

Die Bank
von Mensch zu Mensch



Bernhard Matthes, BKC Asset Management

26.09.2019

Finanzielle Repression – Neue Angriffswelle ante portas?

Im Jahr 2012, dem Jahr der „Whatever it takes“-Proklamation durch EZB-Chef Draghi, rutschte die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen erstmals unter die Null-Linie. Sieben Jahre später, im September 2019 sind die Endfälligkeitsrenditen sämtlicher Bund-Laufzeiten, bis hin zu 30-jährigen Bonds, deutlich negativ. Eine surreale Situation.

Die Abschaffung des Zinses in der Eurozone hat gravierende Folgen: Sparer fühlen sich enteignet. Stiftungen finden keine sicheren und zugleich rentierlichen Anlagemöglichkeiten mehr. Pensionskassen und Lebensversicherer sehen sich teils existentiellen Problemen gegenüber. Anleger substituieren wegfallende Zinserträge mit zunehmend risikoreichen Investmentstrategien. Die gigantischen Geldmengen, die zusätzlich zu den Zinssenkungen der letzten Jahre geschaffen worden sind, finden ihren Weg nicht wie gewünscht in die Realwirtschaft. Sie verursachen Blasen an den Kapitalmärkten, wie ausweislich atemberaubender Preissteigerungen an den Immobilienmärkten oder dem Bewertungsniveau bei Aktien zu beobachten ist.

Die Finanzielle Repression – eine vorsätzlich herbeigeführte Situation, in welcher der Anlagezins dauerhaft unterhalb der Inflationsrate verankert ist – lastet als demokratisch nicht legitimierte Steuer auf Sparern und verteilt Vermögen um. Sie wirkt als implizierter Solidarbeitrag für die angestrebte Gesundung der Schuldenstaaten im südlichen Europa.

Nullzins-Politik und Anleihekaufprogramme der Notenbanken haben marktwirtschaftliche Faktoren vielfach außer Kraft gesetzt. Die Preisbildung folgt nicht mehr Angebot und Nachfrage, Risiken werden nicht mehr angemessen bepreist, im Ergebnis steht eine Fehlallokation von Kapital. Für die Wiederherstellung des Normalzustands, in dem Marktpreise durch Angebot und Nachfrage der „natürlichen“ Marktteilnehmer bestimmt sind, bedürfte es einem konsequenten Abschalten der Krisenbewältigungsmaßnahmen und einer raschen Wiederherstellung eines zumindest neutralen Realzinsniveaus.

Ob die EZB-Maßnahmen der letzten Jahre überhaupt notwendig waren, kann grundsätzlich in Zweifel gezogen werden. Insbesondere die QE-Programme lösten einen Rausch des billigen Geldes aus, der noch lange nachwirken wird. Die EZB handelte wie ein Arzt, der dem Patienten ohne medizinische Indikation Opiate verschrieb und ihn so in die Abhängigkeit führte. Die Kapitalmärkte sind abhängig geworden und fordern nun ständig höhere Dosen des süßen Gifts ein.

Die Nebenwirkungen der Zwangsmedikation übersteigen längst den erhofften Nutzen. In den USA ist als Folge des jahrelangen Niedrigzinses zu beobachten, wie sich ein wahres Aktienrückkauf-Bonanza entfaltet, bei dem Unternehmen Schulden aufnehmen, um eigene Aktien zu erwerben. Eine Wertschöpfung für Aktionäre oder die Gesamtwirtschaft kann aus diesen Aktivitäten auf dem aktuellen Aktien-Bewertungsniveau nur schwerlich abgeleitet werden. Gleichzeitig trüben sich die Verschuldungskennziffern vieler Unternehmen gefährlich ein.

Im Ergebnis stehen neben fragileren Kapitalmärkten auch marktschädliche Wettbewerbseffekte: Niedrigzinsen nehmen Anreize für Investitionen, steigern hingegen die Anreize für Aktienrückkaufprogramme und betriebswirtschaftlich fragwürdige Fusionen und Übernahmen (Beispiel Bayer/Monsanto).

Es verfestigt sich die Entwicklung hin zu immer größeren Einheiten, Crowding-Out Effekten und schließlich wettbewerbsärmeren Märkten mit immer mehr Branchen, die von monopol- oder oligopolhaften Strukturen gekennzeichnet sind.

*Die Bank
von Mensch zu Mensch*



Vor allem in Europa – so hat jüngst eine Studie der OECD dokumentiert – ist eine problematische Nebenwirkung der Niedrigzinsen, dass sogenannte Zombie-Unternehmen (Firmen, denen es dauerhaft nicht gelingt, ihre Zinszahlungsverpflichtungen aus dem operativen Ergebnis zu erwirtschaften) künstlich am Leben erhalten werden. Deren bloße Existenz drückt Produktivität, Wettbewerb und Wachstumspotential einer Volkswirtschaft.

Trotz Zielverfehlung und trotz schädlicher Nebenwirkungen wird die Geldpolitik der letzten Jahre indes kaum in Frage gestellt. Im Gegenteil beschloss die EZB auf ihrer Sitzung am 12. September ein neues Maßnahmenpaket einer weiteren Absenkung des Einlagenzinses auf -0,50% und der Wiederaufnahme von Anleiheankaufprogrammen („QE“). Die neuerliche Lockerung rief im Nachgang offenen Widerspruch der Notenbankvertreter Österreichs, Deutschlands und der Niederlande hervor.

Eben so wenig, wie die Maßnahmen der vergangenen sieben Jahre im Stande waren, die beabsichtigten Effekte (Wachstums- und Produktivitätssteigerungen, Erhöhung der Kredit- und Konsumnachfrage, Verankerung der Inflationserwartungen auf höherem Niveau) herbeizuführen, werden auch die neuerlichen Schritte lediglich weitere marktverzerrende, aber keine realwirtschaftlichen Spuren hinterlassen. Sowohl die Erfahrung Japans, als auch die Geldexperimente der westlichen Welt lehren, dass eine über die Erfordernisse hinaus gelockerte Geldpolitik weder Wohlstand und Wachstum generieren kann, noch in der Lage ist, die der Wachstumsschwäche und niedrigen Inflationserwartungen zugrunde liegenden Probleme zu adressieren. Die geldpolitischen Rezepte der letzten Jahre stoßen an Grenzen. Gelddrucken und Negativzinsen lösen keine Probleme, sie schaffen lediglich neue und größere Kapitalmarktblasen und erhöhen die Kosten, die mit einer schlussendlich doch irgendwann nötigen Normalisierung bzw. Rückführung der Notstandsmaßnahmen einhergehen.

