

## LA LA LAND

Das günstige Geld sorgt für Musik an den Finanzmärkten. Wer in den letzten zehn Jahren im US-Aktienmarkt investiert war, hat sein Vermögen fast verdreifacht. Die Politik des billigen Geldes wird wohl weitergehen. Aber es sind Zweifel an dessen Nachhaltigkeit angebracht. Nüchterne Anleger sollten so positioniert sein, dass sie handlungsfähig sind, wenn der Wind dreht.

“Solange die Musik spielt, musst Du aufstehen und tanzen.“ So liess sich der CEO von Citigroup, der damals grössten Bank der USA, Charles "Chuck" Prince, am 9. Juli 2007 von der Financial Times zitieren. "Wir tanzen noch", schob er nach und verwies auf die enorme Liquidität in den Finanzmärkten. Ein Versiegen dieser Liquidität sei bis auf weiteres nicht zu erwarten. Sollte allerdings die Musik in Form von Liquidität aufhören, dann würde es kompliziert, so der Bankchef. Wenige Wochen später war es so weit und die Welt schlitterte in die grösste Finanzkrise seit dem Zweiten Weltkrieg. Prince verlor kurz danach seinen Job und wurde 2010 vom amerikanischen Kongress laut Nachrichtenagentur Reuters zu seinem inzwischen berühmten Zitat "gegrillt". Er hatte nur das öffentlich gesagt, was viele andere auch dachten und taten.

Zu den Zeiten von Prince waren vor allem die grossen Banken für die Musik verantwortlich. Sie

sorgten für die Liquidität in den Finanzmärkten. Dies hat sich inzwischen grundlegend geändert: Seit einigen Jahren haben – so scheint es zumindest – die Zentralbanken den Taktstock übernommen. Die Märkte lesen inzwischen buchstäblich jedes einzelne Wort von den Lippen der Notenbankchefs ab und reagieren augenblicklich auf Signale zur Versorgung der Wirtschaft mit frischem Geld. Auch das neueste Kursfeuerwerk seit Anfang dieses Jahres geht primär auf eine Kehrtwende in der – bislang nur erwarteten – Liquiditätsversorgung durch die amerikanische Zentralbank zurück. Mitte Juni doppelte die Europäische Zentralbank nach und sprach von "zusätzlichen Stimuli". Die Notenbanken sind die Magier der Märkte von heute, sie machen die Musik. Und sie wachen über einen jahrelangen Trend zu grosszügiger Geldversorgung sowie Niedrig-, Null- oder Negativzinsen.

### Real...

Der Zins als Preis des Geldes ist vermutlich der wichtigste Preis überhaupt, da letztlich alle Preise in der Wirtschaft mit ihm verbunden sind. In den letzten zehn Jahren profitierten praktisch alle Anlageklassen davon, dass Geld günstig zu haben ist und die Zinsen ausserdem noch stetig zurückgingen. In Amerika und Europa haben über diese Zeit die bedeutendsten Aktienindizes kumuliert bis zu 290% rentiert (siehe Grafik auf Seite 2). Auch die Obligationen profitieren seit Jahren stark vom Trend der fallenden Zinsen. Das gleiche gilt auch



für Immobilien, Unternehmensbeteiligungen, Kunst, Oldtimer und viele weitere Anlagen. Es scheint, als würde die üppig sprudelnde Liquidität alle Boote heben. Hinzu kommt, dass die Inflation ausgesprochen niedrig ist, so dass es sich tatsächlich – zumindest bisher und zum grössten Teil – um reale, die Kaufkraft erhöhende Renditen handelt.

Wenn all diese Argumente stimmen und wenn die Notenbanken ihre Politik tatsächlich korrekt auf diese Bedingungen hin kalibrieren (können), dann könnten wir uns getrost zurücklehnen und die Party weitgehend sorgenfrei geniessen. Doch Zweifel sind angebracht.

