste, um das System am Laufen zu halten. Die Frage ist, ob diese Therapie die Weltwirtschaft heilen kann

oder ob sie nur Schmerztherapie ohne Hoffnung auf Besserung ist.

Am Anfang der Analyse steht die Diagnose. Wo liegt eigentlich das Problem: in der Einkommenssphäre, in der Preissphäre, in der Geld- oder der Vermögenssphäre? Danach geht es um die Wirkung des Geldes: Schafft Geld nur Geld, oder kann Geld auch Werte schaffen? Drittens gilt es, das bereits Umgesetzte zu betrachten und die Folgen der aktuellen Politik zu beschreiben. Und über allem schwebt die Frage, was eigentlich bleibt, wenn die aktuelle Strategie nicht aufgeht und ►

► Fortsetzung von Seite 1



US-Notenbank Fed in Washington: Die expansive Geldpolitik der USA trug intensiv zur Krise bei.

die Staaten sich nicht von ihren Schulden befreien können.

Wohlstand für alle

Einkommen entsteht durch wirtschaftliches Handeln. Es sichert die Existenz einer Gesellschaft und erlaubt die Aufrechterhaltung bzw. die Steigerung eines bestimmten Lebensstandards. Einkommen muss stets neu erarbeitet werden. Der Staat hat Möglichkeiten, die Einkommensentstehung zu fördern, und er kann in die Verteilung eingreifen. So kann er Investitionen oder den Beschäftigungsaufbau anregen, oder er kann die relativen Preise beeinflussen, um das Ausgabeverhalten zu steuern. Der wichtigste Preis in diesem Prozess ist der Zins. Ein niedriger Zins kann die Verschuldung attraktiver machen und so zu mehr Konsum und zu mehr Investitionen führen. Er kann auch den nominalen Wert von Vermögen – von Renten, Aktien und Immobilien – erhöhen, sodass sich die Haushalte reicher fühlen und bereit sind, weniger für ihre Altersversorgung aufzuwenden, das heißt, weniger zu sparen. Es kann sogar so weit gehen, dass das höhere Vermögen als Sicherheit für neue Kredite genutzt wird, was die Ausgaben entsprechend weiter nach oben treibt.

Insbesondere die USA haben mit ihrer expansiven Geldpolitik intensiv zur Entfaltung der aufeinanderfolgenden Stufen der Krise

beigetragen. Über die Steigerung der Nachfrage im Baubereich gelang es zunächst tatsächlich, Einkommenseffekte durch mehr Beschäftigung auszulösen. Ähnlich verlief der Prozess in Europa, wo das reichliche Kreditangebot in die Immobilienmärkte des Südens floss, während die nördlichen Staaten, insbesondere Deutschland, steigende Realeinkommen aus dem wachsenden Export schaffen konnten.

„Niedrige Zinsen machen Verschuldung attraktiv.“

Fehlende Preissignale

Der ursprüngliche monetäre Impuls blieb nicht im Bausektor hängen. Maschinen wurden gebraucht, und die Konsummöglichkeiten eines Teils der Gesellschaft griffen über die Beschäftigung im Einzelhandel etc. auf weitere Bevölkerungskreise über. Dennoch kam es zu keiner Zeit in der vergangenen Dekade zu signifikanten Preissteigerungen auf der Ebene der Lebenshaltungskosten. Ein Grund dafür war die zunehmende Arbeitsteilung, die insbesondere aus der Einbindung der Emerging Markets – allen voran Chinas – Kostenvorteile zog. Aber auch in den exportorientierten alten Volkswirtschaften – hier ist insbesondere

Deutschland zu nennen – kam es zu Effizienzgewinnen, die aufgrund der Konkurrenzsituation zu einem großen Teil an die Konsumenten weitergegeben werden mussten. Zudem blieb das Arbeitskräftereservoir groß, sodass zusätzliche Beschäftigung ohne Lohneffekte aus der Reserve gezogen werden konnte. Die Preise stiegen also in der Vermögenssphäre, sie sprangen aber nicht auf die Konsumebene über.

Damit fehlte den Notenbanken bis zuletzt die Motivation, gegen Inflation vorzugehen. Offensichtlich hat die Flut an frischem Geld keine Wirkung auf das allgemeine Preisniveau. Allerdings hat es solche Phasen in der Geschichte immer wieder gegeben, und es hat sich erst mit erheblicher Verspätung gezeigt, dass Geldschöpfung massiv in die Preissphäre eingreift. Indem die Liquidität Vermögenswerte in ein neues Verhältnis zueinander und zu Gütern, die bei ihrer Verwendung untergehen, setzt und auch bestimmte Wirtschaftsbereiche gegenüber anderen begünstigt, erzeugt eine expansive Geldpolitik Allokationseffekte, die mit der Zeit das Preisniveau verändern können. Die Folge muss dann aber nicht ein inflationärer Prozess sein, vielmehr kann die Neuorientierung auch deflationär ausgehen.

Geld sucht sich einen Weg

Ein Überfluss an Geld generiert dann nicht Inflation, sondern Deflation, wenn durch die falschen Zinssignale Mittel in Verwendungen fließen, die bei einer Rückkehr zu normalen monetären Bedingungen nicht mehr profitabel sind. Es kommt dann zu Ausfällen, sodass ein wirtschaftlicher Kontraktionsprozess einsetzt. Dabei könnte man doch denken, Geld macht alles leichter. Das ist aber nicht so. Wirtschaftliches Handeln ist stets auf die Zukunft gerichtet, sodass Planung notwendig ist. In diese Planung gehen alle verfügbaren Informationen ein. Der Preis und die Menge von Geld sind dabei keine neutralen Faktoren.

Ein niedriger Zins macht aus heutiger Sicht die Investition etwa in Immobilien profitabler. Die Differenz zwischen erwartetem Ertrag und aktuell bereits bekanntem Aufwand in der Zukunft wird günstiger. Der Effekt dieses Gewinns wird aber in der Gegenwart schon realisiert, indem der Preis der Immobilien steigt; da viele diesen Anstieg antizipieren, erhöht sich der Preis wahrscheinlich sogar stärker als der Barwert des zukünftigen Zahlungsstroms. Ähnliches passiert bei Aktien. Dagegen reagieren Güter mit kurzem Planungshorizont, oder auch die Löhne, zunächst deutlich schwächer auf den monetären Impuls. Geld fließt also dorthin, wo es kurzfristig den größten Preisanstieg erzeugt, das heißt, es fließt in langfristige Verwendungen.