Es ist in den vergangenen 20 Jahren zum Normalzustand geworden, dass in jeder Krise nach Notenbankmaßnahmen und geldpolitischer Interventionen gerufen wird. Die Krisen der letzten 20 Jahre wurden stets mit einer aggressiven monetären Antwort bekämpft. Immer niedrigere Zinsen und immer mehr Liquidität verhinderten möglicherweise noch tiefere rezessive Einschnitte. Stets wurde aber versäumt, die Notmaßnahmen im Zuge der wirtschaftlichen Erholung wieder in den Bereich zurückzuführen, den Geldpolitiker selbst bis vor kurzem noch als „neutrales Zinsniveau“ beschrieben haben. Die Bereitschaft, Ungleichgewichte und (im Konjunkturzyklus völlig normale) konjunkturelle Abschwünge mit fiskalischen oder strukturpolitischen Maßnahmen zu adressieren, ist heute im historischen Vergleich gering ausgeprägt. Die Notenbanken gefallen sich augenscheinlich in der Rolle des Brandbekämpfers und pflegen dieses Selbstverständnis, ausweislich ihrer Kommunikation und der aktuell dokumentierten Bereitschaft, einer schwächelnden Konjunktur mit neuen Maßnahmen unter die Arme zu greifen.

Über weite Strecken des Jahres 2018 war zu hoffen, dass die interventionistische Notenbankpolitik an natürliche Grenzen stößt. Die Belastungen des Bankensystems durch Negativzinsen, zunehmender öffentlicher Rechtfertigungsdruck für die dauerhafte Aufrechterhaltung der Notmaßnahmen und die (selbstaufgelegten) Beschränkungen für den Ankauf von Staatsanleihen schienen ein Ende der ultraexpansiven EZB-Politik in greifbare Nähe zu rücken. Gleichzeitig straffte die US-Notenbank 2018 ihre Geldpolitik deutlich, mit Leitzinsanhebungen bis auf 2,50% sowie einer entschlossenen Bilanzverkürzung. Diese globale geldpolitische Straffung löste schwere Marktverwerfungen aus. Die US-Aktienmärkte erlitten die schwächste Dezember-Performance seit 1931, viele Anleger schichteten aus risikoreicheren Anlagen in sichere Häfen um. Die Erkenntnis: Ein Entzug vom Rausch des billigen Geldes kann von den Märkten offensichtlich nicht mehr verarbeitet werden. Die Notenbanken sind nicht bereit, den Märkten die mit dem Entzug einhergehenden Schmerzen zuzumuten und geordnet Luft aus den Blasen abzulassen.

So wird ultralockere Geldpolitik zum Dauerzustand. Die Krisenanfälligkeit erhöht sich. Neue Krisen bedürfen immer radikaleren Maßnahmen. Für künftig nötige Kriseninterventionen müssen immer schwerere Geschütze aufgeföhren werden.

Die Bank
von Mensch zu Mensch



Die von vielen Anlegern erhoffte Zinswende mit strukturell höherem Zinsniveau ist auf absehbare Zeit kaum mehr vorstellbar. Weder die vielerorts überbordende staatliche Schuldenlast, noch weite Teile des Unternehmenssektors sind zu einem deutlich höheren Schuldendienst in der Lage. Systemisch würde es schnell fragil, müssten aktuelle Schulden auf höherem Zinsniveau bedient und refinanziert werden. Daher ist der politische Wille hoch, einer Kontinuität niedriger Zinsen Priorität einzuräumen.

Eine geordnete Rückführung der geldpolitischen Notmaßnahmen scheint also ohne schwere Marktverwerfungen nicht mehr möglich. Die Zentralbanken sind als Gefangene der Kapitalmärkte nicht Willens oder nicht in der Lage, die an sich notwendige Rückkehr zu normalen Bedingungen vorzunehmen. Sie haben sich selbst in eine Situation nur noch begrenzter Handlungsfähigkeit manövriert. Weil sie sich mit ihrer Politik und Kommunikation in Geiselhaft der Märkte begeben haben, sind sie in eine Situation asymmetrischer oder nur noch einseitiger Handlungsfähigkeit geraten: Die Kapitalmärkte diktieren den Kurs und akzeptieren nur noch Lockerungsschritte.

Inzwischen sind die Markterwartungen so weit vorausgelaufen, dass der EZB gar nichts anderes übrig bleibt, als weitgehende neue Maßnahmen zu liefern, um die Anspruchshaltung der Märkte nicht zu enttäuschen.

Vielfach wird inzwischen aber gefragt, ob die Notenbanken ihr Pulver nicht gar verschossen hätten, ihr Arsenal leer sei.

Wenn die traditionelle Zinspolitik an Grenzen stößt und mehr und mehr zwangsbeglückte Marktakteure durchaus rational versuchen, sich den Folgen der Negativzinsen zu entziehen (z.B. Einlagerung von Bargeld in Tresoren durch Banken und Versicherer), steht die Frage nach neuen, unerprobten Instrumenten im Raum.

Wer sich mit den Gedankenexperimenten einflussreicher Vordenker in Notenbanken, akademischen und multinationalen Organisationen oder dem Internationalen Währungsfonds (IWF) beschäftigt, wird keine Knappheit an - je nach Standpunkt als „kreativ“ bis „völlig wahnsinnig“ beschrieben - neuen Ideen vorfinden. Womöglich folgt dem Rausch des billigen Gelds der QE-Jahre nun eine zweite, gigantische Angriffswelle auf Sparer und Anleger:

1) **Kampf gegen das Bargeld**

Die öffentliche Schmähung von Bargeld als unhandlich, unmodern, unpraktisch, unhygienisch und als Lieblingsinstrument von Geldwäschern, Kriminellen und Terroristen hat merklich an Fahrt aufgenommen.

Möglicherweise berechtigten Vorwürfen, Bargeld erleichtere kriminelle Machenschaften, kann mit Benjamin Franklins zeitlosem Zitat entgegengesetzt werden: „Wer bereit ist, Freiheit zu opfern, um Sicherheit zu gewinnen, verdient weder das eine noch das andere, und wird am Ende beides verlieren.“ Bargeld ist verbriefte Freiheit und Garant von Selbstbestimmungsrechten.