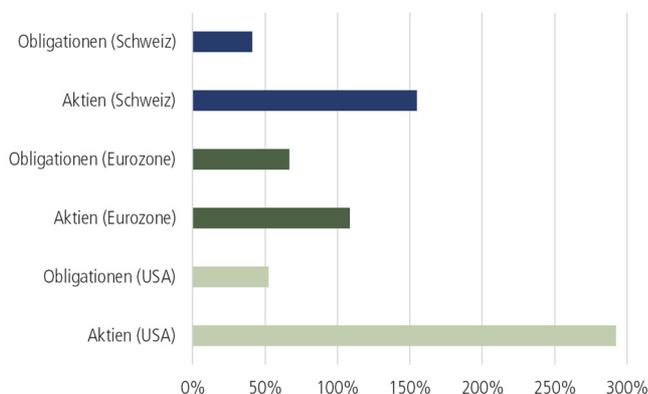
### ... oder surreal?

Unter normalen Bedingungen dürfen Sparer erwarten, dass sie sich in der Zukunft für ihr angespartes Geld mindestens gleich viel kaufen können, wie zum Zeitpunkt der Sparentscheidung. Von zentraler Bedeutung ist es dabei, dass Preissteigerungen, also Inflation, nicht den ganzen Zins "auffressen". Tun sie es über längere Zeit doch, dann können Zinsen ihre Rolle als Brücke zwischen Gegenwart und Zukunft nicht mehr richtig spielen. Wird der Realzins – also die Differenz zwischen Inflation und dem von den Notenbanken festgelegten Leitzins – negativ, so bedeutet das einen Verlust der Kaufkraft. Passiert das dauerhaft, so kann man getrost von einer schleichenden, unmerklichen Enteignung der Sparer sprechen. Wie die Grafik auf der nächsten Seite zeigt, findet genau das statt: In den letzten zehn Jahren hat es in den westlichen Industrieländern, allen voran in den USA und in Europa, kaum Zeiten mit positiven Realzinsen gegeben. Wer Geld auf dem Konto liegen hat, verliert, auch wenn dort immer dieselbe Zahl stehen sollte.

Bei diesen Zahlen liegt der Verdacht nahe, dass die Notenbanken ihre Leitzinsen zu niedrig ansetzen. Als Begründung wird heute oft von der Stimulierung der Wirtschaft durch niedrigere Zinsen gesprochen und es mag sein, dass kurzfristig Wachstumsimpulse ausgelöst werden können. Allerdings muss die Dosis an Liquidität immer grösser werden, um noch eine Wirkung zu erzielen. Inzwischen wird sogar ernsthaft über eine "Modern Monetary Theory" (MMT) diskutiert, die an eine extreme Liquiditätszufuhr ohne Nebenwirkungen glaubt. Das ist ziemlich sicher Unsinn, denn dann wäre das Perpetuum Mobile erfunden, von dem die Menschheit seit über 2000 Jahren träumt. So radikal sind die Notenbanken bisher nicht gewesen.

PERFORMANCE 2009-2019

### TRAUMFABRIK FINANZMÄRKTE?



Quelle: Bloomberg Barclays US Govt. 10 Year Term Index TR, Germany Govt. 7-10 Year TR und Swiss Bond Index SBI Domestic Govt. 7-10 TR. SMI, Euro Stoxx 50, S&P 500. Kumulierte Performance in Lokalwährung.

Die niedrige Inflation ist ein wesentlicher Grund dafür, warum die Notenbanken mit ihrer Politik des billigen Geldes recht haben könnten. Oft wird argumentiert, dass wir in einem neuen Zeitalter leben. Demnach hat die niedrige Inflation (und damit die niedrigen Zinsen) ihre Ursachen in den vielen billigen Arbeitskräften aus China und anderen Ländern, die die Weltwirtschaft seit Jahren prägen. Hinzu kommt die Vorstellung, dass alternde Gesellschaften einen kürzeren Anlagehorizont haben und Individuen mehr sparen (müssen), um ihre Renten zu finanzieren. Weil so viele Anleger in kurzfristige Anlagen drängen, werfen diese nur wenig ab. Ein drittes Argument zur Erklärung von niedriger Inflation und niedrigen Zinsen weist darauf hin, dass Innovation und technischer Fortschritt zu niedrigeren Preisen führen – teure Menschen werden durch preiswertere Maschinen ersetzt.