Natürlich hat das einen Effekt auf deren Erträge, der nicht in die Planung eingerechnet ist. Ein stark aufgeblähtes Immobiliensegment führt durch verstärkte Bauaktivitäten zu einem Überangebot an Wohnraum und reduziert entsprechend den relativen Preis der Wohnungsnutzung. Das wiederum verändert die ursprüngliche Barwertberechnung und lässt die Preise der Immobilien relativ zu anderen Anlagen fallen. Das bei den Mieten freigesetzte Geld kann zu anderen Zwecken genutzt werden. In der Regel geht im Konsum frei gewordenes Geld in andere Bereiche des Konsums, wo es durchaus Inflation erzeugen kann. Dagegen belastet der Preisverfall der Immobilien, die zur Vermögenssphäre gehö-

ren, zumeist auch den Wert anderer Vermögensgegenstände. Die unterschiedlichen Reaktionszeiten auf monetäre Impulse können also Zyklen in der Vermögens- und in der Gütersphäre auslösen, die schwer zu beherrschen sind. Schon deshalb verpflichtete sich früher insbesondere die Deutsche Bundesbank zu einer stetigen, dem Wachstumspotenzial angemessenen Geldpolitik. Die Europäische Zentralbank (EZB) macht das Gegenteil.

Das Vermögen des einen entspricht den Schulden des anderen

Dabei verhält sich die europäische Notenbank noch nicht einmal neutral. Sie stellt neues Geld vor allem schlechten Banken und schlechten Staaten zur Verfügung. Sie behauptet, damit den nicht mehr sauber funktionierenden Transmissionsmechanismus ihrer Politik wiederherzustellen. Richtig ist, dass sie die Allokationsfunktion des Marktes ausschaltet. Den überschuldeten Staaten wird so die Aufrechterhaltung des Status quo ermöglicht. Das ist weder preis- noch wachstumsneutral, denn es lenkt Ersparnis in unproduktive Verwendung. Die Schulden vieler Staaten sind aufgrund ihrer Höhe und des damit verbundenen Schuldendienstes auf Dauer nicht haltbar. Natürlich ist die Idee, sie über die Zeit bei niedrig gehaltenen Zinsen und steigender Inflation, von der die Staaten dank der Steuerprogression vermeintlich überproportional profitieren, relativ zur Wirtschaftsleistung zurückzuführen. Leider hat das mit der Inflation und auch mit dem

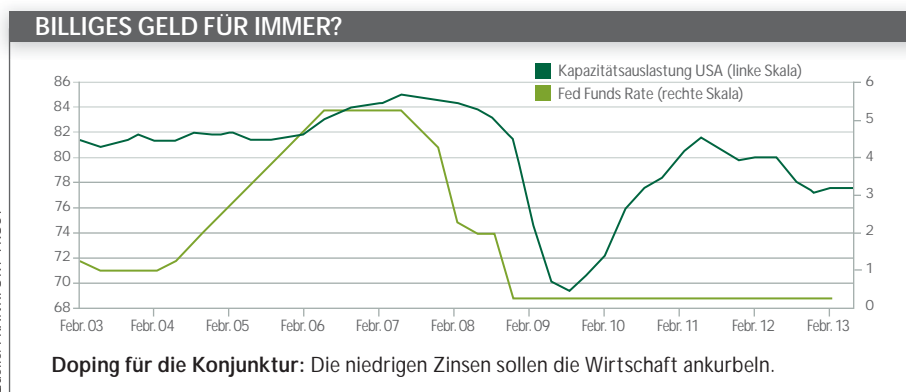
BIP-Anstieg bisher nicht geklappt. Das neue Geld ist in der Vermögenssphäre hängengeblieben. In diesem Prozess ist sogar der Wert der Staatsanleihen gestiegen. Sie sind das Vermögen, dem die Schulden der Staaten gegenüberstehen. Es ist paradox, dass die Schulden mit ihrer wachsenden Höhe immer fragiler werden und ihr Marktwert dank der Niedrigzinspolitik der Notenbank immer höher steigt.

„Es ist offensichtlich, dass die Schulden deutlich reduziert werden müssen.“

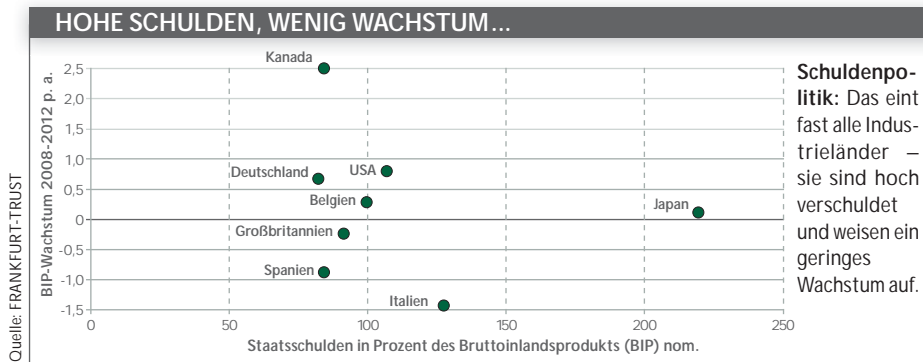
Es ist offensichtlich, dass die Schulden deutlich reduziert werden müssen – auf ein Niveau, von dem aus ein geordneter Abbau über die Zeit möglich ist. Dafür sind zwei Wege vorstellbar: über Einkommen oder über Vermögen. Der logische Weg ist der über Vermögen, wobei wiederum gefragt werden kann: über das den Schulden direkt gegenüberstehende Vermögen, die Staatsanleihen, oder über alle Vermögen, was eine Art Lastenausgleichsfonds bedeuten würde? Die Alternative dazu ist das Abschöpfen von Einkommen über Verbrauchs- und Einkommensteuern. Beide Wege verursachen massive Nachfrage- und Verteilungseffekte und sind auf kurze Sicht extrem schmerzhaft. Für jeden einzelnen Staat sieht die bestmögliche Lösung unterschiedlich aus, und für einige – insbesondere für Japan – ist eine Umkehr gar nicht vorstellbar.

Die Suche nach dem „Point-of-no-Return“

Japan hat den Punkt, an dem eine Umkehr und Rückkehr zur Ausgangsposition noch möglich war, überschritten. Massive Geldschöpfung mit dem Ziel, den Yen abzuwerten und die Inflation anzufeuern, ist offenbar die einzige Option, um der Schuldenfalle zu entkommen. Der Erfolg hängt davon ab, ob die Nachfrage des Auslandes nach in Japan ▶



► Fortsetzung von Seite 3



produzierten Gütern und die Nachfrage der Japaner nach Importwaren elastisch auf die Währungsabwertung reagieren, der Leistungsbilanz- und damit Ersparnisüberschuss also steigen. Außerdem müssen die Unternehmen Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Politik haben, denn nicht sie sollen die zusätzlichen Gewinne sparen (sie sollen vielmehr investieren), sondern die privaten Haushalte und der Staat sollen das tun. Zwei Argumente sprechen gegen den Erfolg der monetären Maßnahmen: die Demografie, die durch einen Rentnerüberschuss charakterisiert wird, und die fehlende Bereitschaft des konjunkturell ebenfalls schwachen Auslands, zugunsten Japans zu importieren, also auf eigene Produktion zu verzichten.