„Der 100-Euro-Schein ist ein Problem und gehört abgeschafft“ kommentierte unlängst das Handelsblatt. Ähnliche Standpunkte finden sich vermehrt. Es scheint, als werde derzeit eine großangelegte Einschränkung legaler Bargeldnutzungsmöglichkeiten kommunikativ vorbereitet. Nachdem der 500 Euro Schein schon seit einiger Zeit Geschichte ist, greifen auch Zahlungsbeschränkungen um sich, wie etwa Maximalbeträge beim Geldabheben oder die demnächst wirksame Obergrenze von 2.000 Euro beim Erwerb von physischem Gold.

Der Harvard Ökonom Ken Rogoff macht keinen Hehl aus der eigentlichen Motivation hinter all diesen Bestrebungen: Papiergeld sei das entscheidende Hindernis, die Zentralbank-Zinsen weiter zu senken, seine Beseitigung wäre eine sehr einfache und elegante Lösung für dieses Problem. In den akademischen Modellwelten von Rogoff und vergleichbar gesinnten Verfechtern der Negativzinsen, finden sich seit längerer Zeit schon Aufsätze, Studien und Modellrechnungen, die für Leitzinsen werben, welche bei -5%, -6% oder -7% verankert sind. Auch elektronische Buchungen von Vermögensabgaben (welche freilich eleganteren Bezeichnungen tragen würden) ließen sich in einer bargeldfreien Welt leichter implementieren.

Eine Variation, welche Bargeld erhalten würde, aber Sparer ebenfalls mit Zwangsmaßnahmen sanktionieren würde, wäre die Idee des IWFs, einen Wechselkurs zwischen elektronischem Geld, welches über Negativzinsen entwertbar wäre, und wertstabilem Bargeld einzuführen. Beim Tausch von Bargeld in Buchgeld würde dann ein Abschlag fällig. Geschäfte würden beginnen, Preise in 2 Varianten auszuzeichnen: Einem Preis für elektronische Zahlungen und einem höheren Preis für Barzahlungen.

Generell erwecken die „Arbeitspapiere“ von IWF, Universitäten und Notenbanken verstörend oft den Eindruck, dass private Sparguthaben als opportune Verfügungsmasse betrachtet werden, auf die im Bedarfsfall beliebiger konfiskatorischer Zugriff besteht.

Der IWF hatte beispielsweise im Kontext der Eurokrise 2013 mit dem Vorschlag „10 Prozent auf alles“ für Aufsehen gesorgt: Eine Zwangsabgabe von 10% auf alle Sparguthaben, Wertpapiere und Immobilienbesitz könne die Staatsschulden-problematik weitgehend adressieren, so die Logik.

2) Helikoptergeld

Ähnlich wie in der Vergangenheit von Teilen der Wirtschaftspresse und der Finanzindustrie das QE der EZB förmlich herbeigeredet und herbeigeschrieben wurde, verfestigt sich aktuell der Eindruck, dass eben jene Protagonisten neue Maßnahmen herbeisinnieren. Der Vizechef des weltgrößten Vermögensverwalters Blackrock, Hildebrand, etwa forderte jüngst von der EZB „weitergehende Instrumente“ und fügte hinzu, Europa würde radikale Maßnahmen sehen, etwa „Geld direkt in die Taschen von Verbrauchern oder Unternehmen zu stecken“. Das als „Helikoptergeld“ bezeichnete Vorgehen, Bürgern neugeschaffenes Geld direkt auszuhändigen, wurde auch von Mario Dragi in der Vergangenheit bereits als „interessantes Konzept“ gepriesen. Der ehemalige EZB Chefvolkswirt Issing hält Helikoptergeld hingegen für eine „totale Geistesverwirrung“.

3) Ankäufe in weiteren Anlageklassen

Ebenfalls Blackrock, in Person des CEOs Larry Fink, empfahl der EZB jüngst, nicht nur Anleihen, sondern auch Aktien anzukaufen. Eine aus vollständig wohlmeinenden Motiven geborene Idee natürlich, nämlich um die „Aktienkultur in Europa zu fördern“. Völlig undenkbar ist ein solches Szenario nicht, schließlich praktizieren andere Notenbanken, wie die Schweizer Nationalbank (ausländische Aktien) und die Bank of Japan (inländische Aktien) Aktienankaufprogramme seit Jahren. In Europa wäre die Implementierung mangels eines homogenen Inlandsmarktes mit technischen Schwierigkeiten verbunden, allerdings würde die Herleitung eines begründbaren Ankaufsschlüssels über verschiedene Länder aber sicher kein unüberwindbares Hindernis darstellen.

Ein solches Ankaufprogramm würde zu den ohnehin schon bestehenden Marktverzerrungen zusätzliche Fehlallokation von Kapital auslösen. Gesamtvolkswirtschaftlich bestünde die Gefahr einer weiteren Erosion marktwirtschaftlicher Funktionen und ein schleicher Aufbau „Volkseigener Betriebe (VEBs)“, wenn Eigentumsrechte an Unternehmensanteilen zu signifikanten Anteilen in öffentliche Hand geraten. Die wohl noch am wenigsten gravierende Folge von Aktienkäufen wäre eine unmittelbar spürbare Verschlechterung der Governance, welche heute bereits in Japan in deutlichen Bewertungsabschlägen des Aktienmarkts gegenüber den Weltbörsen messbar ist.

Völlig zurecht bezeichnete Robert Halver Gedankenspiele rund um Aktienkäufe der EZB als „Schnapsidee“.

Eine weitere denkbare Variante wären bewusste Währungsinterventionen der EZB, um den Euro zu schwächen, analog dem Vorgehen der SNB. Dabei würde die EZB ausländische Vermögensgegenstände erwerben (als Gegenmaßnahme für künftig denkbare amerikanische Zölle würden sich etwa US-Staatsanleihen und damit einhergehend großvolumige Dollarkäufe anbieten).