Doch zu niedrige Zinsen und zu grosszügige Liquiditätsversorgung über längere Zeit reichen schon aus, um gravierende Verzerrungen und Blasen an den Finanzmärkten zu produzieren.

Unter diesen Bedingungen ist es inzwischen sehr schwierig geworden, den realen Wert von Vermögenswerten zu bestimmen. So ist der Zins der Notenbanken meist Kompass und Basis für die Berechnung des Wertes von Unternehmungen oder Investitionen. Ist dieser Zins null oder negativ, werden diese Berechnungen entweder nutzlos oder arbiträr. Spätestens dann wären wir in der surrealen Welt von La La Land angelangt, geprägt von viel Liquidität und der Hoffnung, dass die Musik noch eine Weile spielen möge.

und Unternehmen inzwischen in den meisten Ländern sehr eng geworden ist. Keine Zentralbank wird riskieren, dass der eigene Staat den Schuldendienst wegen einer Erhöhung der Zinsen nicht mehr bedienen kann.

Kurz: Wir dürfen davon ausgehen, dass die Musik noch eine Weile spielt. Allerdings ist nicht auszuschliessen, dass das Auf und Ab in Zukunft noch etwas wilder wird, da sich immer mehr Marktteilnehmer fragen, wie lange das vermeintliche Perpetuum Mobile noch funktionieren kann. Heikel wird es vor allem dann werden, wenn tatsächlich einmal Inflationserwartungen aufkommen oder der Glaube an die magischen Kräfte der Notenbanken schwindet. Beides scheint vorerst noch nicht in Sicht, kann aber jederzeit passieren.

REALZINSEN 2009-2019

### SCHLEICHENDE ENTEIGNUNG



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Bloomberg, eigene Berechnungen.

### Gefangene Magier

Die Ereignisse der letzten Wochen haben den Eindruck verstärkt, dass die Notenbanken nicht nur Magier, sondern gleichzeitig auch Gefangene der Finanzmärkte und vermutlich auch der Politik sind. Immer dann, wenn es an den Märkten zu grösseren Einbrüchen kommt, reagieren die Notenbanken mit mehr Liquidität. Es scheint, dass inzwischen vielerorts primär die Aktienmärkte die Geldpolitik bestimmen statt Inflation und Konjunktur.

Gefangen sind die Notenbanken auch, weil der Spielraum für Zinserhöhungen durch die hohe und weiterhin steigende Verschuldung von Staaten

### Nüchtern bleiben

Sollte der Wind dann doch einmal wirklich drehen, dann wird es stürmisch. Da die üppige Liquidität alle Boote gehoben hat, müssten dann auch sämtliche Vermögenswerte neu bewertet werden. Manche Beobachter empfehlen, möglichst nahe am Ausgang zu tanzen, was auch immer das genau heisst. Aus unserer Sicht ist das allerdings eine Illusion. Vielmehr sollten risikobewusste Anleger immer so positioniert sein, dass eine grundlegende Neubewertung nicht gleichzeitig eine Vernichtung von Vermögen und Handlungsfähigkeit bedeutet.

Was also tun? Es gibt dazu eigentlich nur zwei, wenn auch nicht vollständig befriedigende Antworten: Diversifizieren und auf Realwerte setzen. Heikel sind vor allem Nominalwerte sowie alle Arten von Verschuldung. Wichtig ist es ausserdem, über genügend liquide Vermögenswerte zu verfügen, um im Zweifelsfall handlungsfähig zu sein.

Die Party zu verlassen, ist jedenfalls keine Option, da alle Vermögenswerte in irgendeiner Form betroffen sind. Und vielleicht sind wir ja doch nicht in La La Land. Darauf verlassen sollten wir uns allerdings nicht.