Auch in Europa ist die Neigung, die Vermögensfrage zu stellen, sehr gering. Selbst ziemlich gesunde Staaten wie Deutschland würden durch einen Schuldenschnitt erhebliche Einbußen unter anderem bei der Altersversorgung erleiden, die den Wählern wohl kaum zu vermitteln wären. Erhöhten die südlichen Partnerländer die Steuern oder streichen ihre Staatsschulden zusammen, würde Deutschland mit einem Nachfrageausfall im Exportbereich konfrontiert. Dieser Sektor hat sich aber unter dem Regime der lockeren Geldpolitik stark ausgedehnt – auch das ist eine Fehlallokation aufgrund falscher monetärer Signale –, sodass eine Verschärfung der Austeritätspolitik in Europa rezessive Tendenzen auslösen würde. Ein Lösungsansatz

ist nicht zu erkennen. Nur die USA fühlen sich aktuell in der Lage, über einen Ausstieg aus der überexpansiven Geldpolitik zumindest nachzudenken (darauf geht der nachfolgende Artikel näher ein). Aber selbst in den USA wird diese Diskussion mit Angst geführt. So richtet sich die Hoffnung aller letztendlich auf den ganz großen Aufschwung aus billigem Öl, auf die Nachfrage aus den Emerging Markets oder auf einen Innovationsschub. Sicher ist nur: Die aktuellen Wachstums- und Preisdynamik reicht nicht aus, um das Problem „Überschuldungskrise“ zu lösen.

Die Sicht der Kapitalmärkte

Geld ist offensichtlich eine mächtige Waffe, mit der sich die relativen Preise verschieben, nominale Vermögenswerte steigern und Einkommen schaffen lassen. Allerdings ist Geld eine Droge mit Nebenwirkungen. Ihr Einsatz ist nicht allokatonsneutral. Mit einem Zins, der dauerhaft unterhalb des nominalen Wachstumspotenzials einer Volkswirtschaft liegt, lassen sich Aktivitäten aufrechterhalten oder anregen, die kurzfristig das Wachstum stabilisieren oder sogar erhöhen können. Längerfristig verursachen sie aber Inflation und Effizienzverluste; sie können zu erheblichen zyklischen Ausschlägen beitragen. Das ist keine gute Nachricht für die Kapitalmärkte.

Allerdings darf die Weitsicht von Aktien- und Rentenmärkten nicht überschätzt werden. In Abwesenheit von unmittelbaren Inflationsgefahren fördert Geld die Kursent-

wicklung von Aktien, Renten und Immobilien. Das hat sich eindrucksvoll in den vergangenen Monaten – und besonders deutlich in Japan – gezeigt. Bisher ist eine Umkehr nicht zu sehen. Die Notenbankzinsen liegen in den alten Volkswirtschaften nahe bei null, Geld wird weiter den Geschäftsbanken zur Verfügung gestellt, oder es werden sogar Anleihen aus dem Markt gekauft, was direkt die Geldmenge steigert und Pleiten von Banken oder gar Staaten verhindert. Gleichzeitig kann sich die Produktion global auf einem schwachen Wachstumspfad halten, während die Inflation auf niedrigem Stand verharrt oder sogar weiter zurückweicht.

Diese Kombination ist besonders günstig für Aktien, sichert die Rentenmärkte ab und unterstützt auch Immobilien, die aber wegen der fehlenden Inflation nach Aktien nur auf dem zweiten Platz landen. Gefahren lauern kurzfristig in einer Umkehr der Politik, in einer Inflation antizipierenden Lohnpolitik sowie in einem „Unfall“ im staatlichen oder Bankenbereich. Langfristig besteht die Gefahr, dass die Ersparnis nicht in Ausrüstungsinvestitionen, sondern in unproduktive Verschuldung, insbesondere der Staaten, getrieben wird. Dann würde das Wachstum als Basis der Gewinnentwicklung fehlen, die Risikoprämien würden am Rentenmarkt steigen, und die Notenbanken würden diese Entwicklung nicht mehr kontrollieren können. In Japan ist diese Gefahr durchaus am Horizont zu erkennen, für die meisten anderen großen Volkswirtschaften trifft das aber bisher nicht zu. Noch produziert Geld zumindest Geld.

Winfried Hutmann,
Geschäftsführer
FRANKFURT-TRUST



Die Geister, die ich rief...

Von Dr. Christoph Kind



Der „Zauberlehrling“: Ohne Unterstützung der Zentralbanken wären mancher Staat und einige Banken zahlungsunfähig.

Seit einigen Jahren stützen die wichtigsten Zentralbanken der Welt den Finanzsektor und die globale Konjunktur mit einer extrem expansiven Geldpolitik. Jetzt werden in den USA erste Stimmen laut, die einen Politikwechsel fordern. Die Märkte reagieren verstört. Vom schwierigen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik.

Die Zeichen der globalen Geldpolitik stehen weiterhin auf Expansion. Am 4. April dieses Jahres verkündete die japanische Zentralbank ihre Absicht, die monetäre Basis durch Käufe von Anleihen und Exchange-Traded Funds innerhalb von zwei Jahren verdoppeln

zu wollen. Die Europäische Zentralbank (EZB) senkte am 2. Mai den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf ein Rekordtief von 0,5 Prozent. Wer glaubte, dass den Zentralbanken nach fünf Jahren ultraexpansiver Politik die Munition ausgegangen

sei, sah sich eines Besseren belehrt. Auch die Null scheint keine untere Grenze für die Leitzinsen zu sein. So denken die EZB und die Schweizer Nationalbank derzeit laut über negative Einlagenzinsen nach.

Anders ist die Situation in den USA. Dort finden die ersten vorsichtigen Diskussionen über einen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik statt. Die Protokolle der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve Ende März dokumentieren, dass einige Mitglieder des Ausschusses eine baldige Beendigung des Ankaufs von An- ►

► Fortsetzung von Seite 5

leihen befürworten. Nur wenige Tage nach der Veröffentlichung des Protokolls am 10. April kollabierte der Goldpreis, und der amerikanische Aktienindex S&P 500 verzeichnete seinen größten Tagesverlust im laufenden Jahr. Grund genug, sich mit den möglichen Folgen eines Ausstiegs aus der ultraexpansiven Geldpolitik auseinanderzusetzen.