4) Zinsstrukturkurven-Kontrolle

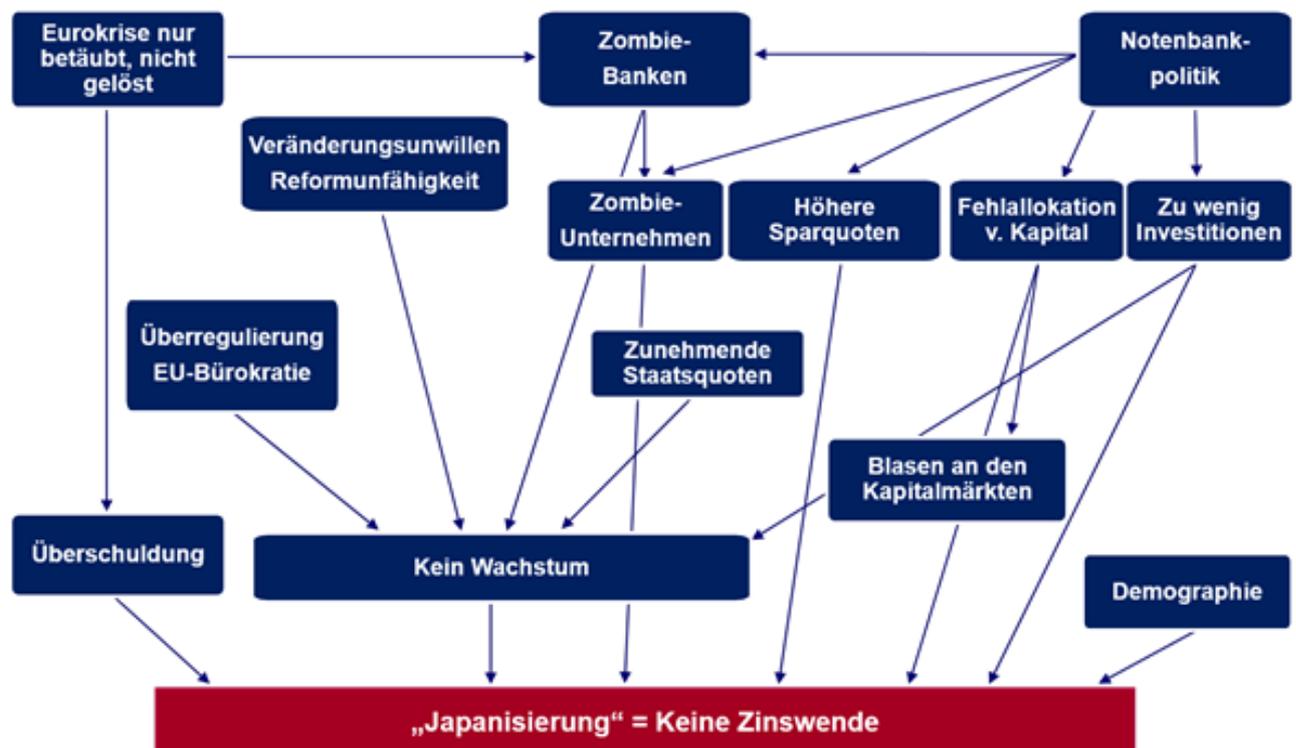
Hatten die Notenbanken in Vor-Finanzkrisenzeiten lediglich Kontrolle über den kurzfristigen Zins, haben die Ankaufprogramme auch die Kapitalmarktzinsen, also längere Laufzeiten auf der Zinsstrukturkurve auf künstlich niedrige Niveaus geführt. Um langfristige Erwartungen noch stärker zu verankern, könnte die EZB dem japanischen Vorbild und der langjährigen Praxis der USA und Großbritanniens in den Nachkriegsjahren folgen, formale „Zinsdeckel“ auf längeren Laufzeiten zu installieren. Dazu bedürfte es theoretisch unbegrenzter Ankäufe von Staatsanleihen. Erschwert wird eine solche Praxis heute noch vom Kapitalschlüssel und der Knappheit von Staatsanleihen in Ländern mit soliderer Haushaltsführung. Sind die Not (durch Rezession oder neuerliche Staatsschuldendramen) und das Flehen nach neuen Rettungspaketen erst einmal groß genug, wäre durchaus denkbar, dass zur Umgehung dieses begrenzenden Elements durch die Hintertür doch einmal Eurobonds (die dann anders heißen werden) in Erwägung gezogen werden.

5) Modern Monetary Theory (MMT)

In den USA ist in weiten Teilen des linken politischen Spektrums die Idee eines „Green New Deals“ salonfähig geworden, eines gigantischen staatlichen Ausgabenprogramms, welches – grob vereinfacht – durch Geld drucken der Notenbank finanziert wird. Es fällt schwer, spontan nicht Parallelen zur Weimarer Hyperinflation zu ziehen.

Auch in Europa könnte mit Begehrlichkeiten nach einem gemeinsamen Eurozonenbudget, je nach politischen Mehrheiten, schnell eine Situation entstehen, in der die Widerstände in den Kernländern gegenüber den dann möglicherweise auftretenden Forderungen nach einer Gegenfinanzierung durch die Notenbank, aufgegeben werden.

Europa auf dem Weg zur Japanisierung: Exzessive Verschuldung drückt Produktivität, Wachstum und Zinsen



Quelle: BKC

*Die Bank
von Mensch zu Mensch*



All diesen Ideen ist gemein, dass sie keine nachhaltige Antwort auf die Probleme sind, die sie zu lösen versuchen. Sie beschäftigen sich allesamt mit Symptomen, kurieren aber nicht die ursächlichen Treiber der „Japanisierung“ der Eurozone. Diese liegen in von den Notenbanken selbst geschaffenen Zuständen (Blasen an den Kapitalmärkten, Zombie-Unternehmen, Zombie-Banken, zu wenig Investitionen, höhere Sparquoten als Reaktionsfunktion der Sparer auf niedrige Zinsen), an der Demographie, der nicht gelösten, sondern nur betäubten Eurokrise, an Überregulierung und EU-Bürokratie, hohen Staatsquoten, an Reformunfähigkeit und Veränderungsunwillen.

Dabei sind die jeweiligen Ursachen und Haupttreiber über verschiedene EU-Länder hinweg höchst heterogen verteilt: Zu geringe Investitionen und Kapitalexporte sind das Problem einiger nord- und kerneuropäischer Länder. Produktivitätsschwäche und mangelnde Wettbewerbsfähigkeit dominiert in manchen südlichen Ländern. Unsolide Haushaltsführung mit Ausgaben, die strukturell über einer nachhaltigen Einnahmequote liegen, ist ein dominantes Problem in Frankreich, woraus immer auch Begehrlichkeiten zum Erschließen neuer externer Finanzierungsquellen resultieren.