—  
IA, 28.06.2019



## SINNSTIFTENDE SELBSTTÄUSCHUNG

Zwiespältig sind die Gefühle, wenn ein Börsenaufschwung anhält und immer noch anhält und immer noch anhält. Denn völlig zu recht muss man davon ausgehen, dass die Wahrscheinlichkeit des Umschwungs mit jedem Tag und jeder Stunde zunimmt, und diesen «Tipping Point» möchte man selbstverständlich nicht verpassen. Später wird man einmal sagen, dass man das alles hätte kommen sehen können. Und man wird seinem Vermögensverwalter vorhalten, genau dafür sei er ja eigentlich da, nämlich: den «Tipping point» zu erwischen. Ist er das?

Aufgrund von Finanzkrisen ändert sich an der realen Welt recht wenig. Weder werden Fabrikanlagen zerstört noch Handelsflotten versenkt.

Wer das Auf und Ab an den Finanzmärkten ein Leben lang mitgemacht hat, sieht das recht gelassen. Ja, es trifft natürlich zu, in einem Börsenabschwung wird viel Kapital vernichtet. Einzelne Unternehmen gehen regelrecht unter, was gleichbedeutend ist mit dem Totalverlust auf der betroffenen Aktienposition. Auch ganze Wirtschaftssektoren können unter Druck kommen, so nach 2002 die klassischen Technologiewerte und nach 2009 die Banken. Bei ihnen zieht sich die Erholung schleppend hin, wenn sie überhaupt noch einmal eintritt. Andere Sektoren wie in den letzten Jahren die modernen Tech-Giganten erhalten dagegen Oberhand.

So schmerzvoll und beängstigend Krisen an den Finanzmärkten sein mögen – der langjährige Beobachter hat trotz allem noch nie den Weltuntergang erlebt. Noch jedes Mal, auch wenn es viel Nerven brauchte, stellte sich der Aufschwung wieder ein, und meistens waren jene Marktteilnehmer, die aus lauter Angst zu früh ausgestiegen waren, beim Anstieg der Kurse noch nicht dabei, weil sie wiederum auf den «Tipping Point» gewartet hatten. Aufgrund von Finanzkrisen ändert sich an

der realen Welt recht wenig. Weder werden Fabrikanlagen zerstört noch Handelsflotten versenkt. Lediglich ihre Bewertung wird etwas anders gesehen als zuvor. Wenn es gute Gründe gibt, ihnen auch künftig einen Wert zuzuordnen – eine solide Cashflow-Situation ist dabei durchaus hilfreich – dann werden sich auch bald wieder einmal vernünftige Kurse einstellen.

Aus dieser Sicht lohnt es sich, auch in sogenannten überhitzten Börsenlagen in dem Masse investiert zu bleiben, wie man es eben ertragen kann oder will. Genügende Diversifikation ist viel wichtiger als das Timing, das Erwischen des «Tipping Points». Für genügende Diversifikation zu sorgen, das ist die Aufgabe des Vermögensverwalters und -beraters. Denn niemand von uns weiss, wie die Zukunft aussehen wird. Im Spezifischen können wir nur mutmassen, aber wir wissen, dass die Zukunft irgendwie stattfinden wird. Kapital wird gebraucht und die Zurverfügungstellung entschädigt werden.

Wie aber ist Zurverfügungstellung von Kapital bei gleichzeitigem und zunehmend beängstigendem Blick in den Abgrund eines Börsenabschwungs aushaltbar? Der Schreibende ist dazu übergegangen, sich selber ein wenig zu täuschen, indem er für sich Kursschwankungsreserven bildet. Man nehme eine kleine Baisse – beispielsweise jene von Ende 2018 – notiere jene Kurse nach persönlichem Niederstwertprinzip und nehme die seitherigen Kurssteigerungen im Sinne eines Polsters wahr. So wird das eigene Vermögen ein wenig elastischer, als wenn man es laufend «Mark-to-market» verfolgt. Zumindest das nervöse Börsenflimmern kann man mit dieser Technik ausblenden. Und wenn der «Tipping Point» dann eben doch einmal kommt (was er bestimmt tun wird), dann hat man zehn, zwanzig Prozent weniger verloren als alle anderen und kann getrost und gespannt darauf warten, wie die Welt danach aussehen wird. Hauptsache, man ist in sie investiert.

—

KH, 30.06.2019