„Ich habe satt das ewige Wie und Wenn; Es fehlt an Geld, nun gut, so schaff' es denn.“

Dieses Zitat des Kaisers aus Goethes „Faust“ ist für Bundesbankpräsident Jens Weidmann eine Metapher der gegenwärtigen Geldpolitik. „Ich schaffe, was ihr wollt, und schaffe mehr“, die Antwort Mephistopheles' auf die entnervte Forderung des Kaisers ist in den Augen der Kritiker das Motto der Zentralbanken geworden. Mit großen Gefahren: Die ungezügelter Staatsverschuldung werde durch Anleihenkäufe monetär alimentiert und gleichzeitig bilde sich ein gigantisches Inflationspotenzial. Die Vertreter der ultraexpansiven Politik halten entgegen, dass ihr Vorgehen alternativlos sei. Da Inflationsgefahren weit und breit nicht zu erkennen wären, hätten die Zentralbanken durch Anleihenkäufe die Transmission geldpolitischer Impulse und die Stabilität des Finanzsektors gesichert und damit realwirtschaftliche Schäden abgewendet.

Wer in dieser Debatte die richtigen Argumente auf seiner Seite hat, ist noch nicht entschieden. Denn letztlich kommt es darauf an, ob der Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik rechtzeitig und ohne



Mephisto und Faust: Kritiker verdammen die Vermengung der Geldpolitik mit den Notwendigkeiten der Fiskalpolitik als Faust'schen Teufelspakt.

Spätfolgen gelingt. Dass dies keine leichte Aufgabe sein wird, machen die Zahlen deutlich. Die amerikanische und die britische Zentralbank halten derzeit mehr als 30 Prozent aller ausstehenden nationalen Staatsanleihen mit einer Fälligkeit von mehr als fünf Jahren. Die Bilanzsummen der amerikanischen Fed und der EZB haben sich seit 2007 verdreifacht, die der Bank of England sogar vervierfacht.

Doch sind es nicht nur die schieren Summen, die eine Verkürzung der Zentralbankbilanzen problematisch machen. Mit unkonventionellen Maßnahmen haben die Notenbanken ihre Rolle als neutrale Währungshüter abgelegt und sind zu einem systemischen Bestandteil der Fiskalpolitik und des privaten Bankensektors geworden. Was

die Kritiker, um im Bilde zu bleiben, als Faust'schen Teufelspakt verdammen.

„Die ich rief, die Geister, werd ich nun nicht los.“

Um es klar zu sagen: Ohne Unterstützung der Zentralbanken wären mancher Staat und einige Banken zahlungsunfähig. Ein überhasteter Ausstieg könnte zu extremen Verwerfungen führen. Auf der anderen Seite bereitet die permanente Ausweitung der Zentralbankbilanzen zunehmend Unbehagen, da sie die Vermengung der Interessen von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzmarktaufsicht immer mehr verstärkt. Wie

Goethes Zauberlehrling beginnen sich die Notenbanken vor den Geistern zu fürchten, die sie selbst riefen.

Zurzeit kauft die amerikanische Fed monatlich langlaufende Staatsanleihen im Wert von 85 Milliarden US-Dollar. Ein Ende der Ankäufe, das derzeit in den USA diskutiert wird, verhindert zunächst nur die weitere Ausweitung der Zentralbankbilanz. Da die Fed derzeit keine Anleihen mit einer Fälligkeit unter drei Jahren hält, würde sich die Bilanz in den nächsten drei Jahren nicht verkürzen. Dies wäre nur durch Verkäufe möglich.

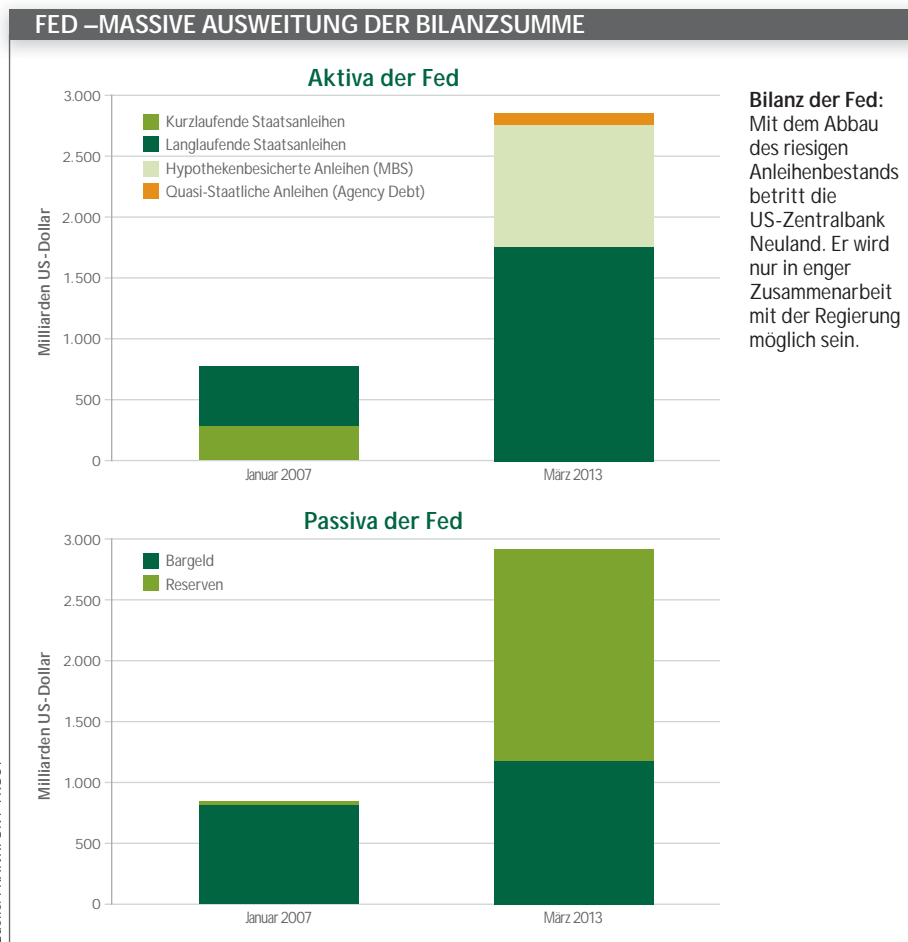
Die Bilanzsumme der Fed beträgt derzeit knapp 3,3 Billionen US-Dollar. Auf

der Aktivseite stehen etwa drei Billionen Anleihen, denen auf der Passivseite knapp 1,2 Billionen Bargeld und über 1,8 Billionen Einlagen gegenüberstehen. Zum Vergleich: Im Januar 2007 waren es rund 820 Milliarden Bargeld und ganze zwölf Milliarden an Einlagen. Im Gegensatz zum Bargeld verursachen Einlagen Kosten, da die Fed seit 2008 Zinsen auf Guthaben zahlt. Dieser Einlagenzinssatz liegt derzeit bei nur 0,25 Prozent. Sollte die Fed die Leitzinsen inklusive der Einlagenzinsen erhöhen, würde die Kostenbelastung massiv steigen. Die Zentralbank könnte dann keine Gewinne mehr an den Staat überweisen, während sie gleichzeitig Milliarden als Zinsen an den privaten Bankensektor zahlte. Wer immer auch die Nachfolge von

Ben Bernanke übernehmen wird: Der politische Druck, der in einer solchen Situation entstünde, könnte eine rasche Kehrtwende der Leitzinspolitik verhindern.