Wer Finnland aber dauerhaft eine italienische Geldpolitik verordnet und Griechenland dauerhaft eine deutsche Fiskalpolitik, riskiert, wie jemand zu handeln, der versucht, ein Flugzeug mit LKW-Diesel und einen LKW mit Kerosin zu betreiben. Man würde nicht die Erwartung haben, dass die Verkehrsmittel ihrer Bestimmung nach funktionieren können. Ähnlich werden im makroökonomischen Kontext die Fliehkräfte irgendwann so hoch, dass der Fortbestand der Eurozone – unabhängig welche neuen Notstandsmaßnahmen aus dem Hut gezaubert werden – gefährdet sein kann.

So heterogen die Ursachen für schleppendes Wachstum und niedrige Inflationserwartungen sind, so ungeeignet ist eine standardisierte geldpolitische Policy-Antwort, alle Auslöser gleichermaßen zu adressieren. Langfristiger Wohlstand resultiert immer aus Sparkapital und Investitionen, nicht aus kurzfristigen Taschenspielertricks. Investitionen in Bildung und Infrastruktur, in Forschung und Entwicklung, in qualifizierte Zuwanderung sind die Schlüssel zu einer prosperierenden Eurozone. Nebenbedingung sind eine Rückkehr zu Prinzipien der Eigenverantwortung, zum Haftungsprinzip und zu unternehmerischer Freiheit statt Gängelung und Regulierungswut.

Dass die skizzierten - und für die meisten Privatanleger undenkbar - neuen Finanzrepressionsmaßnahmen heute doch denkbar geworden sind und gar über realistische Eintrittswahrscheinlichkeiten verfügen, ist nur auf dem Nährboden einer fortgesetzten Verwahrlosung ordnungspolitischer Prinzipien und ökonomischer Vernunft möglich.

Die weitgehend widerspruchsfreie Proliferation vor einiger Zeit noch undenkbarer Ideen wie MMT und Helikoptergeld ist überhaupt nur in einem Umfeld möglich, in dem die Stabilitätsorientierung einer generellen Erosion unterliegt.

In Europa erstickt in vielen Sektoren die zunehmend lähmende Regelungs- und Regulierungsdichte Produktivität und private Initiative. Umgekehrt weichen Berechenbarkeit und Regelbindung in Gesetzgebung und politischen Prozessen zunehmend der Willkür, wenn es darum geht, vermeintlich höhere moralische Ziele zu bedienen. Diese Disziplinlosigkeit und situative Ethik höhlen Rechtsstaatlichkeit aus und schaffen einen Nährboden, auf dem dauerhafte keine Prosperität entstehen kann.

Die Erosion von Vertrauen in die Rechtsstaatlichkeit hat verschiedene Institutionen erfasst und in den letzten Jahren auch vor verfassungsrechtlichen Fragestellungen nicht Halt gemacht. Bundesverfassungsgericht und EuGH konnten ihrer Rolle als mögliches Korrektiv nicht gerecht werden und haben sich mit ihren Urteilen zu Bankenunion, EZB-Rettungspolitik und Anleihekäufen zunehmend dem Verdacht ausgesetzt, politisch motivierte Urteile zu sprechen.

Unverkennbar politisch motiviert ist auch die Nominierung von Christine Lagarde als Nachfolgerin von Mario Draghi an der Spitze der EZB. Die künftige Ausrichtung der EZB-Politik wird die geldpolitischen Partikularinteressen einiger Mitgliedstaaten vermutlich noch willfähriger als bislang zu bedienen wissen. Als fiskalpolitischer Erfüllungsgehilfe läuft die EZB Gefahr, weiter an Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit zu verlieren.

*Die Bank
von Mensch zu Mensch*



Wenn Vertrauen erodiert, verlieren Eurozone und EU als Institutionen zwangsläufig an Attraktivität. Der Brexit ist eine direkte Folge der schwindenden Überzeugungskraft des europäischen Modells. In den sog. „EUR-outs“, den EU-Mitgliedern, die noch über ihre eigene Währung verfügen (wie Schweden, Polen oder Tschechien), käme heute niemand mehr ernsthaft auf die Idee, die Mitgliedschaft in der Eurozone anzustreben.

Die unübersehbaren Nebenwirkungen von Negativzinsen und finanzieller Repression sind also nicht nur ein Problem der Kapitalmärkte, sondern tragen weiter: In den teils unsachlichen und hysterischen Debatten um Preissteigerungen bei Mieten und Kaufpreisen an den Immobilienmärkten in Berlin und anderen deutschen Großstädten drehen sich die Argumente und Lösungsvorschläge meist um das Symptom, selten um die Ursache. Es liegt doch auf der Hand, dass der hauptsächliche Preistreiber der letzten Jahre die Geldpolitik der EZB gewesen ist und somit direkte gesellschaftliche Kosten verursacht.

In völliger Ignoranz dieser Tatsache wird aus interessierter politischer Richtung von „Marktversagen“ fabuliert und planwirtschaftliche Rezepte erfreuen sich einer Renaissance unter dem Beifall der Straße, die gegen „Mietenwahnsinn“ und für Enteignungen demonstriert. Statt „Marktversagen“ kann als Einflussfaktor allenfalls noch ein „Politikversagen“ identifiziert werden, wenn versäumt wird, einer Zuwanderung von 2-3 Mio. Menschen zeitnah eine entsprechende Angebotserweiterung gegenüber zu stellen. Diese gelang aber schon in Zeiten ohne Zuwanderung nicht, im Gegenteil, wird mit Bauvorschriften, kaum vorhandenem Neuausweis von Bauland, langen Genehmigungsverfahren und Bürokratie alles dafür getan, möglichst wenig Neubauaktivität aufkommen zu lassen.

Auch die meisten Debatten um Ungleichheit in Einkommens- und Vermögensverteilung blenden die Ursache völlig aus. Stattdessen ist der bundesrepublikanische Reflex „mehr Gleichheit“ herstellen zu wollen, stets mit diversen Umverteilungsideen zur Stelle. Die zunehmende Vermögenskonzentration, welche aus 10 Jahren Rausch des billigen Geldes resultiert, führt zu sinkender Akzeptanz der sozialen Marktwirtschaft und einem Verkennen, dass die Probleme nicht aus Marktversagen resultieren, sondern direkte Folge der zuvor erfolgten erratischen Markteingriffe sind.