Die Profitabilität der Fed ist aber nur das geringere Problem. Während die Zentralbanken sich früher auf das kurze Ende der Zinsstrukturkurve konzentrierten, haben sie mit ihren Anleihekäufen direkten Einfluss auf die Renditen in allen Laufzeitenbereichen genommen. Damit beeinflussen sie direkt die Refinanzierungsbedingungen des Staates, aber auch die Profitabilität im Bankensektor. Ein zu starker Anstieg der langfristigen Zinsen würde zu einer massiven Belastung des Staatsbudgets und zu schmerzhaften Verlusten bei den Geschäftsbanken führen, die das Niedrigzinsumfeld zur Fristentransformation genutzt haben. Zur Wahrung der Finanzmarktstabilität wäre die Fed dann praktisch gezwungen, wieder expansiv zu agieren, zumal die Spielräume für fiskalische Impulse bei steigenden Zinsen noch geringer werden.

Einen einfachen Ausweg aus diesem Dilemma gibt es nicht. Der Abbau des Anleihebestands wird nur in enger Zusammenarbeit zwischen Zentralbank und Finanzministerium möglich sein. Wer hier vermutlich am längeren Hebel sitzt, ist mit dem populär gewordenen Begriff der „Fiskalischen Dominanz“ gut beschrieben. Eine klare Kommunikation der Exit-Strategie und ein regelgebundenes Vorgehen können stärkere Verwerfungen verhindern, aber mehr nicht. Auch der Blick in die Geschichtsbücher hilft nicht weiter. Die Notenbanken haben infolge der Finanzkrise Neuland betreten. Der Ausstieg aus der ultraexpansiven Politik wird ein globales volkswirtschaftliches Experiment sein – mit ungewissem Ausgang. ▶



► Fortsetzung von Seite 7

„Da ist's vorbei!“
Was ist daran zu
lesen? Es ist so
gut, als wär' es
nicht gewesen.“

Bei all den Schwierigkeiten, die ein Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik mit sich bringt, stellt sich die bange Frage, ob es überhaupt dazu kommen wird. Vielleicht war nicht die ultraexpansive Geldpolitik, sondern die Phase unabhängiger Zentralbanken ein kurzes historisches Intermezzo? Dieses Intermezzo begann, als sich der Monetarismus in den achtziger Jahren als Antwort auf die globalen Inflationsprobleme durchzusetzen begann. Inflation stellt in den entwickelten Industrienationen allerdings schon seit geraumer Zeit kein wirkliches Problem mehr dar. Stattdessen sind es Bankenrisiken und übermäßige Staatsdefizite, die das Wachstum bedrohen. Die Zentralbanken haben angesichts dieses veränderten Umfelds ihre Rolle als unabhängige Hüter der Preisstabilität aufgegeben und sind – teils freiwillig, teils unter Druck – zu mächtigen politischen Instanzen geworden, deren Entscheidungen direkte und weitreichende Folgen für Wachstum, Einkommensverteilung und Vermögensbildung haben.



Johann Wolfgang von Goethe: Er verfasste den „Faust“ und den „Zauberlehrling“.

Wird eine baldige Rückkehr der Inflation am Ende doch eine Rückbesinnung der Zentralbanken erzwingen? Die plakative These, Notenbanken würden die Wirtschaft mit billigem Geld fluten und dadurch zwangsläufig die Inflation anheizen, verkennt die Tatsache, dass Geldpolitik kein Geld, sondern nur eine monetäre Basis schaffen kann. Der Kreditvergabeprozess, der zur Geldschöpfung führt, nimmt – vor allem im Euro-Raum – nur sehr zögerlich Fahrt auf. In einem solchen Umfeld besteht kaum Druck, das Ruder der Geldpolitik rasch herumzureißen und so zu tun, als wäre nichts gewesen.

„Noch braucht es,
edler Freund,
Geduld: Es droht
noch mancherlei
Tumult.“

Von 2004 bis 2006 erhöhte die Fed die Leitzinsen um insgesamt 4,25 Prozentpunkte. Der langfristige Zinssatz blieb während dieser Phase fast unverändert. Ein solch reibungsloser Ausstieg aus einer expansiven Geldpolitik wird sich diesmal kaum wiederholen. Für die Anleger am Rentenmarkt bedeutet dies, dass sie sich auf niedrige Erträge und temporäre Verluste einstellen müssen. Der Entzug von Liquidität wird sich aber auch negativ auf Anlageklassen auswirken, deren Preise vor allem vom monetären Stimulus nach oben getrieben wurden. Dazu dürften Edelmetalle zählen.

Wie ist die Situation bei Aktien? Peter Sullivan von der HSBC hat sich mit dieser Frage beschäftigt. Seine Analyse basiert auf einer Übertragung des Durationsbegriffs von Renten auf Aktien. Hinter Aktien mit langer Duration stehen Unternehmen mit hohem Wachstum, stabiler Gewinnentwicklung und

niedrigem Beta. In einem Umfeld steigender Zinsen gehören solche Aktien – zum Beispiel die Produzenten von nichtzyklischen Konsumgütern und Pharmawerte – zu den Verlierern. Auch Hochdividenden- und Minimum-Varianz-Strategien, die Aktien mit hoher Duration übergewichten und in den vergangenen Jahren hervorragende Ergebnisse erzielt haben, werden bei einer geldpolitischen Wende unter die Räder kommen. Profitieren werden dagegen Aktien mit hohem Beta, zyklischen Erträgen und niedrigem Wachstum. In den aktuellen Portfolios der Anleger dürften genau diese Titel aber eher untergewichtet sein.

Im zweiten Teil der „Faust“-Tragödie lobt Herold Plutus mit den Worten: „Du hast ein herrlich Werk vollbracht; Wie dank' ich deiner klugen Macht!“ In ähnlicher Weise könnten sich Investoren bei den Zentralbanken bedanken, die ihre Macht eingesetzt haben, um eine globale Rezession zu verhindern, und dabei den Vermögensbesitzern in den letzten Jahren herrliche Gewinne bescherten. Auf Herolds Lob antwortet Plutus jedoch beschwichtigend: „Noch braucht es, edler Freund, Geduld; Es droht noch mancherlei Tumult.“ Die vorsichtigen Hinweise der amerikanischen Fed auf die negativen Seiten einer ultraexpansiven Geldpolitik und die Schwierigkeiten eines Ausstiegs schlagen einen ähnlichen Tonfall an. Tatsächlich droht bei einer geldpolitischen Kehrtwende so mancherlei Tumult. Die Anleger sollten sich rechtzeitig darauf vorbereiten.



Dr. Christoph Kind,
Leiter Fondsmanagement
Asset-Allocation
FRANKFURT-TRUST

STRATEGIE-
UPDATE



Champions-League-Pokal:
Die Schwellenländer sind auf dem Weg in eine höhere Liga.

FT Emerging ConsumerDemand

Von Thierry Misamer und Tilo Wannow

Als vor zwei Jahren der FT Emerging ConsumerDemand aufgelegt wurde, hatte der FC Barcelona gerade die Champions League gewonnen. Der FC Bayern war im Achtelfinale, Borussia Dortmund in der Vorrunde der Europa League gescheitert.

Dieses Jahr regieren beide Teams Europa und die Experten sprechen nicht von einer „Momentaufnahme“, sondern propagieren eine „Wachablösung“. Begründet wird dies mit der gesunden finanziellen Basis und der führenden Jugendförderung der deutschen Clubs.

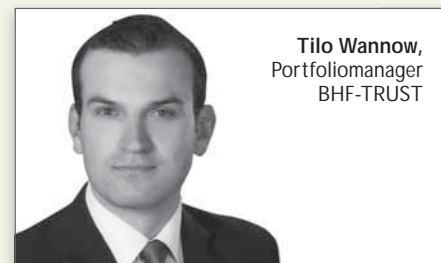
Zugegeben, der Sport ist schnelllebiger, aber auch in der Wirtschaftswelt erwarten viele eine „Wachablösung“. Die Schwellenländer wachsen seit Jahren deutlich schneller als die etablierten Industriestaaten. Der Wohlstand nimmt zu, was den Binnenkonsum und somit die Bedeutung für die globale Wirtschaft ankurbelt. Doch ähnlich wie beim Fußball sind es vor allem die Rahmenbedingungen, die das Bild auch für die Zukunft fortschreiben. Während die alte Welt hoch verschuldet ist und demografisch in einer Sackgasse steckt, lassen gesündere Staatsfinanzen in den Schwellenländern weiter konjunkturelle Impulse zu. Und die Alterspyramide ist dort ebenfalls noch intakt. Die Aufholjagd der Schwellenländer wird daher weiter gehen – über die Schwelle, bis in die Champions League.

Doch auch hierzulande bieten sich Chancen. Profitieren von dem Aufschwung der Emerging

Markets werden nicht nur die dort ansässigen Unternehmen. Beim FC Bayern wurden dieses Jahr auch Dante (Brasilien) und Mandžukić (Serbien) als Verstärkung für Schweinsteiger und Lahm verpflichtet. Wie so oft kommt es auf die Mischung an. Der Konsument hat im Supermarkt die Wahl, ob er zu einem lokalen Produkt oder dem eines internationalen Großkonzerns greift. Wer das bessere Produkt mit einem besseren Preis-Leistungs-Verhältnis anbietet, wird sich durchsetzen und Mehrwert für seine Aktionäre schaffen. Wir setzen auch auf das Preis-Leistungs-Verhältnis und wägen bei der Titelselektion durch unser nachhaltiges Value-Konzept streng die Qualität der Firmen gegen ihre Börsenbewertung ab. Nicht die Herkunft der Unternehmen steht dabei im Vordergrund, sondern ihre Absatzmärkte. Deshalb spielen in unserem Team neben Ambev (Brasilien) und Great Wall Motors (China) mit Inditex (Spanien) und BMW (Deutschland) auch global aufgestellte Konzerne, die schon heute einen Fuß in der Tür zur neuen Welt haben und mehr als 30 Prozent ihres Umsatzes in den Schwellenländern erzielen.

In den vergangenen zwei Jahren war dies der Schlüssel zum Erfolg. Die Börsen der Emerging

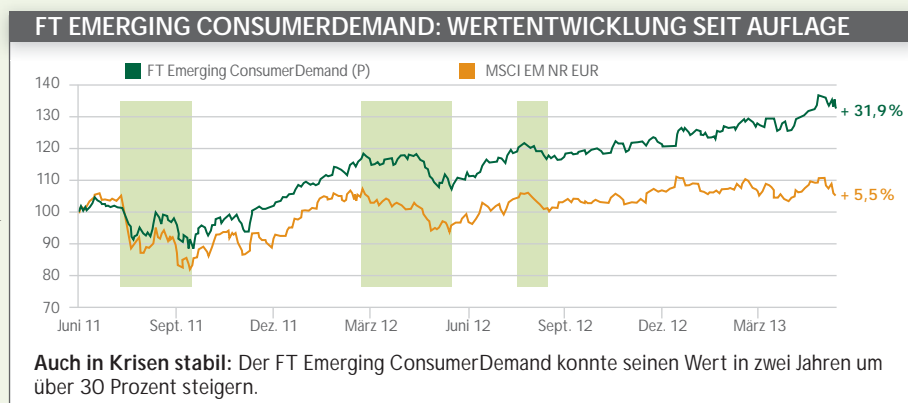
Markets lagen in diesem Zeitraum zwar deutlich hinter den fiskalpolitisch getriebenen Börsen der Industriestaaten, aber der FT Emerging ConsumerDemand zeigte sich beiden Welten überlegen. In einem insgesamt starken Markt konnte der Vergleichsindex geschlagen werden – bei unterdurchschnittlicher Volatilität und einem Beta von nur 0,7. Die Outperformance gegenüber dem MSCI EM (siehe Grafik) ist insbesondere in den negativen Börsenphasen entstanden. Die globale Streuung, der Fokus auf den weniger schwankungsanfälligen Konsumbereich und die Konzentration auf defensive Qualitätswerte haben die Verluste in den „Krisen“ beschränkt. Eine alte Fußballweisheit besagt: „Die Offensive gewinnt Spiele, die Defensive Meisterschaften“, ein Prinzip, das auch an der Börse gilt. Denn auch künftig wird es Rückschläge in den Emerging Markets geben, und nur wer diese aushält, kann an dem strukturellen Aufwärtstrend teilhaben. Das ist in der noch unbekannteren neuen Welt besonders schwierig. Auch deshalb bleibt die „Defensive“ der Mittelpunkt unserer Anlagestrategie.