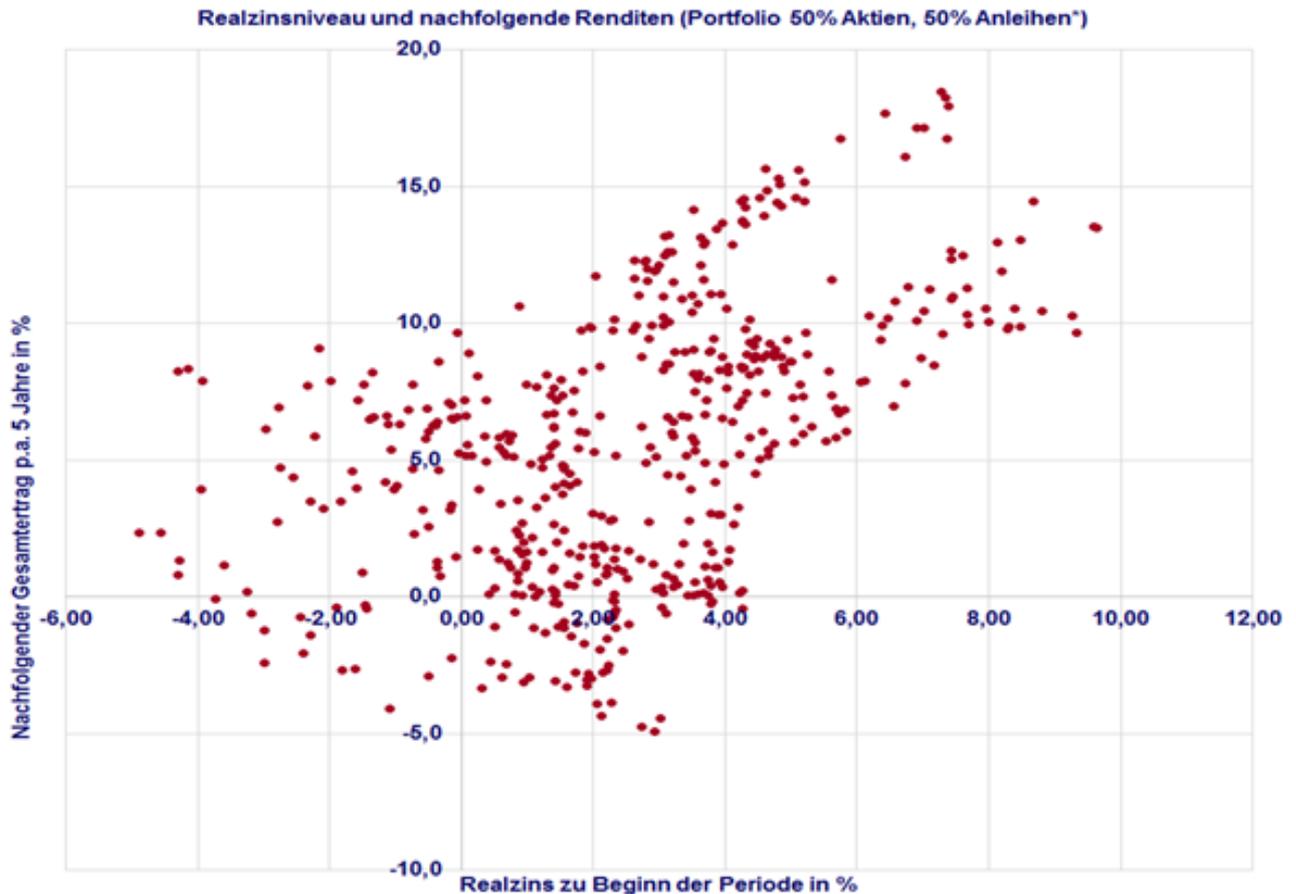
Wenn Vertragsfreiheit, Eigentumsrechte und Privateigentum zunehmend unter Beschuss geraten, zeigt sich, dass etwas grundsätzlich aus dem Ruder läuft. Man kann daher nur eindringlich davor warnen, das geldpolitische Rad noch weiter zu überdrehen. Eine weitere Beschleunigung ungleicher Verteilungseffekte („Cantillon Effekt“) der ultraexpansiven Geldpolitik gefährdet die Akzeptanz unserer freiheitlichen Grundordnung und spielt jenen in die Karten, welche die soziale Marktwirtschaft als System in Frage stellen. Insofern birgt eine weiter gelockerte EZB-Politik wahren gesellschaftspolitischen Sprengstoff. Die Themenhierarchie aktueller öffentlicher Debatten verkennet das Gefährdungspotential, welches einer möglichen weiteren Beschleunigung der finanziellen Repression innewohnt. Es wäre nützlich und wünschenswert, wäre der Schwerpunkt öffentlicher Debatten weniger stark von moralisierenden und belehrenden Themen gerichtet, sondern stärker auf die Voraussetzungen konzentriert, die zur Sicherung unseres Wohlstands und zum Erhalt des Kapitalstocks in Deutschland und der Eurozone notwendig sind.

Dass Niedrig-, Null- und Negativzinspolitik kaum noch Widerstand hervorrufen und verstörende „Arbeitspapiere“ des IWFs keinen öffentlichen Aufschrei zur Folge haben, sollte darüber hinaus natürlich auch bei jedem privaten und institutionellen – also treuhänderisch verpflichteten – Anleger die Alarmglocken schrillen lassen.

Die Frage, die sich stellt, ist natürlich „was tun“? Wie kann man der finanziellen Repression entgegen, ohne unvertretbar hohe Risiken eingehen zu müssen?

Grundsätzlich gilt, dass für Anleger eine Phase strukturell niedrigerer Ertragsmöglichkeiten, eine Phase von möglicherweise „7 mageren Jahre“ angebrochen ist. Die Erträge der Vergangenheit sind bei gleichbleibendem Risiko nicht wiederholbar. Die Erträge der vergangenen sieben Jahre repräsentieren QE-getriebene, nicht-natürliche Überrenditen. Aktien- und Anleihenrenditen waren teilweise aus der Zukunft geborgter Ertrag. Historisch beobachten wir zudem ein klar erkennbares Muster, wonach Portfolioerträge stets dem vorherrschenden Realzinsumfeld folgen.

...alles hängt am Realzins!