Tilo Wannow,
Portfoliomanager
BHF-TRUST



Thierry Misamer,
Fondsmanager
FRANKFURT-TRUST



Quelle: FRANKFURT-TRUST; Stand: 31.05.2013

Bundestagswahl 2013 – eine Prognose für die Aktienmärkte

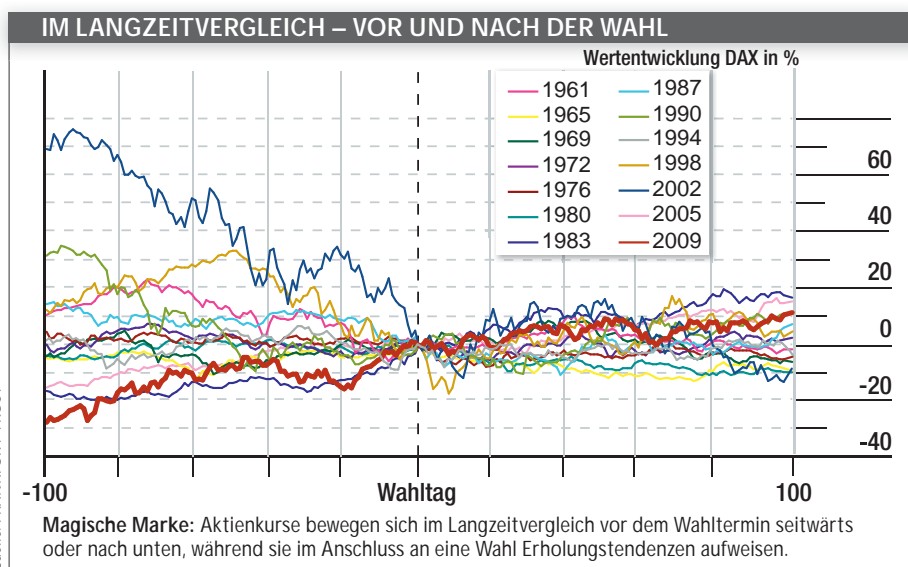
Von Raimund Saxinger



Reichstagskuppel: Das Ergebnis der Bundestagswahlen hat Einfluss auf den Aktienmarkt.

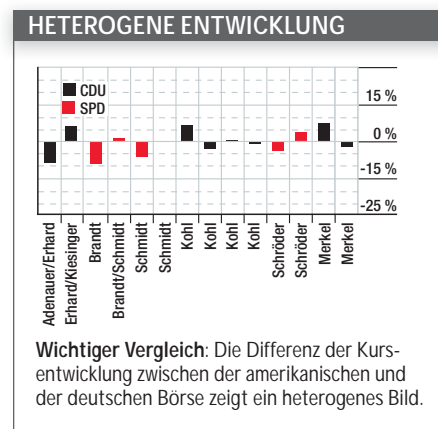
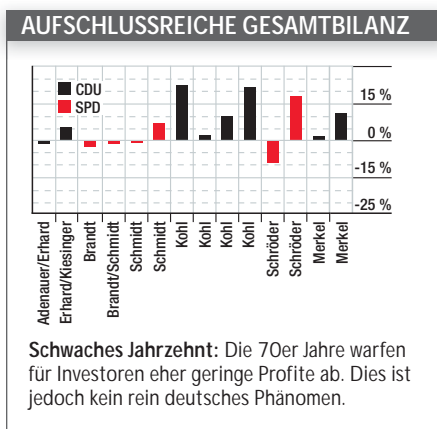
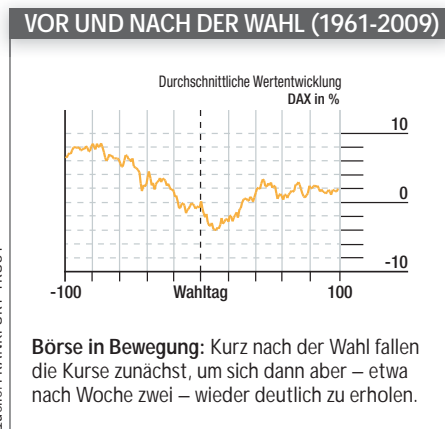
Urnengang: Vor vier Jahren untersuchte FRANKFURT-TRUST, wie sich die Bundestagswahlen der Vergangenheit auf die Börse auswirkten. Nun ist es wieder an der Zeit. Eine Analyse.

Vor vier Jahren untersuchten wir, wie sich Bundestagswahlen auf den Deutschen Aktienmarkt in kurz- und mittelfristigen Zeitabständen auswirken. Zu diesem Zweck betrachteten wir die Wahltermine in der Bundesrepublik Deutschland seit 1961 und untersuchten die Entwicklung an den Aktienmärkten nach damit verbundenen Gesetzmäßigkeiten. Die laufende Legislaturperiode neigt sich nun dem Ende zu. Grund genug, die damaligen Aussagen im Lichte der tatsächlichen Entwicklung Revue passieren zu lassen und anschließend einen Ausblick auf die jetzt bevorstehende Bundestagswahl zu wagen.



Unsere erste Aussage war, dass der Aktienmarkt in der Regel im Vorfeld einer Wahl zu einer heterogenen, allerdings im Durchschnitt schwachen Entwicklung neigt, während nach der Wahl ein moderater Anstieg

Quelle: FRANKFURT-TRUST



zu verzeichnen ist. 2009 stieg der Deutsche Aktienindex (Dax) schon vor der Wahl deutlich an; es war der stärkste Anstieg, der in Deutschland vor einer Wahl jemals zu verzeichnen war. Darin ähnelt dieses Jahr dem Jahr 2002 – damals mit fallenden Kursen –, das wir vor vier Jahren als Sonderfall klassifiziert hatten. Beide Ausnahmejahre wurden stärker von globalen Börsentrends als von der Lage in Deutschland geprägt. 2002 führte das Platzen der Dotcom-Blase weltweit zu Verlusten, 2009 kam es im Zuge der Erholung nach der globalen Finanzkrise zu Gewinnen. Immerhin entsprach die Entwicklung nach der Wahl 2009 mit einem Anstieg von circa zehn Prozent in den ersten 100 Tagen nach der Wahl ziemlich genau der his-

torischen Erfahrung. In vergangenen Wahlphasen war nach der Wahl eine kurze Phase der Verunsicherung zu beobachten. Diese blieb nun aus, was wenig verwunderlich ist, denn anders als zum Beispiel 2005 war das Wahlergebnis eindeutig, und es stand bereits am Wahlabend fest, welche Regierung sich bilden würde.

Unsere nächste These war, dass ein Wechsel gut für die Börse ist und die Aktienkurse beflügelt. Hier befinden wir uns nun in einem Dilemma, denn 2009 war die erste Wahl in der Geschichte der Bundesrepublik, die zwar einen (teilweisen) Wechsel der Regierungsparteien, nicht jedoch einen Wechsel der Kanzlerin zur Folge hatte. Somit stellt sich

die Frage, ob dies nun als echter Wechsel zu klassifizieren ist oder nicht. Betrachtet man jedoch die nachfolgende Kursentwicklung im Lichte unserer Ausgangsthese, so kann wohl gesagt werden, dass die Börse dies als einen Wechsel betrachtete. Diese Annahme wird auch unterstützt vom Blick auf die Wahlprogramme und den Koalitionsvertrag, welche durchaus einen Politikwechsel ankündigten. Ob diese Absichtserklärung dann auch tatsächlich erfüllt wurde, mag an dieser Stelle dahingestellt bleiben.

„2009 stieg der Deutsche Aktienindex schon vor der Wahl deutlich an.“

In einem weiteren Abschnitt machten wir uns Gedanken über die Gesamtbilanz der jeweiligen Legislaturperiode. Mit einem jährlichen Anstieg von über zehn Prozent zum Zeitpunkt des Schreibens dieses Artikels geht die Regierung Merkel/Rösler als eine der aus Börsensicht erfolgreichen Regierungen in die Annalen ein. Trotz dieser sehr ansprechenden Entwicklung muss sich der Dax in diesem Vergleichszeitraum allerdings gegenüber dem amerikanischen Aktienmarkt geschlagen geben. Dies ist jedoch einem stärkeren Dol-



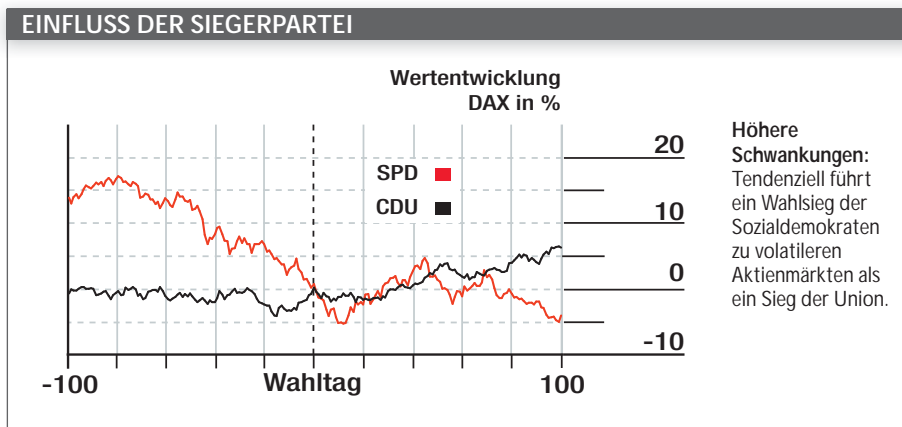
Im Rückblick: Mit einem Anstieg von zehn Prozent p.a. war die Regierung Merkel aus Börsensicht erfolgreich.

► Fortsetzung von Seite 11

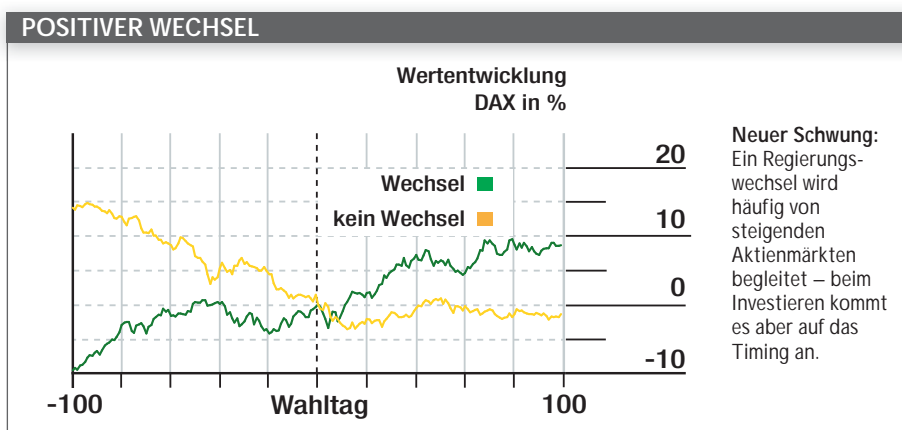
lar zu verdanken, der wiederum die Sorgen über die wirtschaftliche Schwäche der Euro-Zone und die Unsicherheit über ihr schieres Fortbestehen reflektiert. Aus dem gleichen Grund dürfte wohl auch der deutsche Aktienmarkt trotz seiner heimischen Stärke ein wenig unter der Schwäche seiner südlichen Nachbarländer gelitten haben.

„Der Trend zu mehr Parteien erschwert die Koalitionsarithmetik.“

Welche Erkenntnisse liefern unsere Analysen also für die bevorstehende Wahl? Für die nun beginnende 100-Tage-Periode vor dem Wahltermin sollten keine ausgeprägten Trends erwartet werden, sofern sich in dieser Phase nicht in den Wahlprognosen Verschiebungen herausbilden, die derzeit noch nicht antizipiert werden. Spannend dürfte es jedoch nach der Wahl werden. Ein offensichtlicher säkularer Trend besteht darin, dass sich die Zahl der im Bundestag vertretenen Parteien – sieht man einmal vom ersten Bundestag 1949 ab – über die Jahrzehnte erhöht hat. Betrachtet man die Union aus CDU und CSU als eine Partei, so gab es lange Zeit drei Parteien, später vier, aktuell fünf und im nächsten Bundestag vielleicht sechs oder – im Extremfall – sogar sieben. Dies erschwert natürlich die Koalitionsarithmetik und lässt Konstellationen denkbar erscheinen, bei denen die Regierungsbildung schwer oder viel-



Quelle: FRANKFURT-TRUST



Quelle: FRANKFURT-TRUST

leicht sogar unmöglich sein wird. Es dürfte somit als wahrscheinlich anzusehen sein, dass es zunächst zu einer (kurzen?) Phase der Unsicherheit nach der Wahl kommt, die die Börsen belastet. Allen historischen Erfahrungen nach wäre eine solche Phase allerdings als Einstiegsgellegenheit zu betrachten. Große Bedeutung kommt dabei dem Timing zu und in diesem Fall auch der Frage, ob diese Unsi-

cherheit am Ende durch eine Koalitionsbildung oder durch Neuwahlen aufgelöst wird. Zum internationalen Vergleich mit den Weltbörsen sei angemerkt, dass dieser in der kommenden Legislaturperiode maßgeblich davon geprägt sein wird, wie die Akteure die Zukunft des Euro einschätzen und ob es gelingen wird, Südeuropa aus der langen Rezession zu befreien.

IMPRESSUM

Herausgeber: FRANKFURT-TRUST
Investment-Gesellschaft mbH, Bockenheimer
Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main
V. i. S. d. P.: Dr. Alexander Pivecka
Tel.: 069/92050-221
E-Mail: alexander.pivecka@frankfurt-trust.de
Redaktionsschluss: 21. Juni 2013
Produktion: JDB MEDIA GmbH, Hamburg

Fotos: bpk (1), dpa (6), Frankfurt Trust (5),
iStockphoto (1)

Die Veröffentlichung erfolgt ohne Gewähr; die Haftung ist ausgeschlossen. Die Ausführungen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fonds dar. Alle Rechte sind vorbehalten. Angaben zur Wertentwicklung beinhalten keine Garantie für künftige Entwicklungen. Die aktuellen Verkaufsprospekte zu den Fonds erhalten Sie bei Ihrem Berater oder unter www.frankfurt-trust.de.