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; *Datengrundlage: S&P 500 und US Staatsanleihen; Zeitraum: 1977-2019; Stand: 30.04.2019

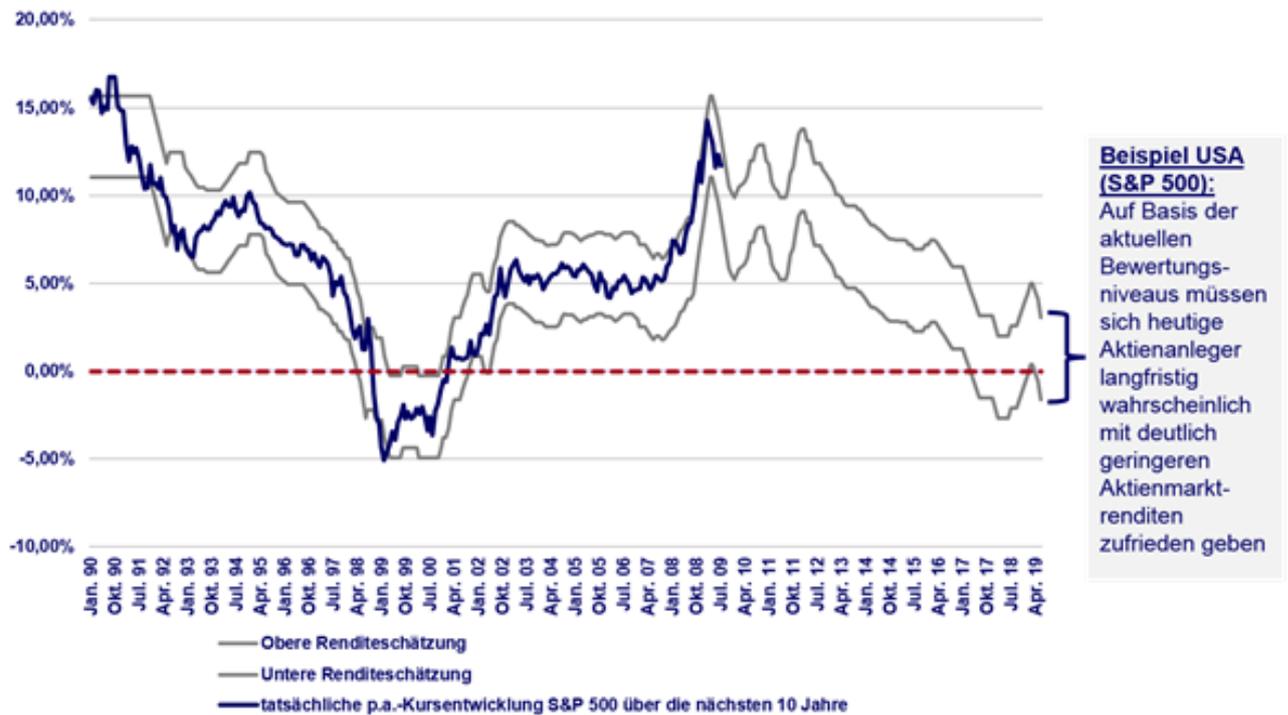
Quelle: BKC

Welche Selbstverteidigungsinstrumente gegen weiter anziehende Daumenschrauben der finanziellen Repression sind nun denkbar?

Zu vermeiden gilt es, den geringfügigen Risikoaufschlägen hinterherzujagen, welche sich in einigen Anleihen hoch verschuldeter privater und öffentlicher Aussteller noch erzielen lassen. Vermeiden sollte man zudem die Segmente des Aktienmarktes, welche als Gewinner der letzten Jahre unrealistische Wachstums- und Gewinnerwartungen einpreisen und teilweise schon wieder mit Bewertungsmultiplen handeln, welche 1999 und 2000 zu beobachten waren.

Gerade weite Teile der US-Aktienmärkte weisen sehr hohe Bewertungen auf. Schätzungen zu künftig möglichen Aktienmarktrenditen hängen weder vom Zinsniveau ab, noch bedürfen sie einer Prognose. Das Renditepotential von Aktien kann im Gegenteil zuverlässig aus dem aktuell vorherrschenden Bewertungsniveau abgeleitet werden. Unser hauseigener Bewertungsindikator legt für den S&P 500 derzeit lediglich ein Wertsteigerungspotential von historisch niedrigen ca. 1% p.a. für die kommenden 10 Jahre nahe.

Auf Basis des BKC Value Indikators liegt das langfristige Renditepotenzial für Aktien aktuell zwischen +3,0% und -1,6% p.a.



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen
Zeitraum: Januar 1990 bis Juli 2019; monatliche Daten

Quelle: BKC

Geografisch und inhaltlich empfiehlt sich, einen Teil des Portfolios so weit wie möglich weg von Herrn Draghi und demnächst Frau Lagarde zu investieren. Anleihe- und Währungsinvestments außerhalb der Eurozone können dabei ein Baustein sein.

Für viele Investoren ist es aus D-Mark-Zeiten gelerntes Verhalten, Fremdwährungsrisiken möglichst zu vermeiden. Was damals richtig war, weil die DM kontinuierlich gegenüber nahezu allen Währungen aufwertete, erfordert heute ein grundsätzliches Umdenken: Heute ist es unsere inländische Währung, die vorsätzlich unter Abwertungsdruck gebracht wird. Valuten, die nach Kaufkraftparitäten unterbewertet sind und über stetige Zwillingsüberschüsse (Überschuss von Haushaltssaldo und Leistungsbilanz) verfügen, können Kandidaten sein, die langfristig über Aufwertungspotential gegenüber dem Euro verfügen. Währungen, wie etwa der Russische Rubel oder die Tschechische Krone verfügen nicht nur über attraktive Fundamentaldaten, sondern ermöglichen auch einen höheren laufenden Ertrag in den Anleihen der Länder. Solche Anlagen taugen selbstverständlich nicht für einen kurzfristigen Anlagehorizont und sind trotz solider Investment Grade Ratings nicht risikofrei. Im Falle des Rubels stehen einer geringen Staatsverschuldung Abstriche in Fragen der Governance und Nachhaltigkeit gegenüber. In Tschechien ist die enge Einbindung in Wertschöpfungsketten der Eurozone zu bedenken.

Optimistisch sind wir für alle Währungsräume, in denen Notenbanken Zins und Währung nicht in der Weise manipulieren, wie es in Europa oder Japan geschieht. Paradoxerweise finden wir heute in vielen Schwellenländern vielfach „freiere“ Märkte, weil eben jene Markteingriffe in diesen Ländern nicht erfolgen, sondern die Preisbildung stärker auf Basis von Angebot und Nachfrage erfolgt.

*Die Bank
von Mensch zu Mensch*



Wir schätzen zudem jede Jurisdiktion als Anagemöglichkeit, in der Eigentumsrechten ein höherer Stellenwert beigemessen wird, als aktuell und vermutlich künftig in manch westlichem Land. Die Schweiz und Singapur qualifizieren sich hier, auch Großbritannien kann nach dem erfolgten Brexit langfristig sicherlich eine Destination werden, in der Kapital willkommen ist und die sich als „Low Taxation, low regulation“ Standort zu einer „zweiten Schweiz“ entwickeln kann. Wer antizyklische und konträre Investmentideen nicht scheut, findet heute im Zuge der Brexit-Unsicherheiten zahlreiche günstig bepreiste Vermögenswerte auf der Insel.

Schließlich sind auch Edelmetalle Anlagen, welche Eigentumsrechte am besten schützen können. Gold und Silber haben Versicherungscharakter und weisen gegenüber traditionellen Portfolien aus Aktien und Renten in nahezu allen Marktphasen günstige Korrelations- und Diversifikationseigenschaften auf.

Gold ist eines der wenigen Anlageinstrumente, welches Investoren zuverlässig vor Inflation schützen kann. Mit derzeit historisch niedrigen Inflationsraten und Inflationserwartungen sind Sorgen vor einer überbordenden Teuerung aktuell nicht im Fokus vieler Anleger. Gerade für Investoren, deren Anlagen sich überwiegend aus festverzinslichen Instrumenten zusammensetzen, wäre aber ein überraschender Inflationssprung auf dem aktuellen Zinsniveau geradezu verheerend. Für solche Portfolien stellt Gold eine sinnvolle Absicherung dar.

Inflation konnte in den vergangenen Jahren nicht entstehen, weil die gigantischen neugeschaffenen Geldmengen ihren Weg nicht vom Finanzsystem in die Realwirtschaft gefunden haben. Bildlich gesprochen ist die Saat für Inflation angelegt in Form der Ausweitung der monetären Basis, es fehlt aber der Niederschlag in Form des Multiplikatoreffekts bzw. der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, um die Saat aufgehen zu lassen. Es gibt keine Garantie, dass die Gesetzmäßigkeiten der letzten Jahre fortgeschrieben werden können. Zu berücksichtigen ist dabei auch, dass Inflation politisch gewünscht ist, auch und gerade um die Schuldenberge innerhalb der Eurozone einigermaßen schmerzfrei entwerten zu können. Inflation könnte außerdem von den Rohstoffpreisen ausgehen, die derzeit historisch billig sind. Die größte Gefahr geht jedoch von den skizzierten, möglichen neuen Geldexperimenten aus, deren historische Vorläufer (John Law in Frankreich, Weimarer Notenpresse,...) stets im hyperinflationären Kollaps mündeten.

Um seiner Rolle als kaufkrafterhaltendes Instrument gerecht zu werden, bedarf es aber für Gold keiner Hoch- oder Hyperinflation: Das Edelmetall hat seit der Euroeinführung ca. 8% Rendite p.a. (gemessen in Euro) erwirtschaftet. Geht man von der Betrachtungsweise aus, dass Gold immer eine konstante Kaufkraft hat, sein „innerer Wert“ also nicht variiert, sondern lediglich die Währungen, in denen der Goldpreis gemessen wird, variieren, so lässt sich das Argument entwickeln, dass die tatsächliche Geldentwertung im Euroraum in den vergangenen 20 Jahren höher gelegen hat, als offizielle Inflationsmaßstäbe es suggerieren. Investitionen in Gold konnten diesen Kaufkraftverlust dann erfolgreich ausgleichen.



Kontakt:

Bernhard Matthes, CFA

Bereichsleiter Portfoliomanagement

Bank für Kirche und Caritas eG

Telefon: 05251 121-2741

E-Mail: bernhard.matthes@bkc-paderborn.de

Disclaimer:

Die zur Verfügung gestellte Information richtet sich nicht an Privatkunden, sondern nur an professionelle Kunden im Sinne des WpHG. Dieses Dokument wurde von der Bank für Kirche und Caritas erstellt, unterliegt ihrem Urheberrecht und ist ausschließlich zur aktuellen Information ihrer Kunden bestimmt. Jede darüber hinausgehende Nutzung oder Weitergabe bedarf unserer schriftlichen Genehmigung sowie der Beachtung der gültigen Rechtsvorschriften. Es handelt sich hier weder um ein Angebot zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren noch um eine Bewertung oder Analyse. Die komprimierten Informationen entsprechen nicht zwangsläufig denen anderer Anbieter. Wir haben diese Informationen aus zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne die Informationen selbst zu verifizieren und können deshalb die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit nicht zusichern. Die Informationen sind datumsbezogen und nicht als Basis für eine Investitionsentscheidung geeignet. Diesbezüglich beraten wir Sie gern.

Wichtiger Hinweis zu Risiken von Anlageprodukten:

Bei der vorliegenden Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung i.S.d. § 63 Abs. 6 S. 1 WpHG. Sie dient lediglich der allgemeinen, unverbindlichen Information für den Vertrieb innerhalb der Bundesrepublik Deutschland und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse dar. Des Weiteren stellt sie weder ein Angebot, noch eine direkte oder indirekte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Investmentfondsanteilen, Derivaten, etc. dar. Die Geeignetheit der genannten Produkte muss jeder Anleger auf Basis eigener Prüfung gegebenenfalls unter Hinzuziehung qualifizierter Berater klären. Hinsichtlich der steuerlichen Auswirkungen sollte der Anleger im Vorfeld einen Steuerberater konsultieren. Diese Werbemitteilung ersetzt insbesondere nicht die Lektüre der Vertrags- und Verkaufsunterlagen, wie etwa „Basisinformationen über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen“. Vorübergehende Wertverluste können jederzeit eintreten, aber auch darüber hinausgehende Wertverluste bis zum Totalverlust sind möglich. Verkaufsprospekte und die wesentlichen Anlegerinformationen sind in deutscher Sprache kostenlos bei der Bank für Kirche und Caritas sowie im Internet unter www.universal-investment.de erhältlich.